

Víctor  
Alvargonzález

# CUADERNOS DEL MERCADO

59

ENERO 2022



## Índice

<b>Resumen</b>	4
<b>Portada</b>	
¿Qué podría fallar en las previsiones del consenso para 2022?	5
<b>Renta variable</b>	
Qué pasa en las bolsas cuando suben los tipos de interés	11
Tres cuestiones importantes de cara a 2022	14
<b>Renta fija</b>	
Dos indicadores interesantes para la inversión en renta fija	17
<b>Apéndice: notas y glosario de términos</b>	21

## Informe mensual de estrategia

correspondiente  
al mes de  
**enero de 2022**

Está demostrado que el consenso falla más que acierta. Si no, todos, analistas e inversores, serían ricos, y evidentemente no es el caso. Así que nada como el inicio del año para ver en qué está todo el mundo de acuerdo para estar preparados por si se equivocan.

Por otra parte, entre las muchas cosas que el mercado acepta como verdades absolutas, está la de que si suben los tipos de interés baja la bolsa. Nada más lejos de ser una regla inexorable, como veremos en el segundo capítulo de este “Cuaderno”.

Otra cosa que le suele pasar al mercado es que se ve sorprendido por riesgos que consideraba poco importantes. Por ejemplo, se habla mucho del COVID, pero no de la situación geopolítica, y ambos podrían sorprendernos. Tampoco se está recomendando contar con liquidez, pero probablemente este año sea importante tener munición. Y se sigue hablando solo de los grandes índices, cuando de nuevo podría haber grandes ganadores sectoriales.

Y como en estos cuadernos de enero examinamos las ideas mayoritarias del consenso de cara al año entrante, lo analizamos también respecto a los bonos USA y si volverán a equivocarse. Y les contamos algo que se está produciendo actualmente en dicho mercado, algo tan raro que, si habláramos de astronomía, sería el equivalente a un eclipse de sol.

Aquí tienen las ideas, en [www.nextepfinance.com](http://www.nextepfinance.com) las tienen **con nombres y apellidos**. Estrategias de inversión personalizadas por activos, sectores y países, con fondos de inversión y ETF concretos (la legislación española establece que el asesoramiento personalizado deben realizarlo entidades registradas en la CNMV, como Nextep Asesores Financieros EAF, registrada en la CNMV con el número 226).

El asesoramiento de **Nextep** se realiza **sin necesidad de que tenga Ud. que cambiar de banco o de intermediario financiero**. Podemos diseñar su cartera con fondos de su entidad o, si lo desea, con lo mejor del mercado. Sin “tocar” en ningún momento su dinero, porque somos asesores y nos limitamos a decirle lo que haríamos si estuviéramos “en sus zapatos”, no a gestionar su patrimonio.

Puede probar el asesoramiento independiente y especializado de **Nextep** desde solo **55 € al trimestre** (servicio básico con cuota trimestral). **Además seguirá recibiendo estos cuadernos**, porque están incluidos en todos los servicios de Nextep.

Esperando que este “Cuaderno” resulte de su agrado, reciba un saludo muy cordial,



Víctor Alvargonzález



## Resumen

Entre las cuestiones en las que podría equivocarse el consenso en 2022, destacaríamos las referentes a los precios inmobiliarios, la influencia del virus o la política monetaria.

También resulta peligroso tanto consenso respecto a que Biden evitará cualquier conflicto, sobre la bolsa española o sobre la famosa "burbuja" (ahora no la ven).

La historia demuestra que, para que las subidas de los tipos de interés afecten negativamente a las bolsas, tienen que ser varias. Y producirse rápidamente.

La subida de tipos que podría producirse en EE. UU. en 2022 sería de dos o a lo sumo tres incrementos. Y, de realizarse, sería de forma lenta y gradual.

A la hora de analizar riesgos miramos los que tenemos aquí y ahora y no nos fijamos en los que están agazapados, que, por inesperados, son los más peligrosos.

## Portada

# ¿Qué podría fallar en las previsiones del consenso para 2022?

**E**n estas fechas todas las entidades —incluidos nosotros, por supuesto—, hacen cábalas sobre lo que podría ocurrir en los mercados en el año entrante. Y hacen bien. No se fíen Uds. de quienes no se “mojan”, aduciendo que no tienen la bola de cristal.

Nadie tiene la bola de cristal. Pero un buen asesor tiene que tener buena información y a partir de esa información realizar previsiones lo más acertadas posible. Evidentemente podrá equivocarse, pero si su asesor no es capaz de tener una estrategia y se deja ir sin un rumbo a merced de los acontecimientos, ¿para qué quiere usted un asesor?

Esos asesores que en realidad no trabajan son fáciles de reconocer: cuando se les pregunta qué hay que hacer de cara al año que viene dirán que hay que ser “prudente y selectivo”. Es la frase que, en este sector, vale igual para un roto que para un descosido. Y para decir que acertaste pase lo que pase en los mercados.

Pero está demostrado que hay aseso-

res que se diferencian del pelotón y que normalmente aciertan bastante más que se equivocan. Y que lo hacen porque saben establecer estrategias ganadoras (y retirarse a tiempo de las perdedoras) y no tienen miedo a tener opiniones distintas a las del consenso.

Así que hoy, tratando como siempre de aportar valor añadido y una forma diferente de ver las cosas, vamos a analizar qué cosas espera el consenso del mercado y por qué podrían fallar.

**Si algo ha quedado demostrado es que el consenso se equivoca más que acierta. Si no fuera así, la mayoría de analistas, estrategas e inversores serían ricos. Y evidentemente no es el caso.**

Es importante hacer este análisis, porque si algo ha quedado demostrado desde que existen los mercados financieros, es que el consenso se equivoca más que acierta. Si no fuera así, la mayoría de analistas, asesores, estrategas e inversores serían ricos. Y evidentemente no es el caso.

Los mercados se parecen mucho más a las carreras que a otras actividades donde el consenso aporta. En los mercados solo ganan los tres primeros. Y muchas veces es porque han hecho algo diferente de lo que ha hecho la mayoría.

Evidentemente no siempre es así. Cuando decimos que el consenso se equivoca más que acierta no significa que no acierte *nunca*. De ahí la necesidad de analizar individualmente los consensos del mercado.

### ► La reserva federal subirá los tipos de interés

Es una idea de consenso en los medios de comunicación, las redes sociales y los propios miembros de la Fed, que en sus encuestas internas dicen que la mayoría espera subidas de tipos (al 1 % a finales de 2022 y al 1,60 % a finales de 2023).

Pero realmente no hay consenso. Los inversores en bonos, que no se lo creen. El bono norteamericano con vencimiento a dos años solo paga un cupón del 0,70 %. Si se lo creyeran, tendría que pagar por lo menos un 1 %.

Desde el punto de vista del análisis contrario, a más consenso, menos probabilidades de ocurrencia. Pero como en este caso no lo hay, diremos que sí, hay muchas probabilidades de que, efectivamente, la Fed suba los tipos de interés.

Las consecuencias son claras: si a finales de año los tipos de interés se mueven cerca del 1 % como espera la Fed y muchos economistas, no tiene ninguna

lógica que los bonos den un cupón menor, porque la curva de tipos es, por definición, ascendente, es decir, los tipos de corto son más bajos que los de medio y largo plazo. Puede no ser así ocasionalmente o ante la posibilidad de una recesión, pero en caso contrario tiene que serlo.

Para que se normalice la curva de tipos, si los de corto se sitúan cerca del 1%, tendría que caer el precio de los bonos USA de medio y largo plazo y que aumenten sus tipos de interés (1), para que así la curva sea ascendente. Y tiene bastante lógica, puesto que lo que seguro que sí va a hacer la Fed es dejar de comprar bonos, es decir, finalizar su programa de estímulo monetario antes de que acabe el primer trimestre de 2022. Es más, se están planteando drenar liquidez, es decir, el QE inverso, que consiste en que la Fed, en lugar de comprar bonos, vende bonos que tiene en cartera (8,6 billones en la actualidad).

### ► El BCE dejará de comprar bonos

Esto no se lo cree nadie, así que, de acuerdo con la filosofía de análisis “contrario” de este artículo, es algo que debemos contemplar como posible. Porque, además, ¿y si en algún momento bajara la presión del virus y encima la inflación no fuera transitoria? Hasta Christine Lagarde se quedaría sin excusas para seguir comprando bonos.

**Nadie piensa que el BCE pueda dejar de comprar bonos, así que, desde el punto de vista del análisis contrario, podría ocurrir que lo hiciera en algún momento de 2022.**

## ► Lagarde va y acierta

Es la otra cara de la moneda. Salvo Christine Lagarde muy poca gente piensa que podamos volver al nivel de inflación que había antes de la pandemia. Así que de acuerdo con el análisis que considera que el consenso se equivoca más que acierta, Lagarde podría acertar. Evidentemente esto tendría consecuencias sobre los bonos europeos, que subirían de precio (y bajarían de tipo de interés) (1) y sería muy positivo para los fondos de renta fija europea.

¿Es posible que Lagarde acierte y el consenso se equivoque? Lagarde tiene a su favor el virus y la euroesclerosis que provoca desde hace décadas el nivel de burocracia de la Unión Europea, sus excesos regulatorios, la mediocridad de sus políticos, la falta de reformas... Toda esa decadencia podría hacer que el esfuerzo de gasto público y estímulo monetario se quedara en nada en una economía euroesclerótica incapaz de aprovechar la oportunidad. Y que en términos de inflación el riesgo volviera a ser el peligro de deflación. Es difícil, pero en la Europa de la euroesclerosis no es imposible.

Para no crear confusión, aclaramos que nosotros no pensamos que esto vaya a ocurrir. Incluso una economía como la europea puede crecer si se le inyecta la cantidad de dinero público y estímulo monetario adecuados. Pero estaremos atentos y no lo descartamos, porque ya ocu-

rrió en Japón y la economía europea cada día se “japoniza” más.

## ► La bolsa española seguirá siendo la última

Me cuesta opinar lo contrario, porque desgraciadamente llevo más de 10 años diciendo exactamente eso: que no hay que invertir ni un euro en bolsa española. Y acertando, porque siempre se queda la última. Pero resulta que el consenso ahora piensa lo mismo, así que si lo piensa el consenso, podría ser el año en el que la bolsa española dé la sorpresa.

Y no es imposible. La situación española es tan desastrosa que cualquier pequeño cambio positivo podría darle la vuelta a la tortilla. Por ejemplo, que la variante Ómicron fuera el principio del fin de la pandemia y la entrada en una situación epidémica más parecida a la que sufrimos habitualmente con la gripe estacional. Eso permitiría que nuestra industria turística y hostelera volviera realmente a la normalidad, lo cual sin duda tendría un impacto sobre la economía española y sobre la percepción de los inversores en relación a nuestra bolsa.

Si además continuara el cambio de rumbo de la economía global hacia un ciclo de más crecimiento y más inflación y menos apetito por la tecnología, también beneficiaría a nuestro anticuado Ibex. Empezando por la banca, a la cual le viene muy bien que suban los tipos de interés

del mercado de bonos, porque muchos préstamos se referencian a los tipos del mercado. Toma el dinero sin pagar nada a los depositantes, pero lo coloca mejor que hace un año. Sería como si le tocara la lotería, especialmente si crece la economía y aumenta la actividad crediticia.

En los supuestos anteriores podría ocurrir que el segundo semestre del año fuera muy positivo para la bolsa española, contrariamente a lo que piensa el consenso.

Y, puestos a pensar en opciones *casi* imposibles, podríamos tener elecciones anticipadas y que hubiera un cambio de gobierno, lo cual pensamos sería muy positivo para el mercado español. El gobierno actual no es visto por los mercados precisamente como amistoso para los negocios, la innovación, el empresariado o las empresas en general. Y desde luego es un claro ejemplo de euroesclerosis.

### ► El virus seguirá impidiendo el desarrollo normal de la economía

Hasta los más optimistas piensan que el virus está para quedarse y que seguirá haciendo daño a las personas y a la economía de la misma manera que lo ha hecho hasta la fecha. En general, cuando al consenso se le pregunta cuál es el mayor riesgo para 2022, dice que es el virus.

Además, la única esperanza es que nuestros políticos aprendan y dediquen recursos a mejorar el sistema hospitalario

y la asistencia primaria para hacer frente a las distintas olas y variantes que seguirán llegando. Vista su capacidad de previsión, no pensamos que vaya a haber muchas mejoras en este sentido y por lo tanto cada ola del virus supondría un nuevo receso en la recuperación económica, como hasta la fecha.

Ahora bien, ¿y si el virus acaba convirtiéndose en algo parecido a una gripe estacional? Suena raro y terriblemente optimista, pero recuerden, aquí estamos imaginando que ocurre lo que no espera casi nadie que ocurra. Y puestos a pensar que ocurra lo impensable, podría ser que los gobiernos dedicaran medios y voluntad política a mejorar la asistencia sanitaria a los ciudadanos, lo que permitiría navegar con mucha más facilidad los repuntes en las infecciones.

Así que, de acuerdo con el análisis “contrario” que realizamos hoy, no lo descarten en absoluto: la situación que vivimos actualmente en relación con el virus y la capacidad de los gobiernos para gestionarlo podría cambiar en 2022, precisamente porque no se lo espera nadie.

### ► El estilo de gestión “value” es un caso perdido

Después de tantos años quedándose atrás, el estilo de gestión de valor debería alguna vez superar al de crecimiento. Aunque solo fuera porque en los mercados nada es eterno, precisamente porque la



economía es cíclica. Además, de acuerdo con nuestro análisis “contrario” de hoy, no hay que perder la esperanza (precisamente porque el consenso ya la ha perdido).

¿Es posible? Es muy difícil, pero no imposible. De hecho, ocurrió en el primer trimestre de 2021. Especialmente a partir de noviembre de 2020 se generó una fuerte rotación hacia empresas no tecnológicas, especialmente las más perjudicadas por la pandemia, que son empresas más “de valor” que “de crecimiento”. Si al final el mundo consiguiera desembarazarse de la pandemia, podríamos ver una situación parecida, pero con una duración superior.

### ► **Biden es un tipo pacífico, no habrá conflictos**

En el fondo Donald Trump era mucho ruido y pocas nueces. A la hora de la verdad, es de los pocos presidentes norteamericanos que no ha tenido una guerra bajo su mandato. Y ciertamente tuvo un conflicto comercial muy serio con China, pero en realidad fue más una renegociación a cara de perro —y tal vez excesivamente larga— que un conflicto serio.

Todo el mundo piensa que Biden no quiere líos, pero a veces, aunque uno no quiera líos, los líos vienen a uno. Por ejemplo, seguro que Biden preferiría que Putin

no se planteara invadir Ucrania, porque si lo hace, Estados Unidos no puede quedarse de brazos cruzados. Una cosa es mirar para otro lado cuando Putin invade Crimea y otra que invada Ucrania y no hacer nada.

También podría ocurrir que, aunque Biden no quiera líos, se siga liando la relación comercial entre China y Estados Unidos —y el trasfondo político, militar y tecnológico—, porque a lo mejor resulta que los chinos sí que quieren lío, en el sentido de seguir copiando las patentes norteamericanas, haciendo dumping, “hackeando” empresas y organismos USA, etc., etc.

Pese a que el consenso ve de forma casi unánime al actual presidente norteamericano como un presidente que no entrará en conflictos, las posibilidades de que haya uno son bastante altas. De hecho, en [Nextep](#) pensamos que por ahí vendrá alguna de las correcciones que tengamos el año que viene en el mercado (y por las que será importante contar con liquidez para poder aprovecharlas).

### ► **Esta vez sí, este será el año en el que explotará “la burbuja”**

Los vendedores de miedo, que han hecho del anuncio del Armagedón financiero su fórmula para captar clientes, lectores o seguidores, están de capa caída. Durante

**Todo el mundo piensa que Biden no quiere líos, pero a veces aunque uno no quiera líos, los líos vienen a uno. Y el mundo actual tiene un gran potencial para generar líos.**

mucho tiempo el consenso opinaba como ellos: llegaría una crisis financiera —al final lo que llegó fue un virus— y explotaría la burbuja de la renta variable, especialmente de las empresas tecnológicas.

Evidentemente no ha sido así y es uno de los ejemplos más claros de que el consenso normalmente se equivoca, porque el consenso estaba con todos estos economistas que anunciaban la crisis y la explosión de la burbuja (aunque luego las empresas en las que trabajaban compraban renta variable, por si acaso).

Pero eso ha cambiado. El consenso ha perdido la fe en los economistas y estrategias de la crisis y la burbuja, y eso es peligroso. Es más, los propios apóstoles de la crisis y la burbuja han dejado de anunciarla, visto que es algo que ya no vende. Es ahora cuando, de acuerdo con el análisis “contrario”, hay más probabilidades de que haya algún tipo de crisis financiera y/o explosión de una supuesta burbuja.

¿Es posible que el silencio de los agoreros sea la calma que antecede a la tormenta? Es posible, siempre ha sido así: cuando han dejado de anunciar la crisis es cuando se ha producido. Lo que ocurre es que de momento las valoraciones de la renta variable no están en niveles de burbuja, sino más

bien dentro de la media histórica (si quitamos la tecnología). Y la tecnología está mostrando una enorme capacidad de crecimiento, que puede justificar una valoración superior.

Tendría bastante más lógica que explotara la burbuja en los bonos, donde las valoraciones nunca han sido tan altas como consecuencia de años de manipulación de los precios por parte de los bancos centrales, pero de momento no parece que a nadie le preocupe esto, y los bancos centrales siguen dispuestos a comprar lo que haga falta, especialmente el europeo. En cualquier caso, nosotros no descartamos que por ahí pudieran venir los tiros.

Otro mercado que podría perfectamente explotar sería el de los criptoactivos, donde se ven muchas de las características propias previas a la explosión de una burbuja. Y hay gente que piensa que podría contagiar a otros activos, especialmente a aquellos con valoraciones elevadas. Como los criptoactivos son algo muy reciente, resulta difícil saber qué tipo de correlación podrían

tener con los activos financieros “clásicos”, pero lo que se ha visto hasta ahora —cuando por ejemplo el bitcoin ha perdido un 50 % en un periodo corto— es que no hay una gran correlación.

**El consenso ya no cree en la explosión de una burbuja o la llegada de una crisis. Y sus “apóstoles” ya no hablan de ello. Precisamente por eso debemos ponernos en guardia.**

## ► El sector inmobiliario ya ha subido suficiente, tiene que recortar

Ese también es un mantra habitual: el ladrillo ha subido mucho, ya es suficiente. Pero es un mantra que no tiene en cuenta que el Banco Central Europeo ha inyectado en el sistema financiero de la Unión el equivalente a casi un 90 % del PIB de la eurozona, que es el importe que ha comprado en bonos. Y ese dinero está ahora en manos del público. Por eso hay tantísimo dinero agazapado en cuentas corrientes y depósitos, entre otros sitios.

**El dinero español está escondido porque tiene miedo. Cuando deje de tenerlo irá a buscar rentabilidad en el ladrillo, como ha hecho siempre.**

No les extrañe que, si finalmente conseguimos volver a la normalidad, gran parte de ese dinero vaya al ladrillo. Especialmente en España, donde el sector inmobiliario es el activo preferido para la gran mayoría de los ahorradores. Está escondido porque tiene miedo, cuando deje de tenerlo irá a buscar rentabilidad en el ladrillo, como siempre.

Así que la opinión del consenso de que los precios del sector inmobiliario dejarán de subir en 2022 podría ser un ejemplo claro de que el consenso se equivoca.

## Renta variable

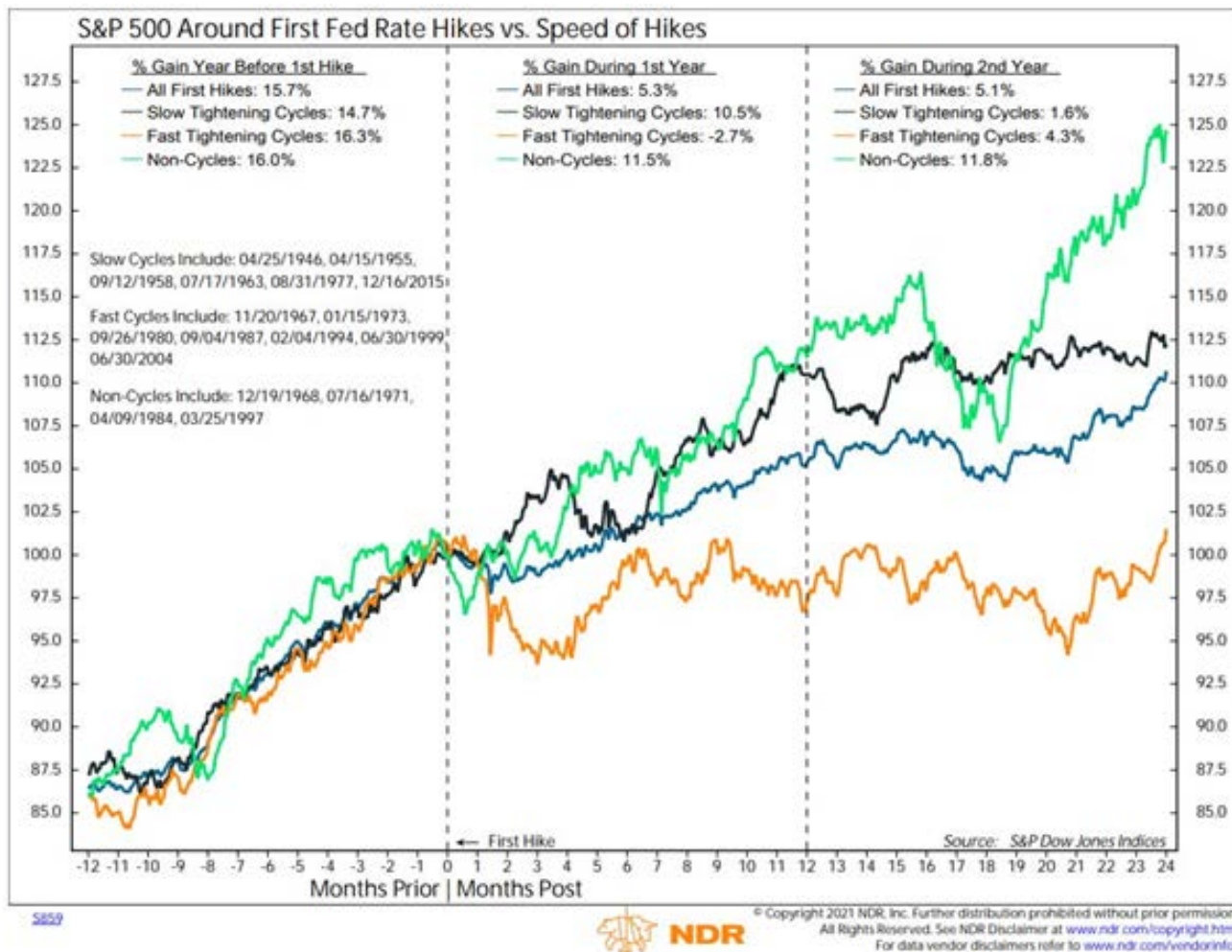
## Qué pasa en las bolsas cuando suben los tipos de interés

**P**or algún motivo, en los mercados hay una clara tendencia hacia los maximalismos. Y a dar por verdades absolutas cuestiones que necesitan ser matizadas.

Ahora mismo se escucha por todos lados eso de que “las bolsas bajan si suben los tipos de interés”, referido en esta ocasión al mercado norteamericano, que

es donde la Reserva Federal podría subir tipos en algún momento del año 2022.

Pero es una frase vacía, porque para ser válida lo primero que tendría que matizarse es *cuánto* van a subir los tipos de interés. Y lo segundo es *a qué ritmo*. Esas son las dos cuestiones importantes, no tanto el hecho de que suban los tipos de interés o no.

**Gráfico n.º 1: Evolución del SP 500 ante subidas de tipos a distintas velocidades**


Fuente: NDR (Ned Davies Research)

Lo vemos en el gráfico n.º 1. En primer lugar, la historia muestra que la perspectiva de una subida de tipos no tiene por qué afectar negativamente a las bolsas y, de hecho, no suele hacerlo. Lo vemos en el primer cuadrante del gráfico.

Luego, cuando finalmente se produce la subida, sí que se suele producir una corrección (primera parte del segundo cuadrante), pero aquí entran de nuevo en juego los matices.

Siempre que las subidas se han producido *lentamente*, los resultados bursátiles de los dos años siguientes a la primera subida han sido positivos (línea negra, segundo y tercer cuadrante). Y han sido negativos en el primer año —que no en el segundo— cuando el ciclo de subidas se ha producido *rápidamente*.

Dicho de otra manera: si solo tuviéramos una subida de tipos, el efecto sería muy bajo o inexistente, sobre todo viniendo

do, como venimos, de tipos muy bajos. Si se produjeran varias subidas, sería algo negativo si se producen rápidamente (y solo en el primer año, tras la primera subida). La mala noticia es que cuando se produce la primera subida suele producirse una corrección. La buena es que siempre ha sido una oportunidad de compra.

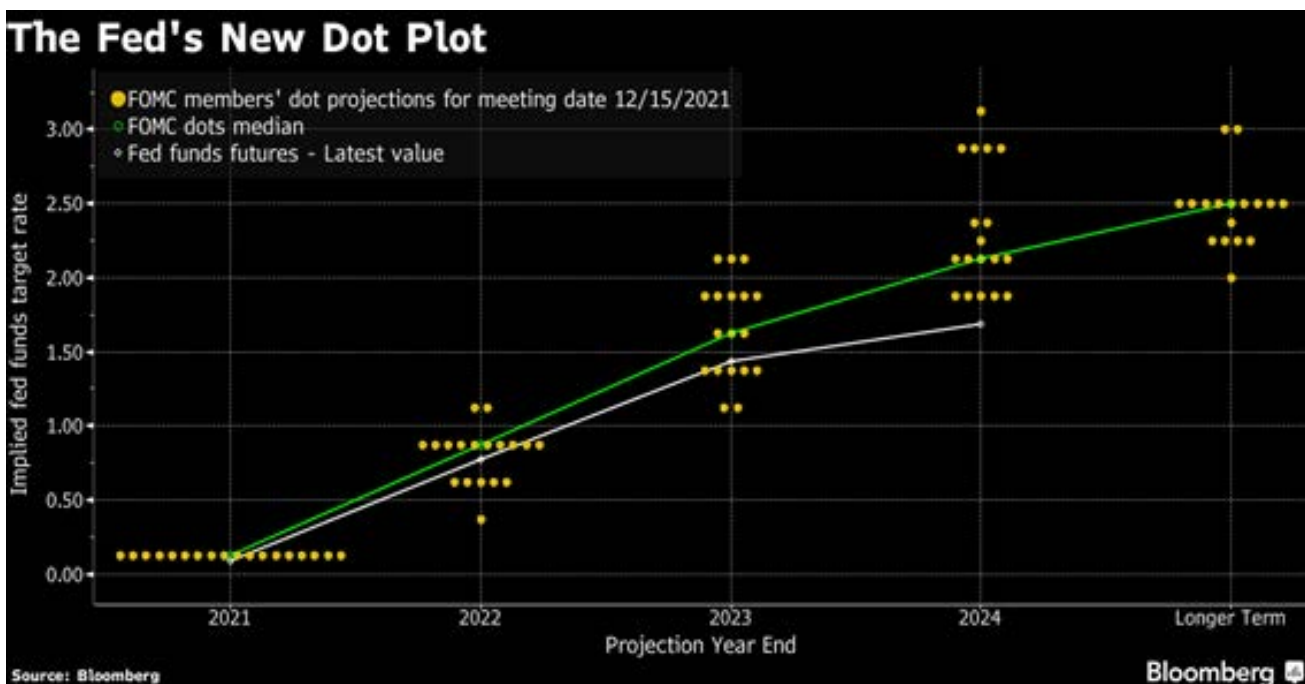
**La cuestión es *cuánto* y a qué ritmo suban los tipos. Y de cuál sea el crecimiento de la economía y de los ingresos empresariales cuando se producen la subidas.**

¿Cómo se aplica esto a la situación actual? En principio y según la Fed —ver gráfico número una. De acuerdo con la historia, tendríamos

mos un mercado alcista hasta que se produjera la subida. A partir de ahí podríamos tener un periodo bajista de cierta duración (meses), aunque no demasiado profundo. Eso sí: con recuperación posterior.

Según la encuesta que realiza la Fed entre sus miembros (gráfico n.º 2), conocida como el “Dot Plot”, los tipos de interés acabarían 2022 cerca del 1 %. Y como la Fed realiza las subidas de forma gradual, estaríamos hablando de dos o tres subidas en 2022.

**Gráfico n.º 2: Encuesta entre miembros de la Fed sobre futuras subidas de tipos**



Fuente; Bloomberg

En nuestra opinión y con la información que tenemos actualmente, el resultado sería similar a la evolución que ha tenido la línea negra del estudio que vemos en el gráfico n.º 1, porque es cierto que esperamos que de producirse subidas de tipos, serían dos o a lo sumo tres en 2022, pero desde luego sería un proceso lento y gradual. Por lo tanto, ciclo de subidas, no una sola, pero lento. Además:

a. Venimos de tipos bajísimos y la historia también nos muestra que ningún buen negocio descarrila porque en lugar del 0,25 % tenga que pagar un 0,75 % o un 1 % para financiarse. Las bolsas funcionan muy bien con tipos de interés del 0,75 % o del 1,50 %, son tipos

históricamente bajos. Y más si, como se prevé, la economía norteamericana crece más del 4 %.

b. El mercado de bonos, que es un buen predictor de los tipos de interés futuros, no tiene nada claro que la Fed pueda llegar a subir los tipos como planea. Prueba de ello es que el bono norteamericano con vencimiento a dos años solo paga actualmente un cupón del 0,70 %. Si se pensara que los tipos finalizarán 2023 por encima del 1,50 %, el bono tendría que pagar como mínimo el 1 %. Otra prueba de que el mercado apuesta por pocas subidas y muy graduales.

## Tres cuestiones importantes de cara a 2022

**A** la hora de pensar en los riesgos y las oportunidades, tendemos a pensar en cosas

que están ocurriendo ahora, como pueden ser el virus y sus consecuencias económicas, o la posibilidad de que la Fed suba los tipos de interés en exceso. Nos fijamos en los riesgos “de actualidad”, no en los que están ahí agazapados.

Evidentemente está muy bien fijarse en los riesgos que tenemos

delante de las narices, faltaría menos, pero eso no debe de hacernos olvidar otros que percibimos más lejanos, más improbables o potencialmente menos dañinos.

Un ejemplo son los conflictos geopolíticos y comerciales. El virus ha aparcado muchos problemas, tensiones y conflictos que podrían reavivarse si al final Ómicron resulta ser la “vacuna natural” que, unida a la vacuna artificial creada por el hombre, acaba llevando al virus a un segundo plano.

El primero sin duda es el de Rusia versus Estados Unidos en relación

**El virus ha aparcado muchos conflictos que podrían reavivarse si al final Ómicron resulta ser la “vacuna natural” que acabe llevando al virus a un segundo plano.**

con la cuestión de Ucrania. Si Rusia invadiera Ucrania, Europa lo más que haría sería anunciar algunas sanciones de tipo económico que realmente serían más de cara a la galería que otra cosa. Pero Estados Unidos no puede admitir tras el fiasco de Crimea que Putin invada otro país que además toca el flanco este de la OTAN.

En el mejor de los casos, Biden se limitaría a poner en marcha fuertes sanciones económicas, pero lo más probable es que lo siguiente que hiciera es reforzar posiciones, misiles incluidos, en los países limítrofes. Estamos hablando de una escalada militar que puede quedar en un acuerdo, pero ya se sabe: las armas las carga el diablo y el dinero es muy miedoso.

También damos por hecho que Irán y Arabia Saudita ya no volverán a tener conflictos importantes, lo cual es un grave error, porque esa rivalidad no va a finalizar y podría ir a mucho más si Irán sigue adelante con su intención de obtener la bomba atómica.

Y, por supuesto, el conflicto comercial con China. Si alguien piensa que eso acabó con el acuerdo que alcanzó Donald Trump, está muy equivocado. Es una cuestión recurrente que además con el tiempo cada vez tendrá más ramificaciones geoestratégicas.

Otra cosa que hemos aprendido en 2021 es que el mercado se ha vuelto muy sensible a cualquier novedad negativa. Lo que queremos decir es que un mercado que ha subido considerablemente desde los mínimos de la pandemia es un mercado mucho más proclive a la realización de beneficios. Y hay muchos elementos que podrían desencadenar correcciones, alguna incluso importante.

Desde [Nextep](#) opinamos que en un mercado así va a ser importante contar con liquidez en forma de fondos de bajo riesgo y baja rentabilidad. Porque la rentabilidad de la liquidez está en que nos permite aprovechar esas oportunidades que generan las correcciones, porque salvo novedades, no estaríamos hablando de un cambio de tendencia a medio y largo plazo, sino de correcciones.

Pero además resulta que hay fondos de bajo riesgo que no tienen por qué dar rentabilidad cero o negativa. Es perfectamente factible tener fondos y ETF que den rentabilidad positiva, aunque sea moderada, como bien saben nuestros clientes. Y no nos referimos a fondos mixtos conservadores, que no son válidos como reserva de liquidez puesto que en una corrección se pueden ver afectados porque caigan los bonos o las acciones.

**En un mercado vulnerable a correcciones es importante contar con liquidez. La rentabilidad de la liquidez está en lo que se gana cuando se puede aprovechar una fuerte corrección.**

Otra cuestión a tener en cuenta en 2022 es la cuestión sectorial. Ya lo fue en 2021, donde determinados sectores que hacía décadas que lo hacían peor que los grandes índices han conseguido superarlos —por ejemplo el sector financiero o las materias primas—, y muy probablemente sea algo que se repita el año entrante, pero no necesariamente con los mismos sectores o los mismos estilos de gestión. Si algo suelen hacer los mercados es dar sorpresas. Hay que estar preparados para ellas.

Porque otra característica de los mercados es que en las primeras fases de un mercado alcista más o menos sube todo. Basta “apuntarse” a un gran índice para tener un buen resultado. Pero luego, según el mercado alcista se va haciendo más maduro, hay que afinar un poco. Se notó en 2020, donde el NASDAQ y China

ganaron por goleada a los grandes índices, se ha notado este año en los ejemplos anteriores —y algún otro que no hemos mencionado— y sin duda se notará en 2022, probablemente incluso más que en años anteriores, porque el mercado alcista se irá haciendo más maduro.

Y para muestra un botón (gráfico n.º 3): este año por primera vez en muchísimo tiempo las famosas FAANG +, es decir, las Facebook (ahora Meta), Apple, Amazon, Netflix, Google (ahora Alphabet), etc., en periodos lo han hecho peor que el SP 500, lo que significa que sectores y empresas no tecnológicos del índice las han superado. Es una señal que no se debe ignorar y que puede afectar no solo a sectores que superen a los grandes índices, sino también a zonas geográficas que puedan hacerlo.

**Gráfico n.º 3: El SP 500 alcanza un record, las FAANG + se quedan detrás**



Fuente: Bloomberg



## Renta fija

# Dos indicadores interesantes para la inversión en renta fija

### ► El consenso es totalmente bajista en bonos USA

Como digo siempre, el consenso es un indicador contrario. A más consenso, ya sea por parte de inversores, analistas, gestores o asesores en relación a un determinado activo, peor para la evolución futura de ese activo. Y lo digo porque estadísticamente está demostrado que el consenso se suele equivocar bastante más de lo que suele acertar.

Siempre que coincido con el consenso me preocupo por ello. Y ahora mismo estoy totalmente en línea con lo que piensa el consenso en relación con el precio de los bonos norteamericanos, que me preocupa sobremanera. Por eso he decidido analizar qué probabilidades hay de que en esta ocasión el consenso pueda acertar, porque como he dicho al principio, se equivoca más que acierta, lo cual no significa que se equivoque siempre.

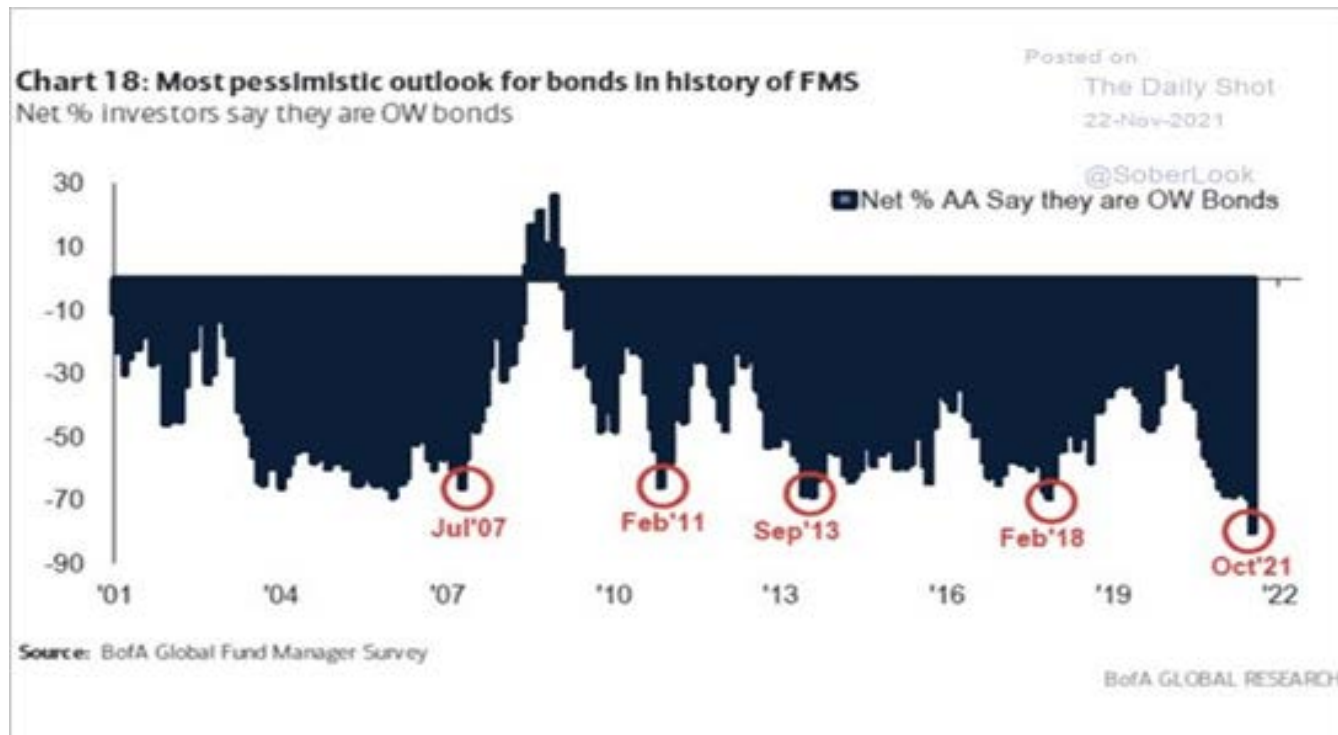
No les quiero aburrir con los motivos por los que ya al inicio del año pasado recomendé evitar la deuda pública de los EE. UU. (y hasta ahora he acertado). Solo diré que la clave de dicho razonamiento estaba en mi previsión de que el mayor comprador de bonos actual, la Reserva

Federal de los Estados Unidos —por sus programas de estímulo monetario—, reduciría sus compras. Y ya ha anunciado que cierra el grifo hasta cerrarlo completamente en marzo del año entrante. Este sería el primer motivo y sigue en vigor.

En segundo lugar, cuesta entender que con una inflación que aunque no se mantenga por encima del 6 % actual y pudiera situarse en el entorno del 2 % o 3 % el año que viene y el siguiente, un bono americano con vencimiento a dos años dé un cupón del 0,60 %. O un bono con vencimiento a cinco años el 1,26 %. No tiene mucha lógica. Se supone que cuando se compra un bono es para obtener un cupón superior a la inflación. De hecho, muy probablemente el único motivo por el que no es así actualmente es por las compras que todavía sigue realizando la Reserva Federal.

El problema por lo tanto es que ahora el consenso coincide mayoritariamente con esta visión de cara a la evolución de los bonos (renta fija) el año que viene, lo cual pueden comprobar ustedes en el gráfico n.º 4.

#### Gráfico n.º 4: La mayoría de los inversores están infraponderados en bonos



Fuente: BofA GLOBAL RESEARCH

De hecho, hacía tiempo, concretamente desde el año 2001, que el consenso de los inversores no tenía una visión tan negativa de las perspectivas de revalorización de los bonos. Y eso, para los que consideramos que estar en la misma posición que el consenso es más un riesgo que una ventaja, es preocupante.

Así que lo siguiente que hemos hecho es comprobar cuál ha sido el historial de acierto del consenso en ese periodo. Como les muestro a continuación, el consenso ha hecho honor a su historial estadístico y ha fallado estrepitosamente en tres de las ocasiones en las que pensaba que caería el precio de los bonos. En la

cuarta también (2018), solo que por relativamente poco.

Resumiendo: de cuatro ocasiones se ha equivocado en cuatro, confirmando nuestra teoría de que el consenso se equivoca mucho más que acierta y poniendo así en duda que el año que viene los bonos pudieran caer (subir los tipos de interés del mercado) (1).

A continuación vemos los años en los que el consenso pensaba que caería el precio de los bonos —como piensa ahora mismo—, y luego, en la siguiente columna, les mostramos si acertó o falló en su predicción:

Julio 2007	Falló: subió el precio de los bonos en los 12 meses siguientes
Febrero 2011	Falló: subió el precio de los bonos en los 12 meses siguientes
Septiembre 2013	Falló: subió el precio de los bonos en los 12 meses siguientes
Febrero 2018	Falló: subió el precio de los bonos en los 12 meses siguientes (poco)

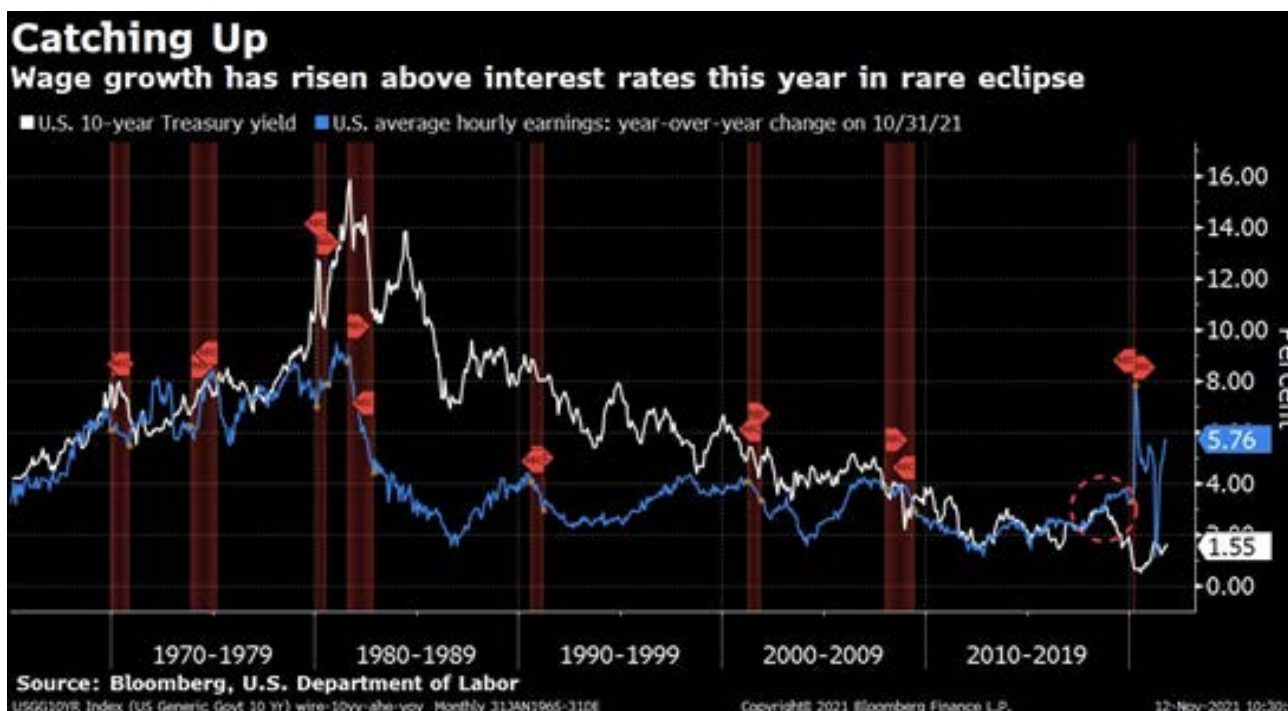
Curiosamente, que se haya equivocado en todas las ocasiones podría significar que acierte en esta. Como ya hemos dicho, estadísticamente el consenso falla más que acierta, pero esto no significa que falle siempre. En otras palabras, a más veces se ha equivocado, más probabilidades de que acierte alguna vez y así se cumpla la norma. Y tras cuatro errores, que se producen además durante un periodo largo de tiempo, la estadística diría que ya “toca” que acierte. Sobre todo porque esta vez tiene el viento a favor.

### ► El tipo de interés de los bonos, por debajo de los salarios

Siguiendo con datos históricos, a continuación les presentamos uno que llama la atención. Se trata de un hecho que no se producía como mínimo desde los años 70 —que ya es decir—, y consiste en que los salarios están por encima de la rentabilidad de los bonos a 10 años.

Si habláramos de astronomía, sería el equivalente a un eclipse solar. Lo vemos en el gráfico n.º 5 utilizando como referencia el bono USA a 10 años.

**Gráfico n.º 5: En 2021 los salarios han subido más que los tipos de interés de los bonos**



Fuente: Bloomberg. US Department of Labor

No pretendo aburrirles con interpretaciones varias respecto a este hecho, sino centrarme en que, de una u otra manera, esto tiene que corregirse, puesto que estamos ante una situación totalmente anormal que tiene que volver a la media.

Y lo importante es cómo vuelva a la media. O bien los salarios tendrían que bajar significativamente en relación con los niveles actuales —lo cual parece poco probable vista la fortaleza del mercado de trabajo norteamericano—, o bien tendrían que subir los tipos de interés de los bonos a 10 años. Que es lo mismo que decir que cayera el precio de los bonos (1), es decir, que pierdan dinero los fondos que invierten en renta fija —en este caso norteamericana— con vencimiento de largo plazo.

Y ustedes dirán que nada de este capítulo les afecta porque ustedes invierten en bonos europeos, pero no es exactamente así.

En primer lugar, si los tipos de interés norteamericanos suben mucho, es difícil que los europeos no se vean afectados. Muchos bonos tendría que comprar Christine Lagarde si tiene que competir con un bono americano a 10 años que, por ejemplo, se sitúe por encima del 2 % de rentabilidad. El dinero busca el cupón más elevado, y si un bono español ofrece un 0,50 % anual y el americano más del 2 %, el dinero se va hacia el americano. Evidentemente la manipulación de los precios que

hace el BCE limitará la caída del bono europeo, pero es difícil —o mejor dicho, muy raro— que no le afecte.

Pero además, cuando se crea un diferencial muy grande entre lo que hacen los tipos americanos y lo que hacen los tipos europeos, eso tiene consecuencias sobre las divisas. Si el dólar ha subido con respecto al euro en 2021 tiene bastante que ver con el hecho no solo de que la economía norteamericana esté más fuerte, que por supuesto, sino también con el hecho de que allí los tipos sean más altos. Si el diferencial se sigue incrementando, el dólar podría seguir subiendo, lo cual es siempre una fuente interesante de rentabilidad para los inversores europeos.

## Apéndice

# Notas y glosario de términos

En este informe me limito a dar mi opinión sobre los mercados y comento, de forma genérica, cómo hago mis inversiones, sin considerar más perfil de inversión que el mío propio, el cual no tiene por qué coincidir con el del lector.

Este es, por lo tanto, un servicio puramente informativo y una opinión exclusivamente personal, que trata de aportar ideas e información y no sustituye en ningún caso a un asesoramiento perfilado, personalizado y donde se haya analizado previamente y con detalle el perfil del inversor.

Para realizar estas tareas ponemos a su disposición el servicio de asesoramiento independiente y personalizado de Nextep Finance, en [www.nextepfinance.com](http://www.nextepfinance.com), donde le recomendaremos una cartera totalmente a la medida, con fondos de su o sus entidades financieras habituales o seleccionando lo mejor del mercado y con un servicio de seguimiento donde le avisaremos de todos los cambios que deba realizar. Además, le daremos todo tipo de ideas de inversión, información sobre noticias que afecten a los mercados y acceso a webinars de estrategia y de formación. Y todo por un precio realmente atractivo: **desde 55 €** al trimestre (servicio básico con cuota trimestral).

### Notas

(1) La relación entre los tipos de interés y el precio de los bonos:

► Supongamos que compro un bono que ofrece un cupón del 3% anual. Supongamos a continuación que, como consecuencia de la bajada de tipos en el mercado, un bono similar ofrece seis meses después un tipo de interés del 2 %. Obviamente yo no voy a vender mi bono —que ofrece un 3 %— por el mismo precio que se vende en el mercado el que ofrece un 2 %. Lo venderé por un importe superior que equilibre los cupones. Al bajar el tipo de interés del mercado el precio de mi bono ha subido.

Así funciona el mercado: el precio de un bono sube cuando el tipo de interés de bonos similares cae en el mercado. Que es más o menos lo que lleva ocurriendo en Europa desde hace décadas. A finales de los 80 el bono español a 10 años ofrecía un cupón superior

al 10 %. Actualmente es superior al 0,50 %. De ah́ el buen comportamiento que han tenido los fondos de renta fija en el periodo: bono comprado, bono que se revalorizaba al cabo de unos ańos. Pero ahora el margen de bajada es ḿnimo, por no decir nulo. Y no les quiero decir si subieran los tipos de intere´s. El valor de los fondos de renta fija, especialmente los de largo plazo, caería a plomo. De hecho, ya est´ pasando.

V́ctor  
Alvargonzález