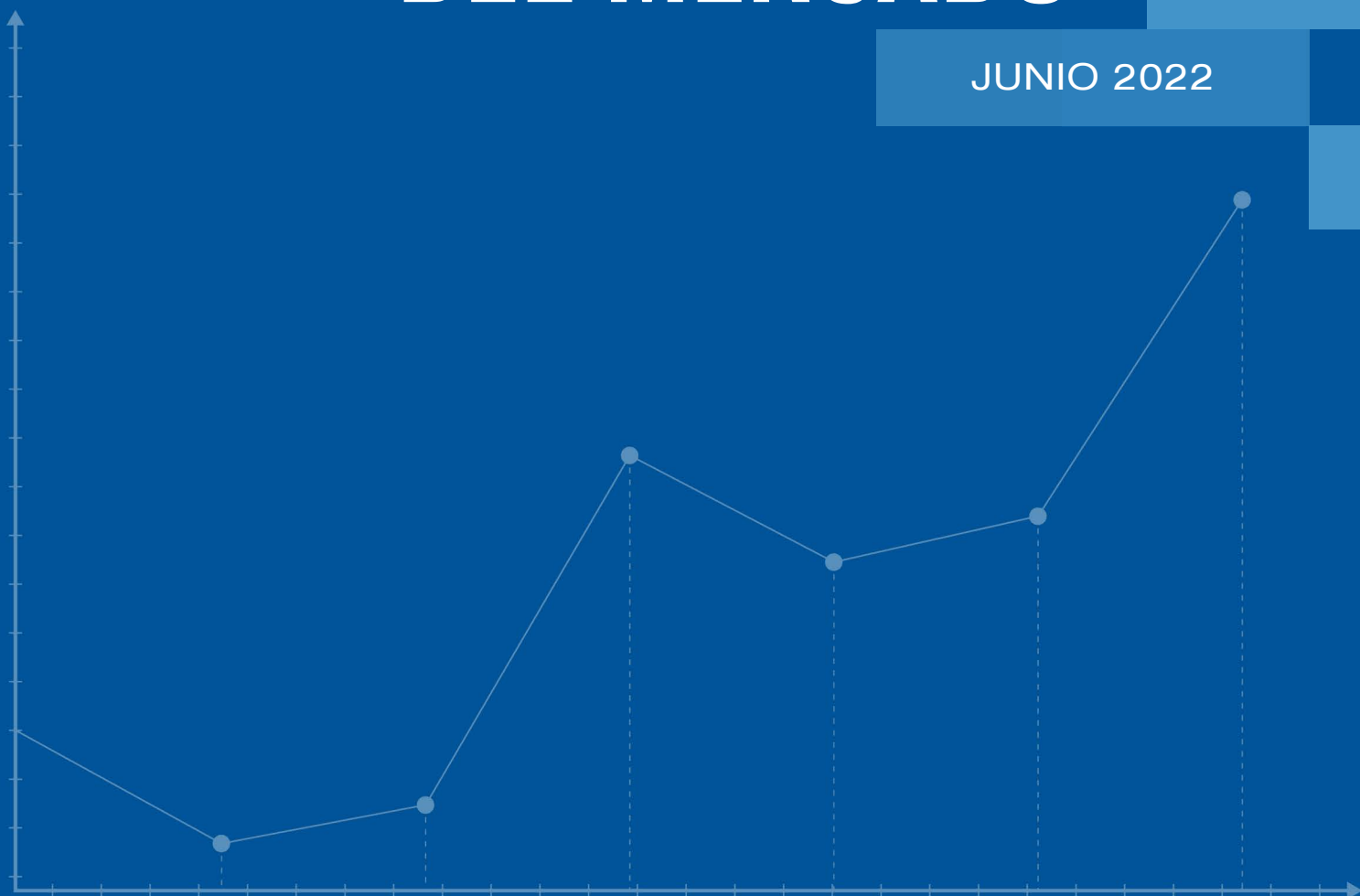


Víctor  
Alvargonzález

# CUADERNOS DEL MERCADO

64

JUNIO 2022



## Índice

<b>Resumen</b>	4
<b>Portada</b>	
¿Qué tiene que ocurrir para que reboten las bolsas?	5
<b>Renta variable</b>	
¿Podría equivocarse el consenso y que se retome la tendencia alcista?	8
¿Dónde estamos ahora según la teoría de la tendencia “secular”?	13
Las bolsas harán lo contrario de lo que haga este gráfico	17
Un repaso a los precios (y no son malas noticias)	18
<b>Renta fija</b>	
Pasar de bonos soberanos a “High Yield” no era una buena idea	20
<b>Apéndice: notas y glosario de términos</b>	21

## Informe mensual de estrategia

correspondiente  
al mes de  
**junio de 2022**

Es imposible saber cuándo se producirá el rebote bursátil, pero tenemos una idea bastante clara de qué tiene que ocurrir para que se produzca. Se lo explicamos en el primer capítulo de este Cuaderno.

A continuación, insistimos en un ejercicio que hacemos a menudo: analizar las probabilidades de que el consenso pudiera estar equivocándose, porque el consenso se equivoca mucho más que acierta. Es un ejercicio que ahora es especialmente pertinente, dado que casi el 100 % de los analistas, influencers y periodistas considera que vamos hacia un largo periodo bajista en las bolsas. Si se equivocan, la sorpresa sería mayúscula, como lo sería la subida bursátil.

Además, les traemos “el” gráfico que va a marcar la dirección de los mercados. También repasamos la teoría de la tendencia secular de la bolsa norteamericana. Y, tras el análisis técnico, repasamos los precios. En medio del ruido mediático, es importante recordar que la bolsa es un mercado y en un mercado lo más importante son los precios.

Finalmente, recordamos de nuevo a los inversores que no deben sustituir los fondos de renta fija soberana por fondos de renta fija corporativa de alto rendimiento (“high yield”). Es una trampa en la que han caído muchos y, en la medida de nuestras posibilidades, intentaremos que no caigan más. Hay alternativas mucho más sencillas, seguras y baratas que meterse en la boca del lobo de la renta fija corporativa “high yield”.

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 sólo **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



[victoralvagonzalez.com](http://victoralvagonzalez.com)  
[info@victoralvagonzalez.com](mailto:info@victoralvagonzalez.com)

## Resumen

Para que haya un rebote en las bolsas, lo primero que tiene que ocurrir es que vendan todos los que no pueden aguantar la ansiedad que genera la corrección.

Cuando a la ausencia de papel se unen precios atractivos, se genera un suelo en el mercado. El rebote dependerá de que haya noticias mejores de lo esperado.

De acuerdo con la teoría de la tendencia secular, al SP 500 le queda mucho margen de subida.

Las bolsas harán justo lo contrario de lo que haga el gráfico de expectativa de subidas de tipos.

No era una buena idea sustituir fondos de renta fija soberana por fondos "high yield". Y sigue sin serlo.

## Portada

# ¿Qué tiene que ocurrir para que reboten las bolsas?

**P**ara entender la situación actual de las bolsas hay que imaginarse cualquier evento en el que se reúna mucha gente y donde, de repente, algo asuste al grupo. Puede ser que alguien haga estallar un petardo o que se caiga un tenderete. El caso es que todo el mundo sale de estampida.

No quiero decir con esto que lo que ha ocurrido desde el inicio del año no sea motivo para preocuparse. Precisamente por eso hace meses que desde [Nextep](#) recomendamos acumular liquidez y que les hablamos de La Gran Rotación, esa estrategia que consiste en situarse en activos, sectores y países que aguanten o incluso se beneficien del incremento de la inflación y la consiguiente subida de los tipos de interés, esas subidas de tipos que tanto miedo dan a los mercados.

Ahora bien, aunque no está tan claro que el cambio de política monetaria de la Reserva Federal de los EE. UU. sea motivo para entrar en pánico —estamos hablando de que los tipos de interés suban al 2,75 % y el bono a 10 años al 3 %, cifras históri-

camente compatibles con el crecimiento en EE. UU.—, no es el objeto de este capítulo enjuiciar si las caídas que han tenido las bolsas están justificadas o no. Nuestro objetivo es mucho más práctico: queremos determinar hasta dónde puede llegar la caída, porque, en nuestra opinión, ahora lo importante es detectar el suelo de las bolsas y el timing de entrada.

Como estamos en un mercado, el primer motivo para que detenga su caída es el precio. El que huye no se fija a qué precio vende, pero el que tiene la cabeza fría porque su trabajo es invertir o asesorar a sus clientes sí que se fija. Y los precios empiezan a ser atractivos.

Por poner algún ejemplo, ahora mismo cinco de los mayores bancos europeos cotizan a un PER de cinco veces, algo que no se había visto en 50 años. Y el Eurostoxx 600 ofrece una rentabilidad por dividendo del 4 %, que es también históricamente alta. El PER de dicho índice está ya por debajo de 12, es decir, por debajo de la media histórica.

**Los compradores no son tontos. Esperan a que venda todo aquel que vende porque no puede dormir tranquilo y está deseando salir a cualquier precio. Es la fase de "ausencia de papel".**

Si nos vamos a EE. UU., el sector NO tecnológico del mercado cotiza por debajo de la media histórica y la tecnología, al ritmo al que está cayendo el NASDAQ, se está acercando a esa media. Pero no insistiremos en las valoraciones porque las tratamos de forma un poco más amplia en otro capítulo de este Cuaderno.

El caso es que los compradores no son tontos. Esperan a que venda todo aquel que vende porque no puede dormir tranquilo y está deseando salir a cualquier precio. Lo que nos lleva a un segundo motivo de rebote: la ausencia de papel.

Llegado un momento, solo quedan los inversores que tienen valores o fondos como inversión con una visión de medio y largo plazo. Es su patrimonio financiero y salvo que sea realmente necesario, no están por la labor de malvender en medio del pánico. Prefieren esperar a que se tranquilicen las cosas. Y es ahí cuando empieza a disminuir el número de vendedores y, aunque tampoco haya muchos compradores, habiendo poco papel (vendedores), suben las cotizaciones. Es lo que se denomina “rebote por ausencia de papel”, y una de las formas de reconocerlo es que en las caídas el volumen de negociación es mucho más bajo que el que había en las caídas previas.

**El rebote suele producirse por una conjunción de factores: capitulación, noticia que sorprende positivamente al mercado, dudas, y, finalmente, temor a perderse la subida.**

Otro motivo por el que el mercado puede detener su “sálvese quien pueda” es que aquello que lo motivó cambie. Lo que ha sacado al mercado de sus casillas es el cambio de política monetaria de la Reserva Federal de los Estados Unidos. La invasión de Ucrania también, pero eso fue más al principio. Lo que de verdad asusta al mercado ahora es que, por temor a la inflación, la Fed se pase de frenada y nos lleve a una fuerte recesión.

Pero supongamos que la inflación empieza a moderarse. Como todo el mundo espera que empeore —o que se quede donde está—, un dato mejor de lo esperado sería un cambio muy importante, precisamente porque casi nadie se lo espera. Además, coincidiría con el momento “ausencia de papel” descrito anteriormente. En el caso europeo también valdría una buena noticia desde el frente de Ucrania, como, por ejemplo, el inicio de negociaciones de paz.

Otro motivo de rebote es lo que podríamos resumir en “Ah, pero no...”, es decir, “¿Ah, pero no venía una fuerte recesión?” (y resulta que no ha venido) o “anda, pero si resulta que las empresas ganan más de lo que previeron los analistas”. En resumen, que aquello que esperan medios y redes sociales no se materialice. Entonces se produce el efecto sorpresa y el rebote al alza.

Recordemos que ahora mismo todos los inversores, analistas, medios y redes sociales son 100 % bajistas a medio y largo plazo. Si el mercado empezara a marcar un suelo claro y surgieran noticias positivas en relación con la inflación o la temida recesión, la sorpresa sería mayúscula.

Normalmente, el rebote suele producirse por una conjunción de todo lo anterior: capitulación —todos los que venden por miedo se retiran del mercado—, ausencia de papel —los que se quedan no quieren malvender o miran a medio y largo plazo—, noticia positiva que sorprende al mercado, dudas y, finalmente, temor a quedarse fuera si se vuelve a la tendencia alcista. Es el “mix” que irá creando el fondo del mercado y al que quienes hemos recomendado acumular liquidez antes de la caída —para ir de rebajas— tendremos que estar atentos.

No se puede saber cuándo rebotará un mercado, pero sabemos qué cosas suelen ocurrir para que esto se produzca. Suelen ser las enumeradas anteriormente. Tenerlas claras es la clave para incorporarse a tiempo al mercado en el caso de que finalice la corrección.

También es muy importante diferenciar el tipo de suelo y de rebote que puede haber para elegir los productos adecuados en cada situación. No es lo mismo que el suelo se establezca por una cuestión de precio que si se produce un fuerte rebote por una noticia positiva que coja totalmente descolocado al mercado.

Y también depende del tipo de noticia: si es relativa a la inflación en EE. UU. no es lo mismo que si es una noticia positiva relativa a la guerra de Ucrania. Por eso se trata de identificar los posibles motivos para un rebote, pero también el tipo de fondos adecuados para volver a la renta variable si uno estuvo bien aconsejado y le recomendaron acumular liquidez para luego aprovechar las rebajas.

## Renta variable

# ¿Podría equivocarse el consenso y que se retome la tendencia alcista?

**Y**a saben ustedes la importancia que le doy al consenso como indicador, tanto al de los analistas como al de los inversores. Pero como indicador contrario, es decir, para tomarse en serio la posibilidad de hacer justo lo contrario de lo que hace el consenso.

Y no lo digo por soberbia, de hecho yo muchas veces coincido con el consenso, aunque también es cierto que es cuando más veces me he equivocado. Lo digo por una cuestión puramente estadística y empírica: si el consenso de analistas acertara más que se equivocara, la mayoría de los analistas serían ricos. Y les puedo asegurar que no es el caso.

En cuanto a los inversores, la mayoría suele comprar cuando hay que vender y vende cuando hay que comprar. Por eso una de las misiones del asesor financiero consiste en ayudar al inversor a evitar seguir ciegamente al consenso (y explicarle bien los motivos).

Esto no significa que siempre se acierte yendo contra el consenso, si no

sería muy fácil ganar dinero en los mercados, y no lo es. Significa que no se pueden descartar de entrada las opciones que se salen de lo que dice el consenso. Y que hay que decidir en base a un análisis riguroso de cada situación.

Vamos pues a ver si es posible que lo que ahora asume el consenso pudiera ocurrir de manera diferente a la que espera dicha mayoría de inversores y analistas.

► *El consenso dice que vamos hacia una larga recesión, provocada por la subida de los tipos de interés en EE. UU.*

Es un hecho que los tipos de interés están subiendo y que van a seguir haciéndolo. Pero ¿podemos dar por hecho que la inflación no va a bajar? (como consecuencia de dicha subida de tipos). Tengamos en cuenta que los tipos de interés llevan subiendo muchos meses, puesto que la agresividad verbal de la Reserva Federal ha provocado una subida muy fuerte en el tipo de interés de los bonos, que son los que establecen las condiciones de crédito en

**Las condiciones de financiación de la economía USA solo han estado peor en la crisis de 2008. No se puede descartar que una situación crediticia tan restrictiva baje el nivel de inflación.**

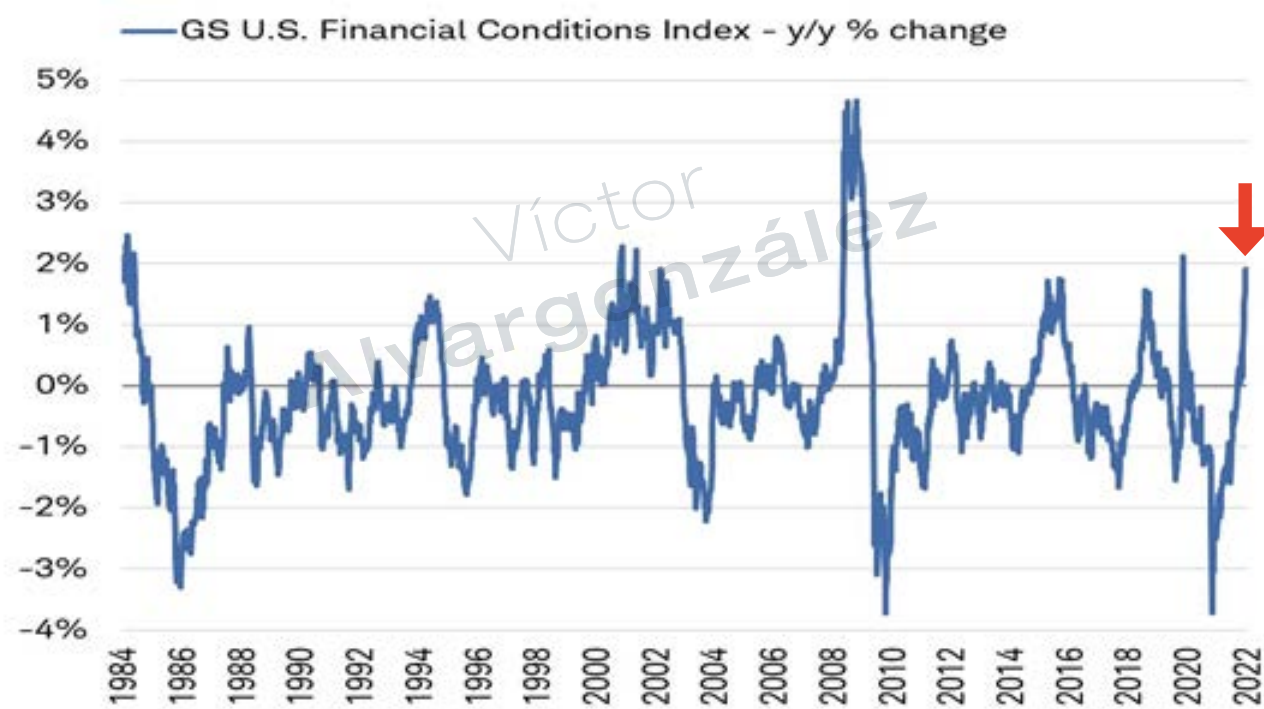


los plazos medios y largos. Y encima ahora se unen las subidas de los tipos a corto que realiza la propia Fed.

El resultado es que las llamadas “condiciones de financiación” —o financieras— de la economía norteamericana se han vuelto mucho más restrictivas. Solo fueron

más restrictivas en la crisis financiera del año 2008, que ya es decir. Lo vemos en el gráfico número 1 (el dato es un compendio de indicadores donde los tipos de interés de corto y medio plazo, tanto en créditos al consumo como hipotecarios o empresariales, juegan un papel muy importante).

**Gráfico n.º 1: Las condiciones financieras / crediticias actuales en EE. UU.**



Fuente: Charles Schwab - Bloomberg

¿Y si funciona? ¿Y si la Fed es capaz de enfriar la economía norteamericana lo suficiente como para que baje la demanda y se moderasen los precios?, ¿y hacerlo sin necesidad de llevarla a una larga y penosa recesión? No sabemos la respues-

ta, pero sí sabemos que no es algo que debamos descartar porque lo descarte el consenso.

Porque otra cuestión que podría no estar percibiendo el consenso es la perspec-

tiva histórica. Se habla de tipos de 2,50 % o 3 % como si nunca hubieran existido, dando por supuesto que pueden descartar cualquier posibilidad de crecimiento en la economía norteamericana. Pero esto choca con la realidad estadística: la economía americana ha sido capaz de crecer con tipos del 2,50 % y del 3 % en multitud de ocasiones.

No estamos diciendo que lo anterior tenga por qué ocurrir. Es pronto para saberlo. Pero no podemos descartar que pueda hacerlo. Debemos mantener la cabeza fría y contemplar todas las posibilidades.

► *Según el consenso, los gráficos indican que hemos entrado en una tendencia bajista de larga duración.*

No es cierto. Al menos de momento. Si en algo estamos, es todavía en una tendencia alcista de larga duración. Solo tenemos que ver el gráfico número 2. La línea verde es la línea de tendencia alcista de largo plazo correctamente dibujada. ¿Que puede romperse a la baja? Por supuesto. ¿Que ya lo ha hecho? No, no lo ha hecho.

**Gráfico n.º 2: El SP 500 desde que se inició la actual tendencia alcista de largo plazo.**



Fuente: Macrotrends

Otra cosa que se hace mucho ahora en las redes es dibujar todo tipo de proyecciones en base a la situación actual. Y como el consenso es bajista, se proyectan escenarios bajistas: se añade una flecha hacia abajo en el gráfico bursátil que se esté utilizando, de forma totalmente arbitraria, exactamente igual que se podría dibujar una flecha hacia arriba.

Solo a modo de ejemplo de lo fácil que

es manipular situaciones anteriores en la dirección deseada, también podríamos utilizar la del gráfico número 3, que nos muestra cómo el movimiento del SP 500 es clavado al que hizo en el periodo 2010-2011. Donde además se muestra un suelo bastante sólido en el nivel 4.100 del SP 500, aunque obviamente cualquier suelo es susceptible de ser roto a la baja si se producen las circunstancias negativas adecuadas.

**Gráfico n.º 3: Similitudes entre el periodo 2010-2011 y el actual.**



Fuente: Optima & All Star Charts - via @MorningstarES

Nosotros no le damos validez ni a los gráficos que proyectan en base a experiencias negativas anteriores, ni a las positivas. Cada momento es diferente y los mercados se moverán en función de lo que pueda ocurrir en el futuro.

► *El consenso tiene claro que no habrá un acuerdo de paz en Ucrania.*

Si el consenso de analistas pensara que puede haber un acuerdo de paz, estaría recomendando comprar acciones europeas. Y lo mismo estarían haciendo los inversores. Obviamente no es el caso. Lo que descuentan las cotizaciones actuales es una larga recesión en Europa, como consecuencia de unas sanciones cuyo efecto rebote está siendo tan duro en la eurozona como en Rusia. Esto último es cierto, pero en cambio no podemos asegurar que se vaya a producir esa larga recesión.

Si se iniciara algún tipo de negociación, lo primero que pondría Rusia sobre la mesa sería la relajación de algunas sanciones. Desaparecería el que actualmente es el principal factor inflacionista en Europa, que es a quien de verdad le afectan las sanciones impuestas a Rusia, cosa que no le ocurre a Estados Unidos.

**Si hubiera negociación se moderaría el principal factor inflacionista actual en Europa, que son las sanciones a Rusia, ya que el mercado descontaría una futura relajación de las mismas.**

Estando como estamos de acuerdo en que el conflicto de Ucrania durará décadas y que seguramente en próximos enfrentamientos será peor, ya que para entonces Ucrania estará mejor preparada para defenderse de una invasión y Rusia para intentarlo de nuevo, aun así nos parece un tanto temerario descartar totalmente la posibilidad de que haya un acuerdo temporal. Hasta en los conflictos más largos hay periodos de tregua y negociaciones de paz.

Tarde o temprano, las partes en conflicto y, en el caso de Ucrania, quienes les apoyan, llegarán a la conclusión de que más vale un mal acuerdo que un largo enfrentamiento militar con consecuencias devastadoras, incluida una hambruna en el tercer mundo que, aparte de ser una tragedia "per se", generaría una crisis migratoria.

En un conflicto en el que lo único claro es que, hoy por hoy, ninguno puede alzarse con la victoria.

## Conclusión

Si analizamos fríamente la situación, tanto desde el punto de vista económico, financiero y de análisis técnico, llegaríamos como mínimo a la conclusión de que a medio plazo son igualmente probables los escenarios bajista y alcista.

Imaginen si le dábamos probabilidades al escenario bajista que hace ya meses que recomendamos a los inversores asesorados por **Nextep** que acumularan liquidez. Pero lo hicimos más con la intención de “ir de rebajas” aprovechando la corrección que porque pensáramos que hubiésemos finalizado la tendencia alcista de largo plazo que se inició en 2008. Y seguimos

pensando que hay más probabilidades de que finalmente salgamos de rebajas.

No queremos decir que necesariamente vaya a ocurrir, evidentemente no lo sabemos. Lo que sí sabemos es que es posible que ocurra, tanto o más como que entremos en una recesión de largo plazo o un proceso de estanflación.

## ¿Dónde estamos ahora según la teoría de la tendencia “secular”?

**H**ay una teoría, demostrada en la práctica, que establece que a muy largo plazo el SP 500 solo tiene una dirección: al alza. Es conocida como la teoría del mercado alcista “secular”.

El diccionario dice que “secular” significa “que dura un siglo o desde hace siglos”. En el caso del SP 500 serían 90 años, que es el periodo de existencia de este índice, pero si añadimos la historia previa del Dow Jones se cumpliría perfectamente la condición de “secular”.

Pero no es menos cierto que entre medias hay periodos bajistas muy largos. Y que en muchas ocasiones el

SP 500 (o el MSCI World) se ven superados por otros índices y activos. La llamada “teoría secular” sobre la dirección de los grandes índices funciona bien en el muy largo plazo, pero hay que tener mucho cuidado de pensar que todos los días van a ser verano. Porque la cruda realidad es que también existen el otoño, el invierno y la primavera.

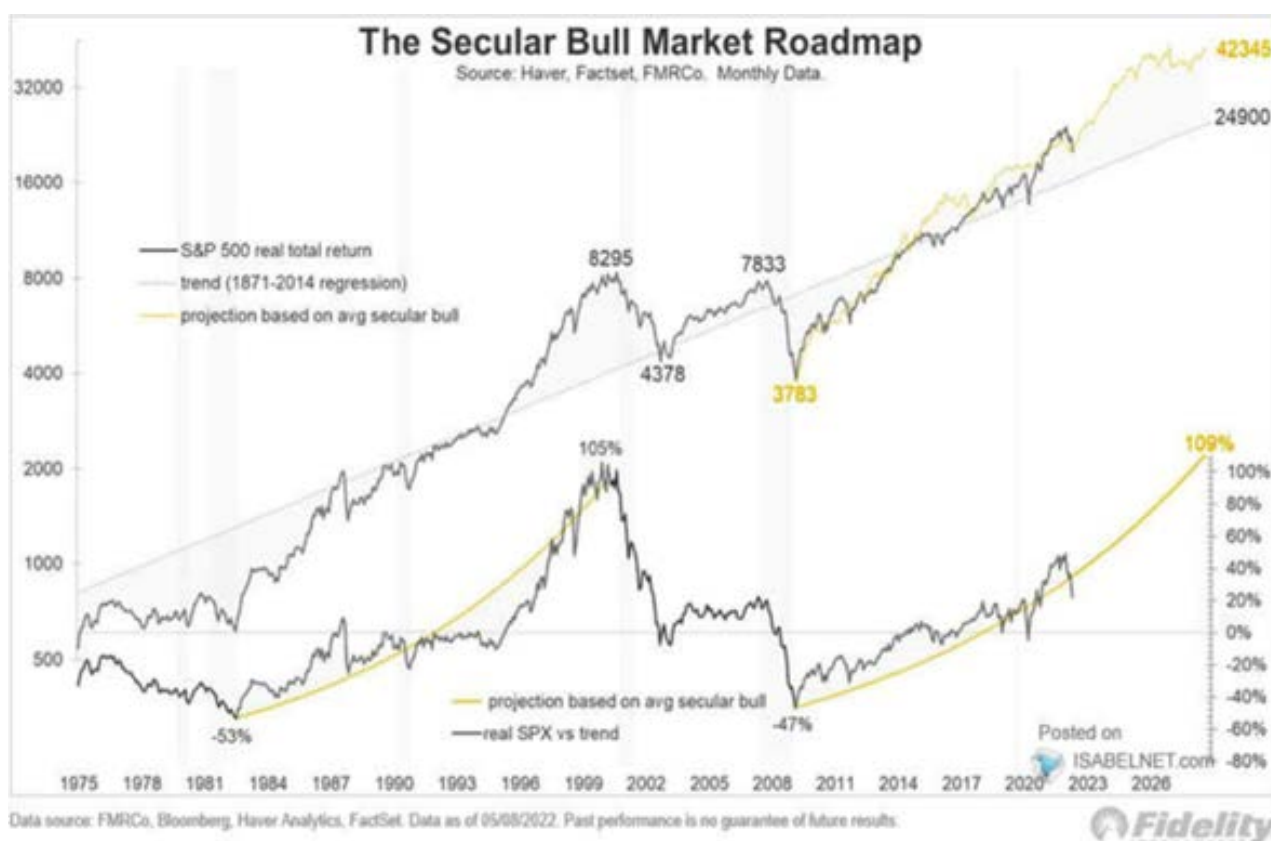
Pero hoy no vamos a analizar si es una buena idea o no “sentarse” en un gran índice y olvidarse de todo —en cuyo caso, por cierto, no tiene mucho sentido pagar una comisión de gestión de cartera—, o si es mejor realizar una gestión activa por activos, países y sectores. En esta ocasión lo que queremos es ver dónde estamos dentro de esa tendencia alcista “secular” o “natural” alcista y, sobre todo, hacia dónde podríamos ir de acuerdo con esta teoría.

**La teoría de la tendencia “secular” funciona en el muy largo plazo, pero no se debe invertir pensando que siempre será verano. También existen el otoño, el invierno y la primavera.**

Lo hacemos sobre el SP 500 porque, al final, aunque otros pueden hacerlo mejor o peor, la dirección alcista o bajista fundamental de casi todos los índices la marca el SP, como índice que representa a la

economía más importante del mundo. Y vamos a analizarlo de la mano de quien lleva mucho tiempo estudiando esta tendencia, el equipo de análisis de la gestora norteamericana Fidelity.

#### Gráfico n.º 4: La tendencia alcista “secular” del SP 500 y su proyección a futuro.



Fuente: Fidelity

La línea negra del gráfico n.º 4 representa la evolución del índice SP 500 desde el año 1975. La línea gris representa dicha evolución desde que existe el índice (unos 90 años). No es una línea de tendencia en el sentido técnico de la palabra, es simplemente una línea que define esa tendencia a muy largo plazo o “secular” del índice.

Como puede verse, el SP 500 se mueve muchas veces por debajo de lo que hace dicha tendencia secular, pero a nosotros en esta ocasión lo que nos importa es la línea gris de tendencia “secular”. Y sobre todo nos interesa la línea de color naranja del primero de los dos gráficos. Dicha línea naranja es el resultado de los cálculos efectuados por el departamento de aná-

lisis de Fidelity en base a lo ocurrido en periodos anteriores similares (los tenemos en la parte baja del gráfico).

En otras palabras, la línea naranja nos ayuda a proyectar cuál podría ser la dirección del SP 500 si se mantuviera la tendencia “secular” del índice, basándose en lo que ocurrió entre 1975 y el año 2000.

Ciertamente es algo generado en base a información del pasado y ya sabemos que rentabilidades pasadas no significan rentabilidades futuras. Pero el estudio lo ha hecho un grupo de analistas muy profesional, no alguien que se levanta una mañana y decide publicar unas cuantas

líneas de tendencia en Twitter. Y qué duda cabe que, como veremos en el gráfico número 5, la similitud entre el periodo 1975-2000 y el actual es francamente llamativa.

De hecho, lo que creo que da un soporte muy importante a la tendencia alcista en vigor es lo que vemos en el gráfico siguiente, el número 5. En él observamos como desde el año 1930 se han producido tres mercados alcistas de muy largo plazo y muy potentes. El último sería el actual, que se inicia en 2010, tras la gran crisis financiera. Y, entremedias, hay tres periodos bajistas o laterales igualmente largos. Son los que aparecen en recuadros.

**Gráfico nº 5: Superciclos bursátiles alcistas y periodos bajistas o laterales intermedios.**



Fuente: BofA Global Research - Bloomberg

La conclusión sería que hay bastantes probabilidades de que el mercado alcista de largo plazo actual —“superciclo” bursátil alcista en mi terminología, ver “Cuaderno de Mercado” n.º 10, de diciembre de 2017—, tenga todavía recorrido. Especialmente porque, como puede observarse en los anteriores, las correcciones intermedias “limpian” el mercado y permiten que el periodo alcista sea más largo.

Además y como puede verse, un mercado alcista “secular” suele romperse cuando lleva un largo periodo de subidas ininterrumpidas, que suele acabar en el típico periodo de euforia en el que todo el mundo se cree un genio de las finanzas. Y ahora mismo no es el caso. Más bien al contrario: casi todo el mundo piensa que la bolsa ya no va a subir nunca más.

Finalmente, y aunque sea un argumento poco científico, jamás se ha producido un mercado alcista o bajista de larga duración que haya sido detectado previamente por el 100 % de los medios, analistas, asesores y los gestores. Y actualmente

todos ellos dicen que vamos a dicho mercado bajista de largo plazo.

Cosa distinta es que ajusten sus carteras a lo que dicen sus palabras. Es una práctica muy habitual jugar a las dos posibilidades para así poder siempre cantar victoria. Decir que va a caer el mercado pero mantener posiciones en renta variable y así sicae poder decir que se ha dicho y si sube poder mostrar resultados positivos en las carteras o fondos gestionados. Pero lo que está claro es que a día de hoy, al menos de palabra, casi todos son bajistas.

Nosotros concluimos con algo parecido al capítulo anterior: hay que tener la mente abierta y basarnos en datos y realidades, no solo en el movimiento de la manada. No podemos ni debemos descartar la posibilidad de una vuelta a la tendencia alcista, igual que tampoco podemos descartar que haya finalizado el mercado alcista. Como se dice en el fútbol, el partido está totalmente abierto.

**Hay que estar preparados para cualquier escenario, porque, como se dice en el fútbol, ahora mismo el partido está totalmente abierto.**



## Las bolsas harán lo contrario de lo que haga este gráfico

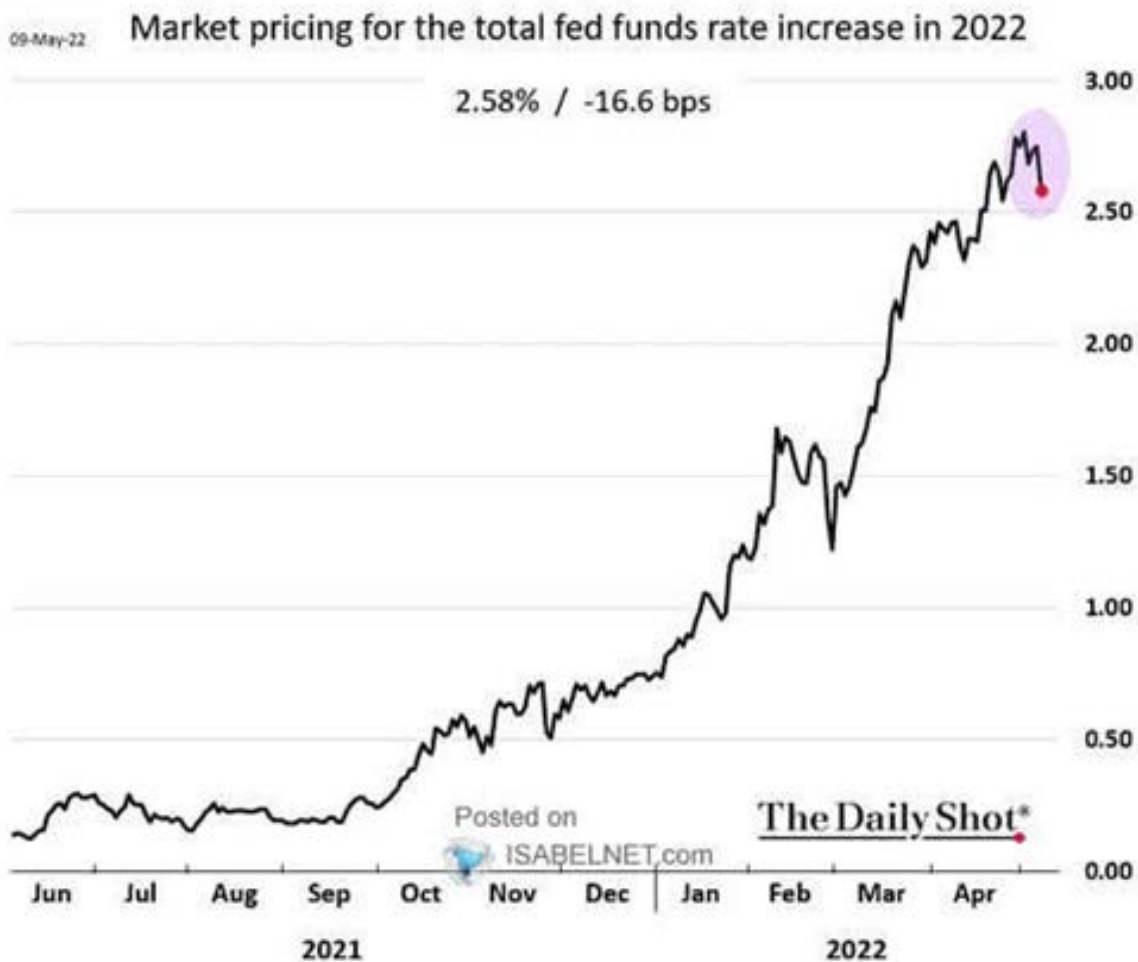
En capítulos anteriores hemos hablado de posibilidades y proyecciones. Ahora vamos

con algo que es casi seguro que ocurrirá: la reacción que tendrán las bolsas en

función de las expectativas que tenga el mercado respecto a la subida de tipos de interés en vigor en los EE. UU.

En el gráfico número 6 vemos cuáles son las expectativas de subidas de tipos de interés por parte del mercado de aquí a final de año.

Gráfico n.º 6: Expectativas del mercado sobre donde acabarán los tipos de interés en 2022



Fuente: Isabelnet.com vía The Daily Shot

Si nos fijamos en el gráfico, la línea ha ido subiendo al mismo ritmo que han ido bajando y corrigiendo las bolsas. Y cuando estas expectativas de subidas de tipos se han moderado, las bolsas han tenido un cierto repunte, como ha ocurrido recientemente.

Esto se llama técnicamente correlación negativa, y va a seguir funcionando. En otras palabras, en la medida en que veamos que se forman techos —y todavía mejor cambios de tendencia— en la evolución de la línea del gráfico número 6, la bolsa hará lo mismo pero a la inversa, es decir, formará suelos y, si decaen las expectativas de subidas de tipos, tenderá al alza.

**La bolsa hará exactamente lo contrario de lo que hagan las expectativas de evolución de los tipos de interés de corto-medio plazo en Estados Unidos.**

Todo dependerá de cuáles sean los datos de inflación que vayan publicándose. Será muy importante interpretar adecuadamente los indicadores adelantados sobre el futuro nivel de inflación. Desde luego en [Nextep](#) le damos máxima prioridad a estos indicadores y a tratar de predecir con dicha información el tipo de inflación que nos espera. Porque esto va a definir la evolución del gráfico número 6 y la bolsa hará exactamente lo contrario que haga este gráfico.

## Un repaso a los precios (y no son malas noticias)

Después de tanto análisis técnico, no viene mal volver a las “esencias”, es decir, al análisis fundamental. Mi opinión es que son complementarios, no antagónicos. El análisis técnico dice cuándo, el análisis fundamental dice qué (comprar o vender).

Nos limitaremos a un repaso rápido del ratio de valoración más habitual, el PER, de los dos mercados más importantes, el norteamericano y el europeo, respecto a la media histórica. En el gráfico n.º 7 aparecen los últimos 18 años, pero la media es la histórica.

**Gráfico n.º 7: PER europeo y norteamericano y su media.**



Fuente: Bloomberg

La imagen no deja lugar a la duda: los precios de las acciones están ya por debajo de la media histórica en el caso europeo —gráfico de arriba— y ligeramente por encima, pero muy cerca de la media, en el caso norteamericano (gráfico de abajo). Y si en este último quitáramos la tecnología, sobre todo las grandes empresas tecnológicas que suponen casi el 50 % del índice, el ratio de valoración sería mucho más bajo. Y estaría claramente por debajo de la media.

Evidentemente este cálculo perdería valor si entráramos en una larga recesión que redujera los ingresos y los beneficios de las

compañías, pero, insistimos: de momento todas las proyecciones de crecimiento apuntan a un crecimiento leve o moderado, pero no a una recesión durante los próximos 12 meses (lo cual no significa que no pueda haber algún trimestre negativo).

Una recesión leve no modificaría significativamente las estimaciones de beneficio de los analistas y por lo tanto estaríamos en precios muy razonables y en muchos casos incluso baratos. Una recesión profunda haría que estuviéramos ante una bolsa relativamente cara. Si resulta que al final no hay recesión, los mercados están francamente baratos.

## Renta fija / Pasar de bonos soberanos a "High Yield" no era una buena idea

**M**uchos inversores —muy mal asesorados, por cierto— cambiaron sus fondos de renta fija "normal" —los que invierten en deuda pública o deuda corporativa de alta calidad crediticia— por fondos que invierten en deuda corporativa de alto rendimiento, también conocida como "High Yield". Fue una muy mala idea y sigue siéndolo.

Para empezar, cuando un bono ofrece un rendimiento mayor que la deuda pública o que la deuda corporativa de buena calidad crediticia es porque implica mayor riesgo. Cuando todo va bien en los mercados no se nota, pero cuando las cosas se complican porque, por ejemplo, se teme que pueda producirse una recesión, la cosa cambia.

Si además el temor a la recesión es porque los bancos centrales han cambiado de política monetaria y han pasado de bajar los tipos de interés a subirlos, esto afecta a todos los activos de renta fija, se llamen como se llamen. Y si suben los tipos de interés,

sobre todo si suben mucho, hacen mucho daño al precio de los bonos, tal y como dijimos en su día y como ha quedado sobradamente demostrado (1).

Si además todo lo anterior coincide con el momento en el que los bancos centrales no solo dejan de comprar bonos, sino que, como ocurre con el norteamericano y ocurrirá en el futuro con el europeo, empiezan a venderlos, entonces estamos ante la tormenta perfecta para los fondos de renta fija de alto rendimiento. Porque, si bien el mercado de deuda pública es muy grande y la retirada de compras por parte de los bancos centrales hace daño pero se va absorbiendo con cierta gradualidad, en

el caso de los bonos de alto rendimiento se trata de un mercado mucho más estrecho y, al igual que cuando empezó a comprar por ejemplo el BCE se notó mucho al alza los precios, en el momento que deja de comprar el banco cen-

tral de turno se nota mucho a la baja.

**En los bonos de alto rendimiento, al tratarse de un mercado estrecho, en el momento que deja de comprar el banco central de turno se nota mucho más y caen más los precios.**

## 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 des-

de hace décadas. A finales de los 80 el bono español a 10 años ofrecía un cupón superior al 10 %. Actualmente está por encima del 2 %. De ahí el buen comportamiento que han tenido los fondos de renta fija en el periodo: bono comprado, bono que se revalorizaba al cabo de unos años. Pero ahora el margen de bajada ha desaparecido y, de hecho, los tipos de interés de los bonos están subiendo con fuerza, tal y como advertimos en su día, provocando la mayor caída en el precio de los bonos en décadas, caída que, sobre todo en el caso europeo, todavía no ha finalizado..

V́ctor  
Alvargonzález