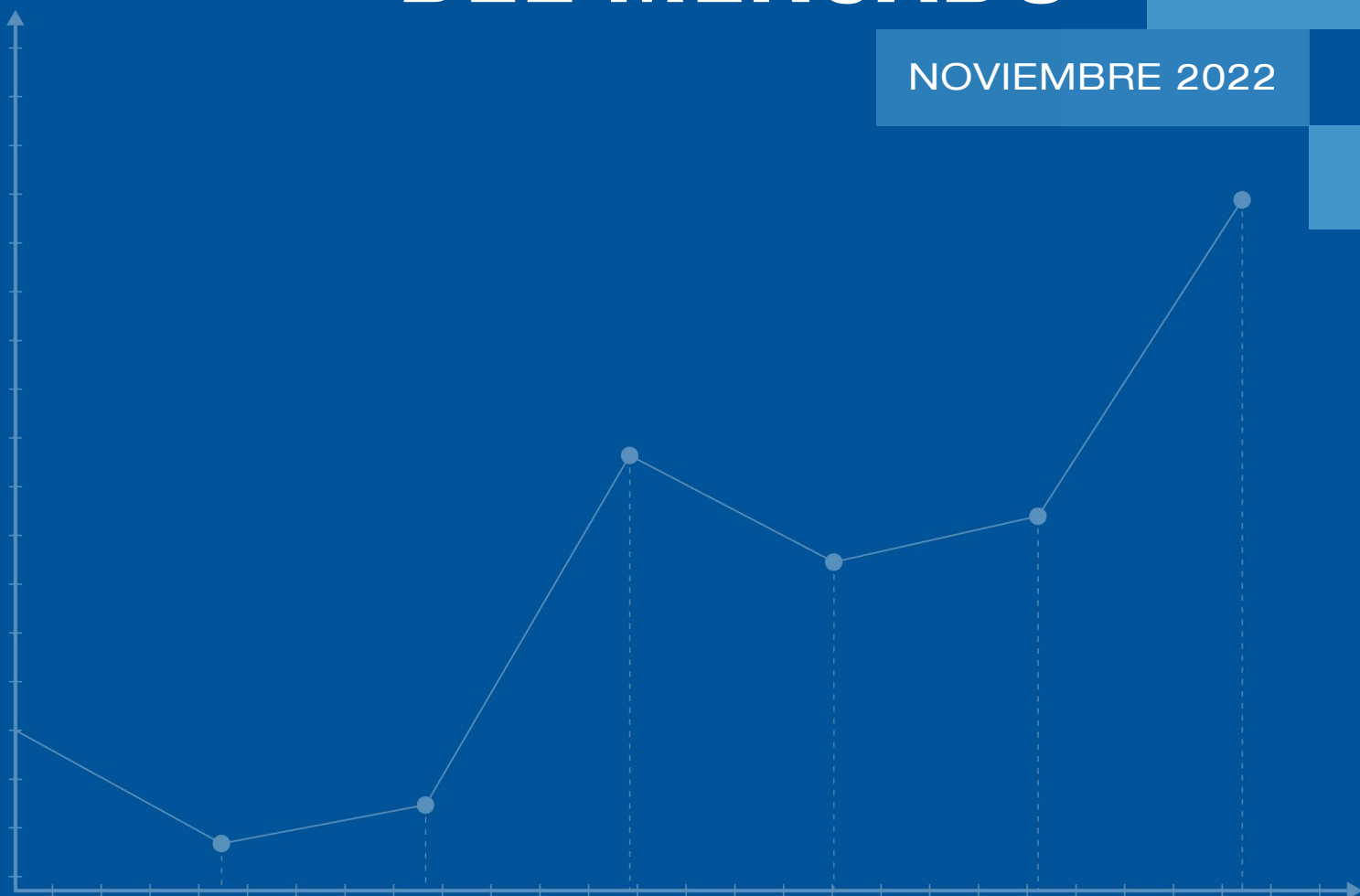


Víctor
Alvargonzález

CUADERNOS DEL MERCADO

69

NOVIEMBRE 2022



Índice

Resumen	4
Portada	
Seguimiento de las condiciones que crean un suelo en las bolsas	5
Renta variable	
La caída de las FAAMG cierra el círculo de la oportunidad bursátil	12
El nivel de S&P 500 en el que los bajistas tienen que convertirse en alcistas	13
Consecuencias de que los políticos sustituyan a los bancos centrales	16
Renta fija	
Cómo hacerse un plan de pensiones a prueba de bomba	19
Apéndice: notas y glosario de términos	22

Informe mensual de estrategia

correspondiente
al mes de
**noviembre
de 2022**

En cuadernos anteriores empezamos a analizar la posibilidad de que se fuera creando un suelo en el mercado. Estamos en el mes de noviembre y los mínimos de junio y septiembre del S&P 500 se han respetado. Esto aumenta las probabilidades de que el mercado bajista haya tocado fondo e incrementa exponencialmente la importancia de este análisis.

Acertar con el suelo de este mercado bajista va a ser la clave de la rentabilidad de las carteras para los próximos años. De ahí nuestro seguimiento casi constante de los factores de los que depende que las bolsas toquen fondo.

A continuación analizamos una serie de cuestiones importantes, como puede ser el hecho de que la caída de las cotizaciones de las empresas tecnológicas las sitúe ya en valoraciones dentro de la media histórica —habiendo estado muy sobrevaloradas durante muchos años— y lo que ocurriría si la enorme masa de inversores que están apostando contra el mercado tuviera que deshacer posiciones (si el S&P 500 superara determinados niveles).

Finalmente dedicamos un par de capítulos a los inversores de largo plazo. Primero analizamos las consecuencias de que los políticos hayan perdido todo sentido de la medida a la hora de emitir deuda, lo cual irónicamente puede ser positivo para la renta variable a corto y medio plazo. En segundo lugar vemos cómo la inflación genera una oportunidad única para hacerse un plan de pensiones rentable a la vez que seguro, lo cual no suele ser fácil.

En estos “Cuadernos” les damos ideas, en 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 y el timing adecuado para comprarlos y venderlos (la legislación española establece que el asesoramiento personalizado deben realizarlo entidades registradas en la CNMV, como Nextep Asesores Financieros EAF, registrada con el número 226).

El asesoramiento de **Nextep** se realiza **sin necesidad de que tenga usted 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,



victoralvagonzalez.com
info@victoralvagonzalez.com

Víctor Alvargonzález

Resumen

Aumentan las probabilidades de que las bolsas tocan fondo en los mínimos de junio y septiembre. Pero aún queda algún cabo suelto.

Aunque no hubieran tocado fondo, hay que "picotear". Está demostrada la alta rentabilidad que se obtiene tras una caída superior al 20 % (como es el caso).

Hace un año lo difícil era encontrar sectores baratos. Tras la última caída están en precio hasta las grandes tecnológicas. Y muy barato el resto del mercado.

Es tal el volumen de apuestas en que la bolsa siga bajando que, si sube, uno de los motores principales de la continuidad van a ser los "cortos" cubriendo posiciones.

Hace muchos años que no se creaba una oportunidad como esta para hacerse un plan de pensiones de renta fija de máxima calidad crediticia y altos tipos de interés.

Portada

Seguimiento de las condiciones que crean un suelo en las bolsas

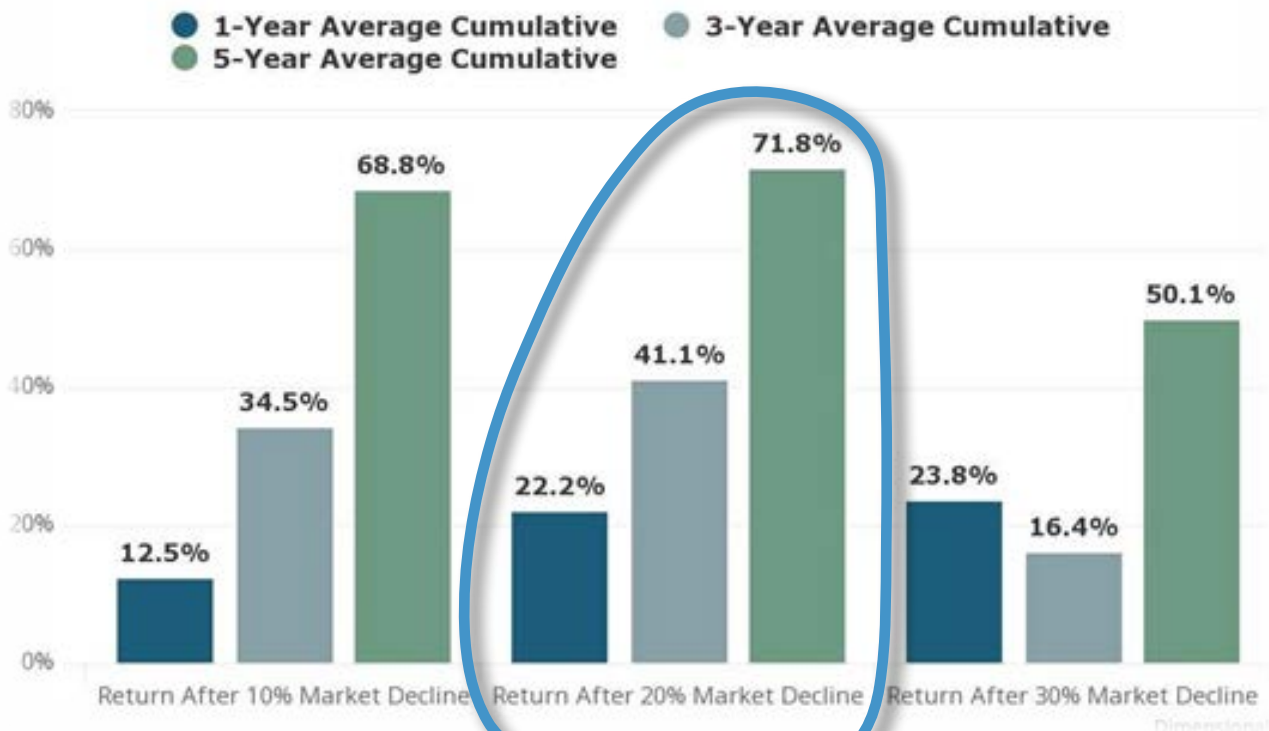
Sabemos que nos acusarán de repetitivos por insistir en la cuestión del suelo del mercado, pero también sabemos que dentro de un año nos lo agradecerán.

Porque, como también decimos a menudo, quien sea capaz de detectar el fondo de este periodo bajista y aprovecharlo

estará garantizándose la rentabilidad para los próximos tres años (si no más). Basta ver el gráfico número uno para entender cómo quien supo entrar después de una caída superior al 20 % ha hecho un gran negocio. Y el estudio es desde el año 1926, es decir, es un periodo de tiempo tan largo que la conclusión es inapelable.

Gráfico n.º 1: Rentabilidad de la bolsa norteamericana tras una caída superior al 20 %

July 1, 1926-December 31, 2021



Fuente: JP Morgan

En azul oscuro, el rendimiento 1 año después de una caída del 20 %. En gris, 3 años después, y en verde, pasados 5 años. Hemos resaltado el caso de caídas superiores al 20 %, que es la que han tenido los índices S&P 500 (EE. UU.) o el MSCI World (mundial) desde que se inició el mercado bajista actual.

Por supuesto que los mercados pueden caer más. Por eso estamos tratando de establecer el timing sobre el momento en el que puedan tocar fondo. No cabe

duda de que quien ha entrado en el mercado tras una caída superior al 20 % ha ganado mucho dinero, pero también es cierto que quien haya acompañado su entrada con el fondo del mercado y luego con el cambio de tendencia habrá hecho el movimiento perfecto. Por eso hemos establecido una serie de condiciones que entendemos que, a más se cumplan, más probabilidades tenemos de identificar el fondo de la tendencia bajista. Vamos a comprobar a continuación en qué medida se están cumpliendo.

► Pausa de la Fed



La Fed provocó el actual mercado bajista con su cambio de política monetaria (para hacer frente al incremento de la inflación), así que será

la Fed quien marque el final del ciclo bajista. Pero no hace falta que baje los tipos de interés: basta con que el mercado tenga muy claro hasta dónde piensa subirlos.

Teniendo en cuenta que los indicadores adelantados que afectan a la inflación están casi todos señalando hacia la mo-

deración de los precios, son muy altas las probabilidades de que sea esto lo que ocurra en los próximos meses, y por eso le hemos dado una probabilidad del 90 % a “la pausa de la Fed” tras la última —y potente— subida de tipos de su última reunión (0,75 %). O que reduzca significativamente el importe de la siguiente subida y luego se tome una pausa.

En la medida en la que desaparezca la incertidumbre sobre dónde se situarán los tipos de interés, desaparecerán los motivos que provocaron la caída de las bolsas.

Damos una probabilidad del 90 % a que la Fed reduzca significativamente la cuantía de las próximas subidas de tipos y de que se tome una pausa en breve.

Y eso se ve en el gráfico número dos, que muestra hasta dónde piensa el mercado que subirán los tipos de interés. Y de consolidarse ese techo se consolidaría el suelo del mercado, porque la evolución de los tipos estaría descontada, es decir, estaría ya en los precios de los activos.

Por el contrario, si las expectativas si-

guen subiendo y no se consolida un techo, la bolsa podría buscar mínimos inferiores a los de junio y septiembre.

Por el momento no podemos afirmar que este gráfico haya formado un techo, lo que, junto a la evolución de la inflación subyacente, es casi el único dato que pone en duda la formación del suelo del mercado.

Gráfico n.º 2: Expectativa de subida de los tipos de interés (tipo “terminal”)



Fuente: Bloomberg

► Que siga "desinflándose" la inflación



Es una condición necesaria. Si por algún motivo la inflación volviera a repuntar, todo lo anterior y lo

que escribamos a partir de ahora en este capítulo será papel mojado.

Afortunadamente la inflación ha iniciado la tendencia a la baja y como hemos dicho al principio la mayoría de los indicadores adelantados, incluidos ahora también los alquileres, confirman esa moderación. Por eso a las probabilidades de que la condición de que siga bajando la inflación se materialicen le otorgamos un 80 %.

► Que se detenga la subida de la inflación subyacente



Esto ya es más difícil, al menos a corto plazo. Por eso le damos una probabilidad bastante baja, en el entorno del 40 %.

La buena noticia es que a algunos meses vista esa probabilidad aumenta significativamente, digamos que a un 60%, en la misma medida en la que empiece a hacer

daño en el bolsillo de los norteamericanos el debilitamiento de la economía interna, la propia inflación y el hecho de que las empresas, asustadas por la agresividad de la reserva federal, empiecen a despedir gente y aumente el nivel de desempleo, lo que reduce la capacidad de negociación salarial de los empleados.

► Aviso del sistema financiero global



Lo hemos comentado también en varias ocasiones: una cosa es que la economía norteamericana pueda permitirse el ritmo de subida

de los tipos de interés que está aplicando la reserva federal y otra muy diferente que se lo puedan permitir el resto de economías del mundo.

El aviso viene de los mercados de bonos y de las divisas. No es solo la libra, todas las grandes divisas están bajando frente al dólar y todos los mercados de bonos están sufriendo con las subidas de tipos, lo cual podría llegar a suponer un problema también para la economía norteamericana, que al fin y a la postre no está totalmente aislada del resto del mundo.

A las probabilidades de que el sistema mande un aviso y eso ayude a que la Re-

serva Federal modere el ritmo de subida de tipos de interés le damos también un porcentaje muy alto, un 90 %, entre otras cosas porque el aviso ya ha sido lanzado.

mos vivido una capitulación espectacular. Así que a la condición de pesimismo/capitulación le damos actualmente una probabilidad de cumplimiento del 60 %.

► Máximo pesimismo/capitulación



Después de un periodo bajista suele ser condición necesaria para tocar fondo que todo el mundo sea muy pesimista y esté fuera del mercado. Como solemos decir, el consenso es un indicador contrario. Cuando todo el mundo está eufórico es cuando el mercado suele tener grandes caídas, y viceversa. Ahora todo el mundo es muy pesimista, pero también es cierto que no he-

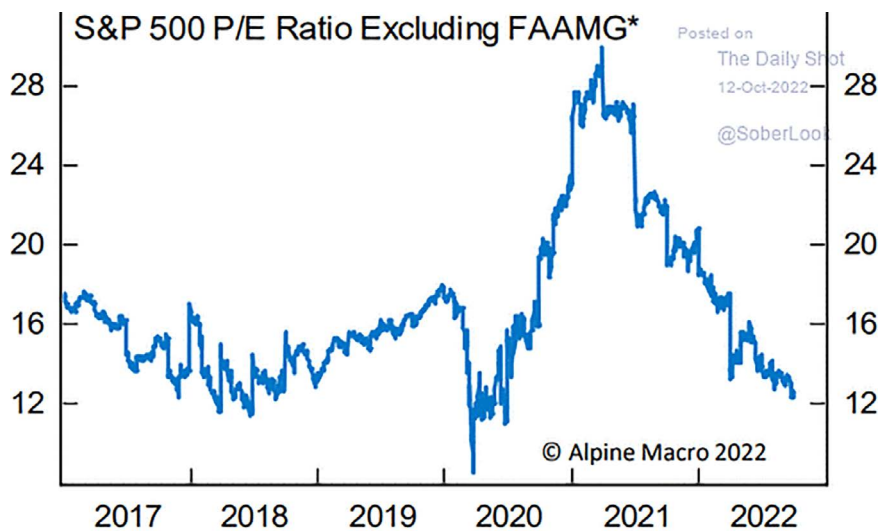
► Precios hiperatractivos



Al final siempre hay un nivel de precio que hace atractiva la compra de las acciones. Aunque no se dieran ninguna de las condiciones anteriores, llega un momento en el que los precios son tan bajos que los grandes inversores institucionales —o simplemente los más inteligentes— compran y se olvidan de todos los demás factores.

Gráfico n.º 3: PER del S&P 500 excluidas las FAAMG

Fuente: The Daily Shot



*Apple, Amazon, Microsoft, Facebook and Google (Alphabet)
Source: Alpine Macro calculation; Bloomberg Finance L.P.

Como vemos en el gráfico número 3, el PER de la bolsa norteamericana una vez eliminadas las FAAMG ya estaba por debajo de la media de los últimos 10 años, que es alrededor de 20 veces (línea azul discontinua del gráfico n.º 4). Ahora con

la caída que han tenido en el año Facebook, Alphabet, Amazon, Microsoft y, en menor medida, Apple, ya es todo el mercado USA (S&P 500) el que tiene un PER por debajo de la media de los últimos 10 años.

Gráfico n.º 4: PER del S&P 500 (*) en los últimos 10 años



(*) Calculado sobre ingresos de los últimos 12 meses

Fuente: FactSet

Tengamos también en cuenta que cuando las acciones norteamericanas han estado más baratas que ahora ha sido en circunstancias absolutamente excepcio-

nales, como puede ser la crisis de 2008 o la pandemia. Y en el caso de la pandemia, por poco tiempo.

► Resumen

Una vez tomados en cuenta los factores de los que entendemos depende la posibilidad de que el mercado haya tocado fondo entre junio y septiembre, le asignamos una probabilidad conjunta del 80 %.

Los factores que impiden que esta cifra sea del 100 % son que en el mercado todavía no haya tocado techo la expectativa de subida de tipos y que la inflación subyacente se mantiene al alza.

La estrategia a seguir es bien sencilla: si pensamos que hay un 80 % de probabilidades de que el mercado haya tocado fondo, hay que tomar ya posiciones moderadas en sectores que podrían beneficiarse de un cambio de tendencia. Pero no se puede poner toda la carne en el asador hasta

que hablemos de más del 90 %, momento a partir del cual seguramente ya estaremos viendo un cambio de tendencia.

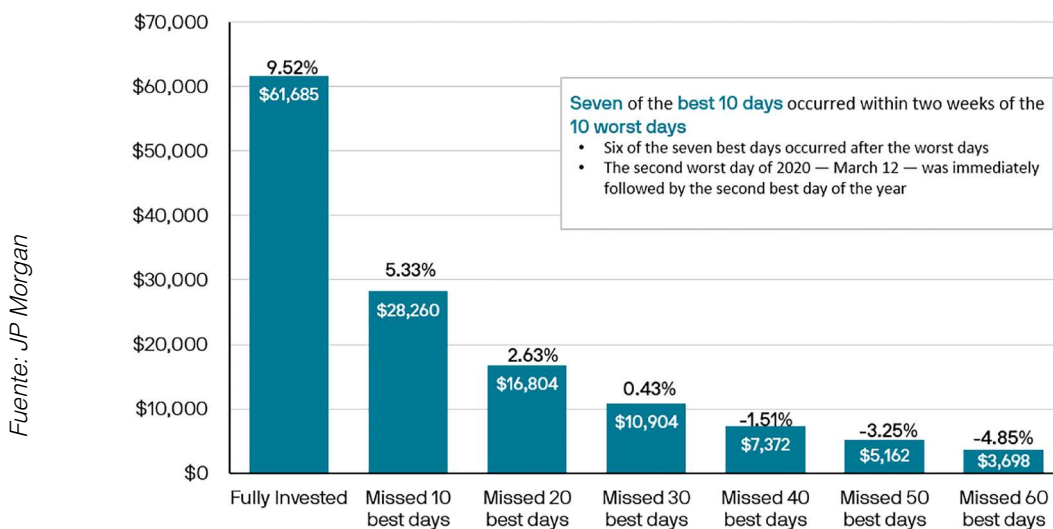
Contando por lo tanto con un peso moderado en renta variable, si el mercado cayera de nuevo por debajo de los mínimos recientes asumimos un riesgo moderado. Y si finalmente se confirmara que ha tocado fondo y cambia de tendencia, procederemos a normalizar totalmente el peso de la renta variable y la renta fija en cartera.

Para acabar, recordemos una estadística muy famosa (gráfico n.º 5). En ella se muestra que, en los últimos 20 años, siete de los mejores 10 días en cuanto a revalorización se produjeron justo después de los 10 peores. En otras palabras, quien no estaba en el mercado en el peor momento se perdió las mayores subidas.

Gráfico n.º 5: Rentabilidad de una inversión de 10.000 \$ entre enero 2002 y diciembre 2021

Returns of the S&P 500

Performance of a \$10,000 investment between January 1, 2002 and December 31, 2021



No pretendemos que ustedes tengan la valentía de estar totalmente invertidos en todo momento (barra “fully invested” del gráfico n.º 5). Prueba de ello es que, a partir de finales del mes de marzo, recomendamos a los clientes de [Nextep](#) que redujeran fuertemente el peso de la renta variable en cartera (lo cual ha reducido mucho las pérdidas este año comparadas con las que

han tenido los índices de referencia).

Pero también es cierto que después de la caída acumulada que ha tenido el mercado, estar totalmente fuera es un error, como se ha demostrado a lo largo de los años. Porque hay muchas probabilidades de que uno se pierda totalmente las 10 mayores subidas.

Renta variable

La caída de las FAAMG cierra el círculo de la oportunidad bursátil

Se ha dicho durante muchos años —y con razón— que las grandes empresas tecnológicas estaban sobrevaloradas, tanto en términos absolutos como en relación al resto del mercado. Hasta hace muy poco —y como hemos mostrado en el gráfico número 3—, el S&P 500 valorado sin las FAAMG (Facebook, ahora Meta, Amazon, Apple, Microsoft y Google, ahora Alphabet) tenía un PER de 12 veces. Pero si incluíamos las FAAMG dicha valoración aumentaba significativamente (ver gráfico n.º 4).

pero ahora el PER del S&P 500 ya está en su conjunto por debajo de la media histórica (gráfico n.º 4)

Además, cuando se valoran las empresas hay que valorar también su capacidad de crecimiento.

No queremos decir que vayamos a los excesos de otras épocas, pero empresas como Apple, Amazon, Microsoft y posiblemente Google tienen una alta

capacidad de crecimiento, porque la revolución digital no ha finalizado. Que con alta capacidad de crecimiento a medio y largo plazo tengan un PER por debajo o dentro de la media histórica las sitúa en el terreno de precio atractivo.

Finalmente las grandes tecnológicas capitularon. Ahora el PER del S&P 500 ya está en su conjunto por debajo de la media histórica. Y muy por debajo si se quitan las FAAMG.

Finalmente llegó el día en el que las grandes tecnológicas capitularon. Unas lo hicieron antes, otras más recientemente,

En los mercados existe también una clasificación para las empresas más importantes, sólidas, que venden en el mundo entero y, en muchos casos, tienen mercados cautivos. Son las llamadas Blue Chips. No suelen ser empresas tecnológicas, pero actualmente hay empresas tecnológicas que ya se pueden considerar como tales, como pueden ser las citadas anteriormente. Y lógicamente por las acciones de las Blue Chips se suele pagar una prima.

En resumen, considerando la capacidad de crecimiento de, si no todas, muchas de las gran-

Considerando la capacidad de crecimiento de muchas de las grandes empresas tecnológicas y que ya son "Blue Chips", sus precios actuales se pueden considerar atractivos.

des empresas tecnológicas, y considerando asimismo que ya se las puede calificar como Blue Chips, el castigo recibido a lo largo de este año las ha situado en precios que, en muchos casos, se pueden considerar atractivos.

Si a esto añadimos que el resto del mercado está claramente por debajo de la media histórica en lo que a valoración por PER se refiere, la oportunidad que representa el mercado norteamericano es cada vez más clara, ahora que ya no se puede decir que las tecnológicas estén sobrevaloradas.

El nivel de S&P 500 en el que los bajistas tienen que convertirse en alcistas

norteamericana—, se convertirían, muy a su pesar, en alcistas (en lugar de bajistas).

Hay un nivel del índice S&P 500 que, si fuera sobrepasado, una enorme cantidad de inversores que están apostando contra el mercado, es decir, con posiciones que ganan si siguieran bajando las bolsas —en este caso la

Pero vayamos por partes: ¿a qué nos referimos con apostar contra el mercado? A que en los mercados se puede invertir tanto con la expectativa de que suban como de que bajen, ya sea la bolsa o cualquier otro activo financiero. Es solo cuestión de utilizar el producto adecuado. Por ejemplo, nuestros clientes conocen muy bien cómo se invierte contra el precio de los bonos, puesto que durante muchos meses recomendamos fondos y ETF inversos de renta fija, que ganaban cuando bajaba el precio de los bonos (1).

Lo mismo se puede hacer con la bolsa. Pero hay un problema con ponerse cortos y es que el activo contra el que se apuesta, en lugar de bajar, suba. En ese caso quien tiene posiciones “cortas” —que es como se denomina a apostar contra un activo— empieza a tener pérdidas, ante las cuales o bien puede quedarse quieto y asumirlas o bien cerrar la posición.

En el caso de la inversión “larga”, cerrar la posición significa normalmente vender un valor que tienes, pero cuando se apuesta contra el mercado y se tiene una posición corta, se está “vendiendo” un valor que no se tiene. Se toma prestado para poder venderlo y llevarte la diferencia si luego lo recompras más barato. Pero si sube la bolsa, a más sube, más te cuesta

comprar ese título que no tienes y que necesitas para deshacer la posición.

Es un galimatías, pero quédense con lo importante: la inmensa cantidad de operaciones “cortas” que hay en el mercado tienen pérdidas si la bolsa subiera y puede llegar un momento en el que tengan que comprar para cubrir esas pérdidas y deshacer.

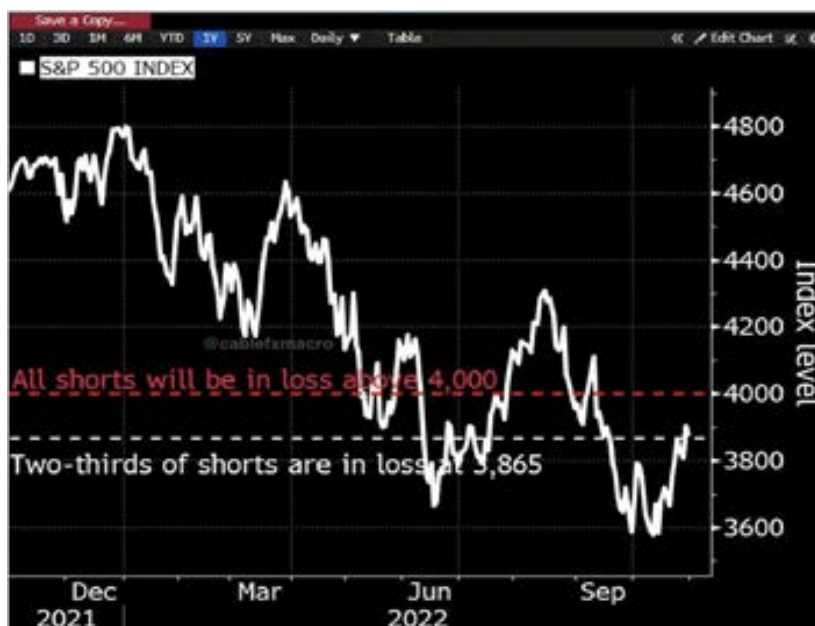
Hay un nivel del S&P 500 que, si fuera sobrepasado, una enorme cantidad de inversores que están apostando contra el mercado se convertirían muy a su pesar en alcistas.

Ese momento está cuantificado. De acuerdo con el banco Citi, si el S&P 500 superara los 3.870 puntos, 2/3 de esas posiciones cortas entrarían en pérdidas. Si superara los 4.000 puntos, serían todas las posiciones

cortas las que entrarían en pérdidas. Lo vemos en el gráfico n.º 6.

Gráfico n.º 6: Dónde entran en pérdidas los inversores con posiciones cortas

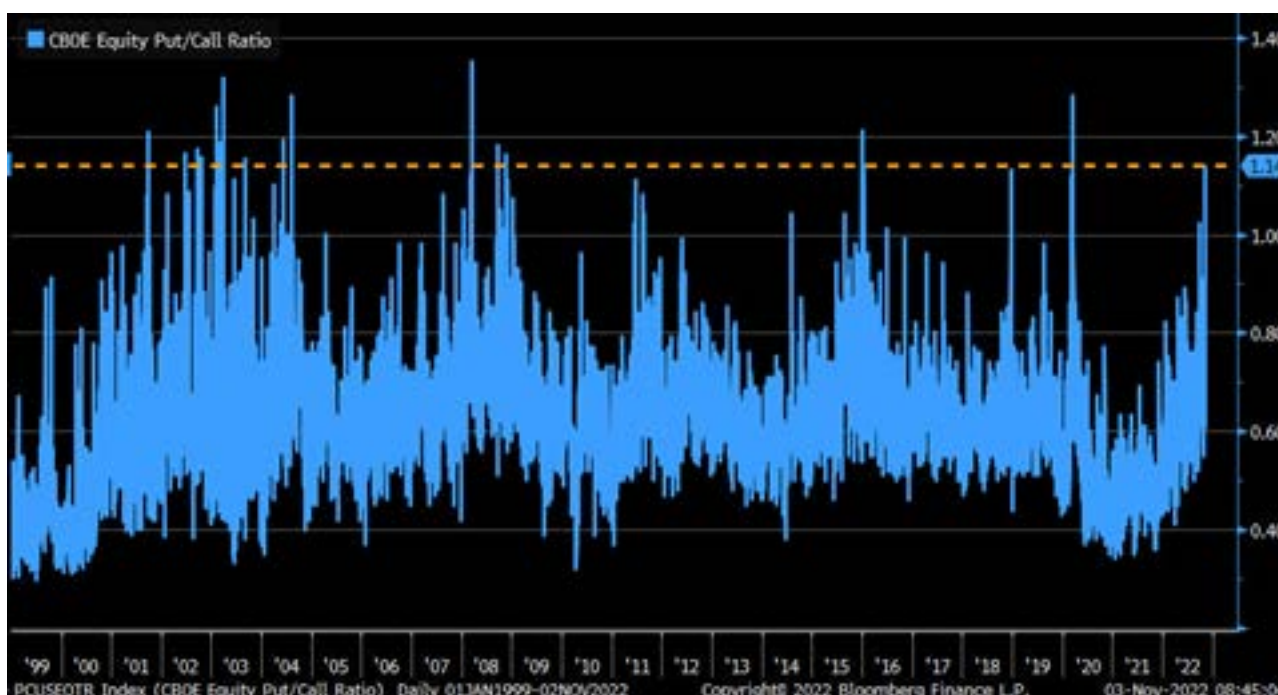
Fuente: Bloomberg - Citi



En cuanto a lo que hemos comentado de que las posiciones bajistas son históricamente altas, en el gráfico número 7 vemos que estamos a niveles de la pan-

demia y no muy lejos de los que había en 2008. Conviene recordar que en ambos casos el mercado subió en meses y años siguientes.

Gráfico n.º 7: Ratio “Put Call” del mercado de derivados de Chicago



Fuente: Bloomberg

Con esto no queremos decir que el S&P 500 vaya a alcanzar en breve los 4.000 puntos o algo así, sino que, si ocurriera, desencadenaría una reacción en cadena que probablemente provocaría una subida considerable del índice.

Irónicamente no sería porque los inversores lo vean clarísimo y estén muy optimistas, sino porque los pesimistas estarían perdiendo mucho dinero y ten-

drían que actuar para cortar sus pérdidas. Cosas de los mercados.

Lo que sí es cierto es que desde fuera lo que se ve es que el índice sube y puede generar la segunda fase, que es la del efecto FOMO, que viene del inglés “Fear of Missing Out”), que en los mercados podría traducirse como “miedo a quedarse fuera”.

No hay que olvidarse de este nivel del S&P 500: 4.000 puntos. Si se alcanzara podría cambiar la dirección del mercado.

Consecuencias de que los políticos sustituyan a los bancos centrales

Los políticos han visto que no pueden apretar más a los banqueros centrales para que sigan fabricando dinero —que era la fórmula para solucionar

cualquier problema—, así que han descubierto otra fórmula infalible: fabricarlo ellos. O más que descubrirla —porque hace tiempo que la descubrieron— han descubierto que puede dar mucho más de sí.

Como todas las ideas “brillantes” (es ironía), esta es muy simple: los gobiernos no pueden fabricar dinero, pero pueden pedirlo a crédito. En lugar de fabricar dinero, pueden fabricar bonos y cambiarlos por dinero. Ya lo sabían, pero se han dado cuenta de que, con un buen relato detrás y un buen aparato de propaganda, pueden estirar mucho más el chicle que sus antecesores.

Todo el mundo sabe que la deuda pública española o de cualquier otro país de la Unión Europea no hace más que aumentar desde hace años. Y nadie se queja. Y como los políticos han comprobado que el mercado parece no tener problema en comprar toda la deuda que emiten, ancha es Castilla.

Así que ya están armando el relato que permita ampliar la máquina de fabricar deuda. Por eso ahora se habla tanto de “mutualizar” la deuda, de emisiones “conjuntas”, etc. Por ejemplo: España, por sí sola, no puede pretender alcanzar el ratio Deuda Pública / PIB de Japón (230 %). Pero si la deuda española se empaqueta junto con la del resto de la Unión Europea, la cosa cambia. O por lo menos esa es la idea.

El problema es que este sistema ya se utilizó con las famosas “subprime” y la cosa acabó fatal. Se empaquetaban créditos hipotecarios de buena calidad con créditos que jamás se recuperarían y se vendía el paquete como un solo crédito. Y efectivamente, se vendía, porque el paquete tenía como calidad crediticia la media del conjunto. Hasta que alguien se dio cuenta de que no es exactamente así. Si la parte de baja calidad crediticia se manifestaba incobrable, el valor de esa parte era cero y había que detraer lo del conjunto. Eso significaba que si 1/3 del paquete era de ínfima calidad crediticia el conjunto perdía un 30 % de su valor.

Otra pequeña “laguna” de este planteamiento de endeudarse como si no hubiera un mañana es que el avalista y emisor de mayor calidad ha decidido ahora que por qué no se va a endeudar él también. Si los alemanes están avalando a los españoles

Los gobiernos no pueden fabricar dinero, pero pueden pedirlo a crédito. Pueden fabricar bonos y cambiarlos por dinero. Llevan tiempo haciéndolo, ahora lo harán más.

para que puedan disparar el techo del gasto hasta límites estratosféricos, ¿por qué no lo van a hacer ellos, que encima son los avalistas?

Surge la pregunta de cómo es posible que los alemanes hayan abandonado la disciplina fiscal. La respuesta fácil sería el cambio político en Alemania, pero hay algo más: la pandemia ha mostrado a los políticos la fórmula para que la ciudadanía acepte cualquier tipo de endeudamiento. Se llama “extrema necesidad”.

La pandemia creó un estado real de extrema necesidad. Había que emitir deuda para evitar que la economía mundial se derrumbara como consecuencia de los confinamientos. Puede haber matices, pero nadie puede estar frontalmente en contra de esa decisión. Y si, además de financiar acciones positivas como los ERE se va a crear actividad económica con inversiones que ayudan a proteger el medio ambiente —otra cosa es que vaya a ser cierto—, pues obviamente este endeudamiento no genera oposición alguna.

Luego llega la invasión rusa de Ucrania, una agresión que se salta todas las reglas del derecho internacional, lo cual evidentemente justifica medidas contundentes contra el que se ha saltado las reglas y para apoyar al agredido.

Ahora bien, surgen dudas razonables respecto a la forma en la que se ha enfrentado el problema en términos económicos. Si los políticos no tuvieran tanta facilidad para endeudarse, probablemente hubieran tenido más cuidado y hubieran aplicado las sanciones de forma gradual, para dar así tiempo a la economía europea a prepararse para amortiguar el efecto rebote de las mismas. Al poner el carro antes que los bueyes, crean un gran problema que a su vez justifica la calificación de “extrema necesidad”. Así no se mira el dinero ni las consecuencias. Y como la intención es buena y moralmente justificable, ¿quién lo va a criticar?

Así, el camino para generar dinero por la vía del aumento masivo de la deuda ha quedado expedito: es cuestión de crear una situación de extrema necesidad o convencer de que el problema solo tiene como solución el endeudamiento.

La fórmula de que la ciudadanía acepte cualquier tipo de endeudamiento es convencerla de que es una situación de “extrema necesidad” sin otra solución que el endeudamiento.

La otra forma de sustituir a un banco central es influir en a quién prestan dinero los bancos y para qué actividad. Para entenderlo, pensemos en cómo funciona el ICO: el gobierno le dice a los bancos que, si prestan dinero para determinadas actividades, el Estado avalará un alto porcentaje de esos créditos a través del ICO. Obviamente ningún banco dice que no. Primero porque normalmente no se enfrenta uno al poder y, segundo,

porque tienen muy poco que perder si la mayor parte del crédito está avalada por el Estado y mucho que ganar en forma de tipo de interés. Pues añadan los fondos europeos y ya tienen multiplicada por 1.000 la capacidad del gobierno de dirigir la asignación de los recursos financieros. Y es solo el principio. Ahora que se ha comprobado que la sociedad y el sistema financiero aceptan el dirigismo económico, el margen para ampliarlo es muy grande.

Todo lo anterior tiene implicaciones importantes para los inversores. El efecto a corto plazo puede ser positivo, porque lo es para el crecimiento. Un tanto artificial, cierto, pero crecimiento. Además es una forma de mitigar las recesiones naturales del sistema, que de esta ingeniosa manera se amortiguan con dinero público y dirigismo gubernamental de los recursos del sector financiero.

Todo esto es importante de cara a la inversión en renta variable y muy importante de cara a la elección de los sectores que más pueden crecer. Los que tengan la bendición y el apoyo del Estado jugarán con ventaja. A la hora de elegir sectores para invertir, una de las ideas —o “temas” como se dice

ahora— será tener en cuenta si cuentan con el beneplácito de los políticos. No es desde luego la única idea, pero habrá que tener en cartera sectores que recibirán fuertes inyecciones de capital por este motivo.

Es importante de cara a la inversión en renta variable. Los sectores que tengan la bendición y el apoyo del Estado jugarán con ventaja y recibirán fuertes inyecciones de capital.

Otra conclusión es que la inflación se mantendrá más bien alta durante el periodo en el que los gobiernos tomen el testigo de los bancos centrales. Como mínimo, por encima del periodo anterior a la pandemia. Para los gobiernos es un “win”: financian el crecimiento, ganan votos y la inflación reduce el valor de sus deudas y hace que la amortización de las mismas resulte menos dolorosa.

En este contexto los perjudicados serán los que compren los bonos que emitirá el Estado, por eso habrá que ser muy cuidadoso a la hora de decidir qué es un buen tipo de interés en un bono y el vencimiento del mismo. En un entorno inflacionista hay que exigir un tipo de interés alto a la inversión en renta fija y un plazo de amortización relativamente corto, no vaya a ser que cuando se amortice lo que nos devuelvan sea en términos reales —descontada la inflación— mucho menos de lo esperado.

¿Cuál será el resultado final del “gran endeudamiento”? Mientras mercados e inversores confíen en el valor de las deudas emitidas por los estados, como ocurrió con las “subprime” o los tipos de interés negativos no habrá problema. El problema surgirá cuando de

repente alguien, en algún punto del sistema financiero, decida que esos paquetes de deuda que mezclan deuda española e italiana con deuda alemana o austriaca tienen que cotizar con un descuento.

La mala noticia es que cuando esto ocurra la crisis financiera será brutal, puesto que todos los gobiernos habrán llevado al límite su capacidad de endeudamiento, ingeniería financiera y dirigismo económico. La buena es que pasará mu-

cho tiempo hasta que los mercados digan que es suficiente. En cualquier caso los inversores y los asesores tienen que ser muy conscientes de este hecho tanto para invertir como para retirarse cuando la burbuja se haya hinchado demasiado.

Renta fija

Cómo hacerse un plan de pensiones a prueba de bomba

Se habla mucho de la caída de las bolsas, pero lo que realmente ha caído como nunca han sido los bonos, es decir, la mal llamada renta fija. O más bien mal explicada, porque una cosa es que el cupón o tipo de interés que paga un bono sea fijo —que lo es— y otra muy distinta que el precio del bono no fluctúe hasta su vencimiento (1).

Desde los años 20 no se había visto una caída igual en el bono americano con vencimiento a 10 años (ver tabla n.º 1). Y no son solo los bonos norteamericanos: el índice agregado de S&P de bonos de las economías avanzadas ha caído un 21 % en lo que va de año. De ahí las abultadas pérdidas que han tenido los fondos de renta fija de medio y largo plazo.

Tabla nº 1: Rentabilidad del bono USA vencimiento 10 años desde 1928 hasta hoy.

US 10-Year Treasury Bond: Total Returns (1928 - 2022)									
Year	Return	Year	Return	Year	Return	Year	Return	Year	Return
1928	0.8%	1947	0.9%	1966	2.9%	1985	25.7%	2004	4.5%
1929	4.2%	1948	2.0%	1967	-1.6%	1986	24.3%	2005	2.9%
1930	4.5%	1949	4.7%	1968	3.3%	1987	-5.0%	2006	2.0%
1931	-2.6%	1950	0.4%	1969	-5.0%	1988	8.2%	2007	10.2%
1932	8.8%	1951	-0.3%	1970	16.8%	1989	17.7%	2008	20.1%
1933	1.9%	1952	2.3%	1971	9.8%	1990	6.2%	2009	-11.1%
1934	8.0%	1953	4.1%	1972	2.8%	1991	15.0%	2010	8.5%
1935	4.5%	1954	3.3%	1973	3.7%	1992	9.4%	2011	16.0%
1936	5.0%	1955	-1.3%	1974	2.0%	1993	14.2%	2012	3.0%
1937	1.4%	1956	-2.3%	1975	3.6%	1994	-8.0%	2013	-9.1%
1938	4.2%	1957	6.8%	1976	16.0%	1995	23.5%	2014	10.7%
1939	4.4%	1958	-2.1%	1977	1.3%	1996	1.4%	2015	1.3%
1940	5.4%	1959	-2.6%	1978	-0.8%	1997	9.9%	2016	0.7%
1941	-2.0%	1960	11.6%	1979	0.7%	1998	14.9%	2017	2.8%
1942	2.3%	1961	2.1%	1980	-3.0%	1999	-8.3%	2018	0.0%
1943	2.5%	1962	5.7%	1981	8.2%	2000	16.7%	2019	9.6%
1944	2.6%	1963	1.7%	1982	32.8%	2001	5.6%	2020	11.3%
1945	3.8%	1964	3.7%	1983	3.2%	2002	15.1%	2021	-4.4%
1946	3.1%	1965	0.7%	1984	13.7%	2003	0.4%	2022*	-18.1%

Fuente: Compound - @CharlieBilello



COMPOUND

*As of 10/14/22

@CharlieBilello



A grandes caídas en los precios, grandes subidas de los tipos de interés, ya que existe una relación inversamente proporcional entre los tipos de interés y el precio de los bonos (1). Esto genera una magnífica oportunidad para el inversor con visión a largo plazo, puesto que el mejor momento para comprar bonos es cuando han subido mucho los tipos de interés, ya que el objetivo es garantizarse un buen cupón a largo plazo.

En los mercados la oportunidad la crea siempre alguna desgracia, y en este caso la desgracia es la inflación. Es lo que ha hecho que los tipos de interés se disparen. Pero la inflación volverá, si no a niveles tan bajos como los que había antes de la pandemia, sí a la media histórica. Y más a la de los últimos 20 años que a la de los últimos 100, porque, aunque ahora se olvida, seguimos inmersos en una revolución industrial —la digital— que, al generar mucha competencia en el sector servicios, ayuda a mantener un nivel de inflación relativamente moderado en el largo plazo. Y si no, ahí estarán los bancos centrales para evitar que se salga de control. Les costará más o menos, llegarán más o menos tarde, pero tienen los medios para hacerlo.

En algunos países y zonas geográficas es muy posible que se puedan obtener

tipos todavía mayores que los actuales, y algunas empresas tendrán que pagar más para financiarse, pero ya no es una cuestión de si el cupón empieza a ser interesante, sino de “timing” y selección de activos. Esto último es importante, porque si queremos un plan a prueba de bomba tenemos que comprar calidad crediticia, no nos vale cualquier cosa.

Queremos bonos de alta calidad crediticia y buenos cupones, seguridad y rentabilidad, cosa que no es fácil de conseguir. La deuda pública de mayor calidad crediticia, como puede ser la norteamericana, ya paga un 4 % anual. Y eso hace que las empresas de alta calidad crediticia del mundo entero paguen incluso más para poder competir con los bonos del tesoro norteamericano.

En Europa queda margen de subida en el tipo de interés de los bonos, pero tampoco habrá que esperar mucho, puesto que cuando la recesión haga acto de presencia, la inflación bajará de forma significativa. No hay mejor antídoto contra la inflación que una recesión, porque cuando la gente no tiene dinero las empresas tienen muy difícil subir los precios.

Además, estamos mirando a medio y largo plazo y es muy probable que en al-

El mejor momento para comprar bonos es cuando han subido mucho los tipos de interés, ya que el objetivo es garantizarse un buen cupón a largo plazo.

gún momento se establezca algún tipo de negociación entre Ucrania y Rusia, lo que generaría una bajada inmediata en el precio de la energía, alimentación y materias primas en general. Los mercados descuentan expectativas de futuro y, si hubiera algún tipo de negociación, descontarán en los precios que tarde o temprano incluiría reducir las sanciones a Rusia, entre otras cosas porque hacen más daño en Europa que en la propia Rusia.

Y no nos va a importar que los bonos cambien de precio en el corto y medio plazo, porque nuestra inversión es a largo. Solo nos preocupará que paguen los cupones y que se amortice el principal. Así, ocurra lo que ocurra, en 10 o 15 años habremos obtenido como mínimo la rentabilidad del cupón.

Si además utilizamos fondos de tercera generación, es decir ETF (fondos cotizados), pagaremos comisiones bajísimas (en el entorno del 0,20 % anual o menos). Pensemos que en esta inversión nos da totalmente igual la cuestión fiscal, ya que la idea es mantener la inversión hasta que nos jubilemos y entonces ir vendiendo. Nos da igual utilizar fondos de inversión tradicionales o ETF. Y, si por ejemplo nos jubilamos dentro de 15 años y el ahorro es del 1,50 %

anual (lo que nos ahorramos utilizando ETF en lugar de fondos tradicionales), aumenta la rentabilidad del conjunto en un 22,5 %. Eso sin contar la reinversión del ahorro (para no complicar el cálculo).

A continuación y para poner la guinda a nuestro plan, añadiremos la sal y la pimienta a la receta, es decir, un 10 % o un 15 % en renta variable de primera calidad, aprovechando que también está muy barata tras este penúltimo mercado bajista. Como hemos visto en el primer capítulo de este cuaderno, la estadística nos muestra que, en los últimos 20 años, tras una caída del 20 % se obtiene una rentabilidad del 41 % y del 71 % en los tres y cinco años siguientes. Y no les quiero decir a 15 años vista.

En la renta variable además también tenemos la oportunidad de hacer cartera con lo mejor del mercado. Empresas de máximo nivel han caído un 30 % o incluso un 50 % como consecuencia del pánico que ha generado la subida de tipos, pánico que se ha amplificado en un mundo dominado por la ansiedad que se genera en las redes sociales.

Con esta adición, el plan seguirá siendo a prueba de bomba, puesto que nadie se ha arruinado nunca por tener un 10 % en renta variable.

Vamos a poder crear cartera con bonos del estado de primera calidad crediticia tanto en euros como en dólares, así como con bonos de empresas sólidas y solventes del mundo entero.

Si son clientes de [Nextep](#) no se preocupen, no tienen que hacer nada, solo esperar nuestras instrucciones. Tenemos claro que el objetivo de nuestras carteras conservadoras y moderadas es el explicado anteriormente y lo vamos a implementar en los próximos meses. Pero siendo muy cuidadosos con el timing de entrada.

Hace más de un año tuvimos la visión de ponernos al 100 % en liquidez en la parte de renta fija de nuestras carteras recomendadas, limitándonos a fondos monetarios y de renta fija de muy corto plazo. Ahora estamos en la posición ideal para hacer cartera con fondos de medio y largo plazo con tipos de interés mucho más atractivos que los que había en años anteriores.

Además, si tienen interés en hacerlo utilizando fondos de pensiones, vamos a adaptar la recomendación de fondos de pensiones que entregamos a todos los clientes cuando se dan de alta.

Sea con fondos de inversión o con fondos de pensiones (planes de pensiones) no vamos a dejar pasar la oportunidad de crear un plan de pensiones a prueba de bomba gracias al repunte tan brutal que ha tenido la inflación y que ha hecho bajar los precios de los bonos como nunca en la historia y la bolsa no tanto, pero también se ha situado a precios ideales para el inversor a medio y largo plazo.

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, 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 está por encima del 3 %. 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.