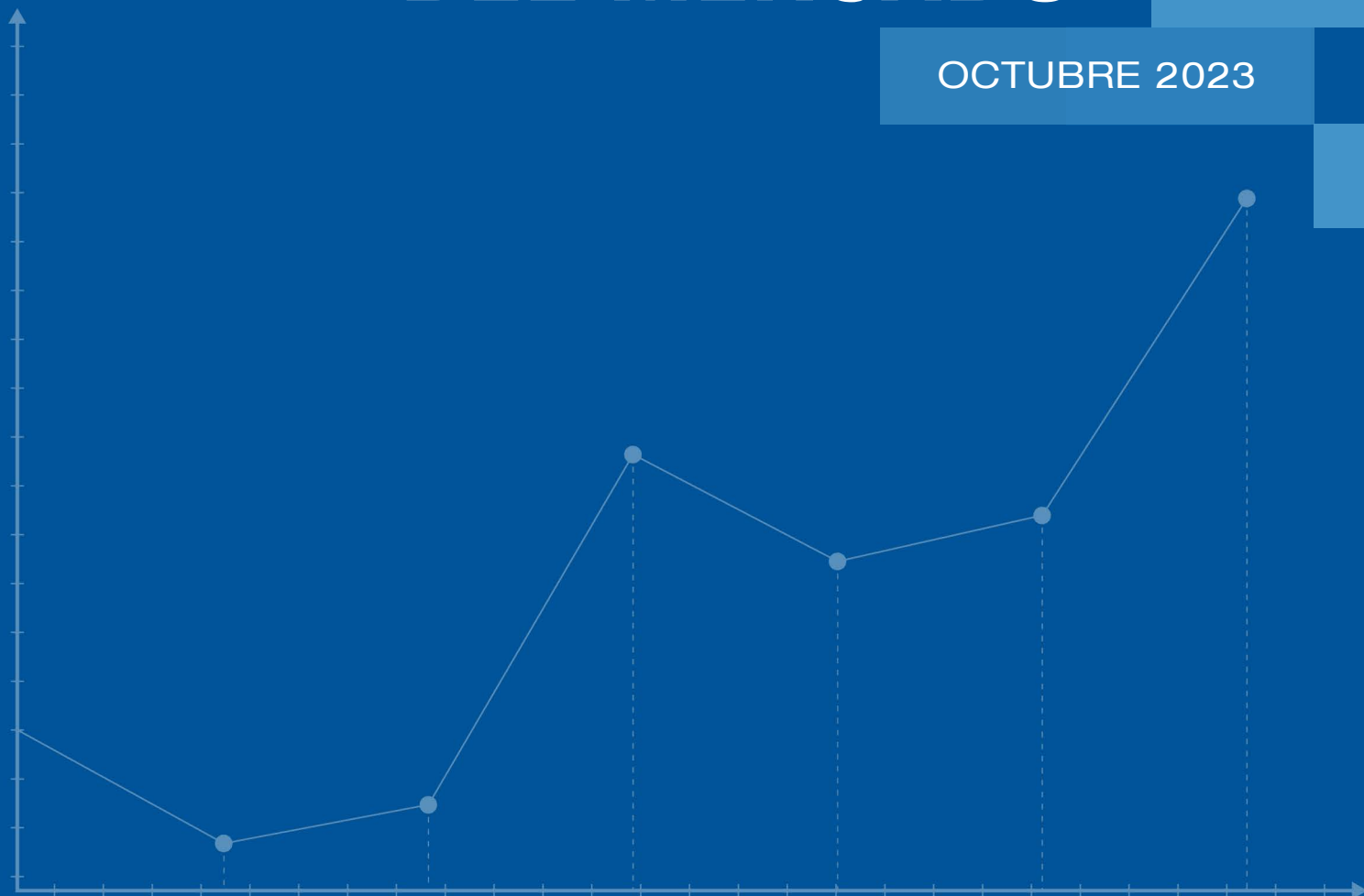


Víctor
Alvargonzález

CUADERNOS DEL MERCADO

80

OCTUBRE 2023



Índice

Resumen	4
----------------	---

Portada

La madre de todas las batallas: especuladores vs. gestores	5
--	---

Renta variable

La próxima crisis vendrá por un exceso de deuda	11
---	----

Lo que suelen hacer las bolsas tras una pausa en la subida de tipos	14
---	----

Renta fija

¿Y si la inversión de la curva se resuelve con subida de tipos a largo?	16
---	----

Apéndice: notas y glosario de términos	19
---	----

Informe mensual de estrategia

correspondiente al
al mes de
octubre
de **2023**

En última instancia, los movimientos de los mercados son el resultado del enfrentamiento de dos fuerzas fundamentales: el papel y el dinero. El “papel” son los títulos a la venta, el dinero es el que hay para comprarlos. Pero en las últimas décadas cada vez tiene más peso un tercer factor: el dinero que apuesta por que baje un activo y lo pide a crédito para poder venderlo, lo cual aumenta el volumen de “papel” que sale al mercado.

Si solo hubiera papel y dinero al contado, los bonos norteamericanos, que marcan la dirección al resto del mundo, ya estarían subiendo de precio. La mayoría de gestores e inversores institucionales quieren aprovechar la oportunidad de asegurarse un alto tipo de interés. Pero en esta ocasión ese dinero se encuentra con el dinero especulativo que apuesta por la caída en el precio, apuesta que actualmente alcanza niveles históricamente altos.

El resultado de esta batalla marcará la dirección de todos los activos financieros en los próximos meses. En el capítulo de portada de este cuaderno explicamos cómo y por qué.

Y hablando de deudas —los bonos son deudas del Estado y las empresas—, las de los gobiernos occidentales no hacen más que aumentar. Ya no hacen falta excusas ni dar explicaciones para “solucionar” cualquier problema con dinero obtenido a base de endeudar a los contribuyentes. Y tendrá consecuencias. Lo explicamos y damos instrucciones para estar preparados, porque eso sí que, si sigue así, acabará generando una crisis importante.

También hablamos de lo que suele ocurrir en las bolsas cuando una pausa en la subida de los tipos de interés se convierte en definitiva y cómo la famosa inversión de la curva de tipos podría solucionarse de la manera menos esperada por el consenso.

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 **60 € al trimestre** (servicio básico con cuota trimestral). **Además seguirá recibiendo estos cuadernos**, porque están incluidos en todos los servicios de Nextep. Y si prefiere delegar la gestión de su cartera, tiene a su disposición nuestro servicio de carteras gestionadas.

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



victoralvagonzalez.com
info@victoralvagonzalez.com

Víctor Alvargonzález

Resumen

Gestores e inversores institucionales están comprando bonos, porque piensan que es una oportunidad única para asegurar tipos de interés altos de cara al futuro.

Por su parte, los "hedge funds" más especulativos han disparado sus apuestas *contra* el precio de los bonos. A niveles nunca vistos.

Nunca han estado tan altas las espadas en una confrontación financiera. El resultado afectará a todos los activos y el veredicto lo dictarán los datos de inflación.

La próxima crisis global será de deuda. No será a corto plazo, pero hay que ir preparándose para cuando ocurra.

La inversión de la curva de tipos podría corregirse no con una recesión, sino con subida o mantenimiento de los tipos de largo plazo y bajada de los de corto.

Portada

La madre de todas las batallas: especuladores vs. gestores

Hay un gran libro de un todavía más gran escritor francés, Emile Zola, que trata de los mercados financieros. O más bien una historia de poder y dinero donde “interviene” la bolsa de París.

En el libro se describe maravillosamente el funcionamiento de dicha bolsa en el siglo XIX. Curiosamente, y dejando aparte las diferencias tecnológicas y de volumen de contratación, se parece bastante al funcionamiento actual. Los cotilleos y el parqué han sido sustituidos por las redes sociales y el mercado electrónico, pero en el fondo todo se parece mucho.

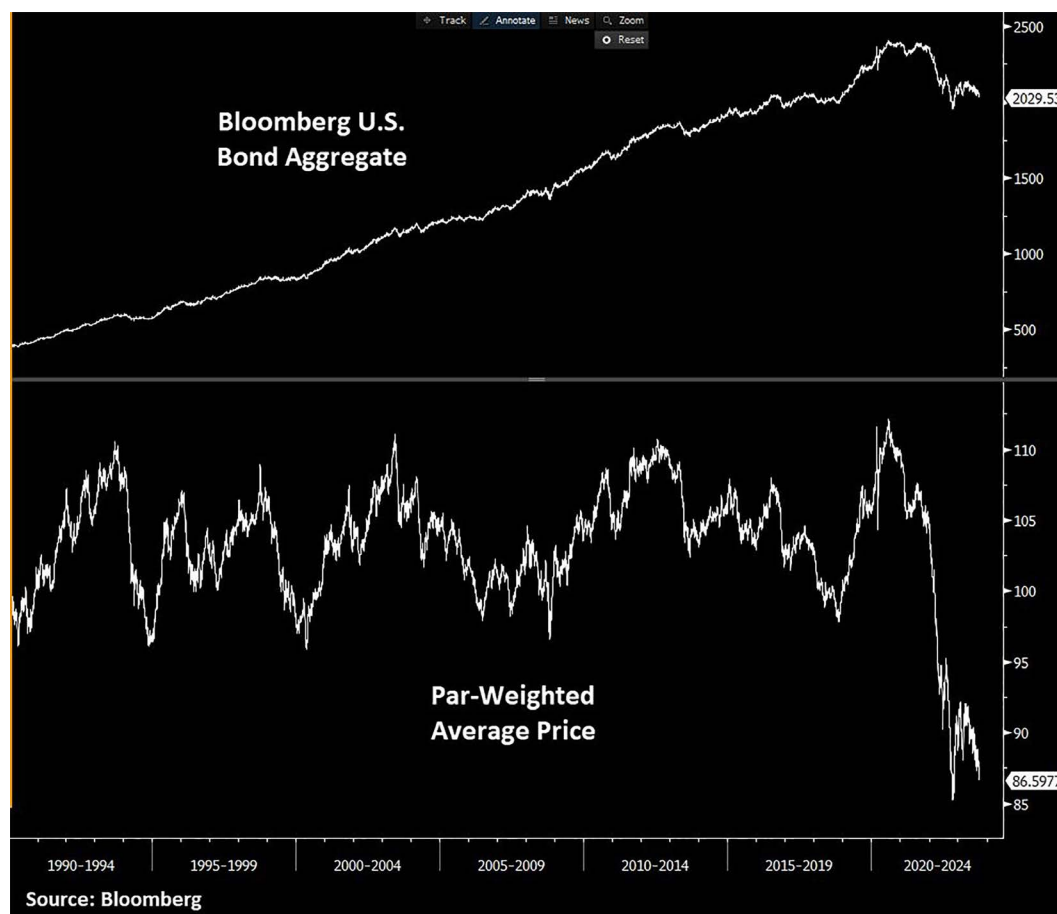
Hay un momento en el libro en el que Zola dibuja la bolsa como un campo de batalla, en el que luchan por un lado los inversores bajistas —los vendedores— y por otro los alcistas (los compradores). Y la batalla se resuelve a favor de uno o de otro cuando el valor objeto de la pugna finalmente sube o baja.

Actualmente asistimos a una pugna similar en el mercado norteamericano entre quienes piensan que tienen que seguir subiendo los tipos de interés de largo plazo, es decir, los de los bonos con vencimiento a 10 años o más, y quienes piensan que ya han tocado techo (1). El resultado de esta batalla tendrá efectos que irán mucho más allá del propio mercado de bonos.

Asistimos a una pugna entre quienes apuestan porque sigan subiendo los tipos de interés y quienes invierten en bonos, porque piensan que los tipos están tocando techo.

Si ganan quienes piensan que los tipos a largo plazo tendrían que estar, por ejemplo, en el 6 %, el precio de los bonos de largo plazo tiene que caer bastante más de lo que ha

caído desde que en 2022 la Fed decidió romper la burbuja de los bonos. Como puede verse en el gráfico n.º 1, desde 1990 no habíamos tenido una pérdida de valor de esta magnitud (1).

Gráfico n.º 1: Evolución del precio de los bonos desde 1990

Fuente: Bloomberg

En la parte de arriba vemos la evolución del índice agregado de bonos norteamericanos elaborado por Bloomberg. No veíamos una corrección como la de 2022 —y parte de 2023— desde los años 90.

En la parte de abajo vemos que, como consecuencia de dicha subida de los tipos de interés, de media los bonos americanos se pagan ahora a 86 centavos por cada dólar de valor nominal. Esa es la minusvalía que ha generado la subida de

tipos (1). Minusvalía que, por cierto, ahorramos a nuestros clientes en 2022, al recomendarles evitar totalmente la renta fija de medio y largo plazo e incluso invertir en fondos que se benefician de dicha subida de tipos.

El caso es que el tipo de interés del bono de 10 años ya está en 4,60 % y mucha gente piensa que es una oportunidad única para asegurar un tipo de interés que no se veía desde hace más de 16 años,

en el activo más seguro y líquido del mundo. Lógicamente muchos gestores están comprando, porque, si finalmente la inflación bajara en los próximos años por ejemplo al 3 % —y no les quiero decir si la Fed consiguiera que bajara al 2 %— es una oportunidad única de garantizarse un buen tipo de interés real (nominal menos inflación). Si la inflación se situara en el 3 % —actualmente es del 3,5 % (medida por el PCE)—, un bono que dé un 4,60 % garantiza un tipo de interés/cupón del 1,60 % sobre la inflación (4,60 % de interés - 3 % de inflación).

Pero ¿qué pasa si, por ejemplo, los tipos de interés de dicho bono subieran digamos que al 6 %? Pues que, aunque cobráramos un buen cupón tendríamos una pérdida en forma de minusvalía si

quisiéramos venderlo (1), porque nuestro cupón es del 4,60 % y el tipo de interés en el mercado de un bono de largo plazo sería del 6 %. Eso lo que piensan quienes se están “poniendo cortos de bonos”, es decir, están vendiendo títulos que obtienen a crédito, para llevarse la diferencia si el valor de esos títulos baja.

En el gráfico n.º 2 podemos apreciar hasta qué punto están enfrentadas las posiciones. A la izquierda, la evolución de las posiciones de los gestores e inversores institucionales, que están comprando más bonos que nunca. A la derecha, los fondos de gestión alternativa y especuladores que apuestan contra los bonos. Bonos a cinco años en color rosa, a 10 años en color azul.

Gráfico n.º 2 : Compras de gestores vs. ventas a crédito de fondos apalancados



Fuente: Financial Times – CFTC

Si los que apuestan contra el precio de los bonos tienen razón y los tipos de interés de largo plazo siguen subiendo, ocurrirán varias cosas:

- ▶ El tipo fijo de los préstamos hipotecarios de largo plazo, que es lo que más utilizan los norteamericanos al comprar una vivienda, que actualmente ya está en el 7,75 %, podría situarse en el 10 %. Si al 7,75 % ya está teniendo un efecto importante sobre el mercado inmobiliario —y en consecuencia sobre la economía—, al 10 % el daño será muy superior.

- ▶ A partir precisamente de un tipo del 4,50 % en el bono americano con vencimiento a 10 años es como si creara una vía de agua de la bolsa hacia los bonos. Algunos ahorradores e inversores prefieren asegurarse el 4,50 % y no sufrir los vaivenes bursátiles. Si el tipo del bono americano a 10 años siguiera subiendo, bajaría la bolsa. Y no sería una simple corrección.

- ▶ La inflación se mantendría alta, porque no tiene ninguna lógica que los tipos del bono de 10 años estén en el 6 % si la inflación bajara al 3 %. Y mucho menos si baja al 2 %. Una muy mala noticia para los mercados y para la economía.

Resumiendo, si “ganan” los que apuestan porque sigan subiendo los tipos de interés de los bonos, la recesión estaría garantizada y un mercado bajista bursátil, también. Al menos temporalmente.

En cambio, si tuvieran razón los gestores y otros inversores institucionales que están comprando para hacer cartera y asegurarse estos tipos de interés para los próximos años, significaría todo lo contrario, es decir, un escenario bastante positivo para las bolsas y los bonos.

Si el tipo del bono americano a 10 años siguiera subiendo, bajaría la bolsa. Y sería algo más serio que una corrección.

¿Quién tiene razón? El juez será la inflación. Si mantiene la tendencia a la baja que vemos en el gráfico n.º 3 (que haya tenido un repunte en el último mes no signifi-

ca que la tendencia no siga siendo bajista), ganarán los gestores, los inversores institucionales y todo aquel que haya recomendado a sus clientes asegurarse esos tipos de interés, que dentro de un año o dos resultarán muy atractivos si baja la inflación.

Gráfico n.º 3: La inflación en EE. UU. desde 2019 (medida por el PCE)

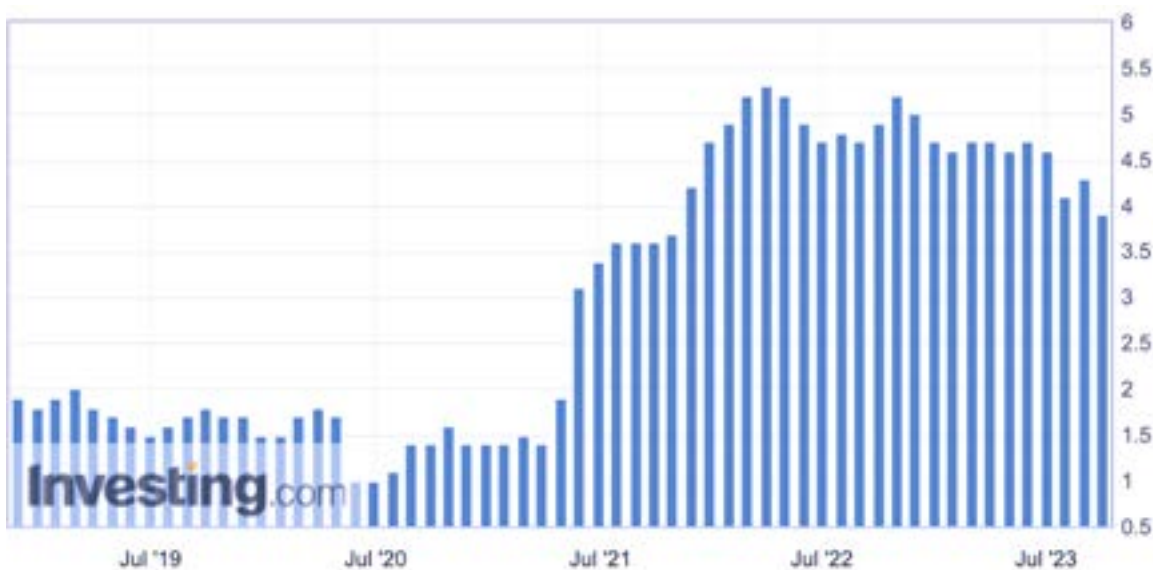


Fuente: Investing.com

Sobre todo habrán tenido razón si sigue bajando la inflación subyacente —gráfico n.º 4—, que es la que más mira la Reserva Federal y, por lo tanto, la que llevará a tomar la decisión de si la Fed sube más

los tipos de interés o la pausa actual se convierte en definitiva. O incluso que pudieran bajar a finales del año próximo o primeros de 2025.

Gráfico n.º 4: La inflación subyacente (que excluye energía y alimentos) en EE. UU. (PCE)



Fuente: Investing.com

Lo bueno de la inflación es que, si se vigilan y analizan correctamente los datos adecuados, es relativamente predecible. Otra cosa es cuál pueda ser la reacción del mercado —ahora lleva meses bajando y aun así han subido los tipos de interés de los bonos—, pero a la larga, si se predice bien la inflación, se acierta con los bonos, con independencia de movimientos especulativos de corto plazo.

No nos resultó muy difícil darnos cuenta de que se iba a disparar la inflación viendo cómo se lanzaba una lluvia de millones sobre los consumidores para compensar el efecto económico de los confinamientos, que disparó el dinero en circulación (la M2). Si a eso añadíamos los cuellos de botella en la cadena de distribución al reiniciarse la economía, la inflación estaba servida y garantizada. De la misma forma se puede establecer cuál puede ser la tendencia de evolución futura de la inflación.

Tampoco fue difícil darse cuenta de que el tema de la inflación iría a peor como consecuencia de las sanciones a Rusia, pues se estaba retirando del mercado al mayor productor del mundo de materias primas y tercero de petróleo. Obviamente, si se reduce así la oferta justo cuando además está aumentando la demanda, se disparan los precios.

Ahora el papel del asesor financiero y del estratega es hacer exactamente lo mismo: analizar los factores que generan inflación y ver cuáles tienen más probabilidades de producirse en un sentido o en otro y actuar en consecuencia.

Lo que no es buena idea es dejarse llevar demasiado por los relatos, de un lado o de otro. Cuando la gente ha tomado una posición en el mercado sus opiniones están totalmente sesgadas. Mejor datos que relatos.

Renta variable

La próxima crisis vendrá por un exceso de deuda

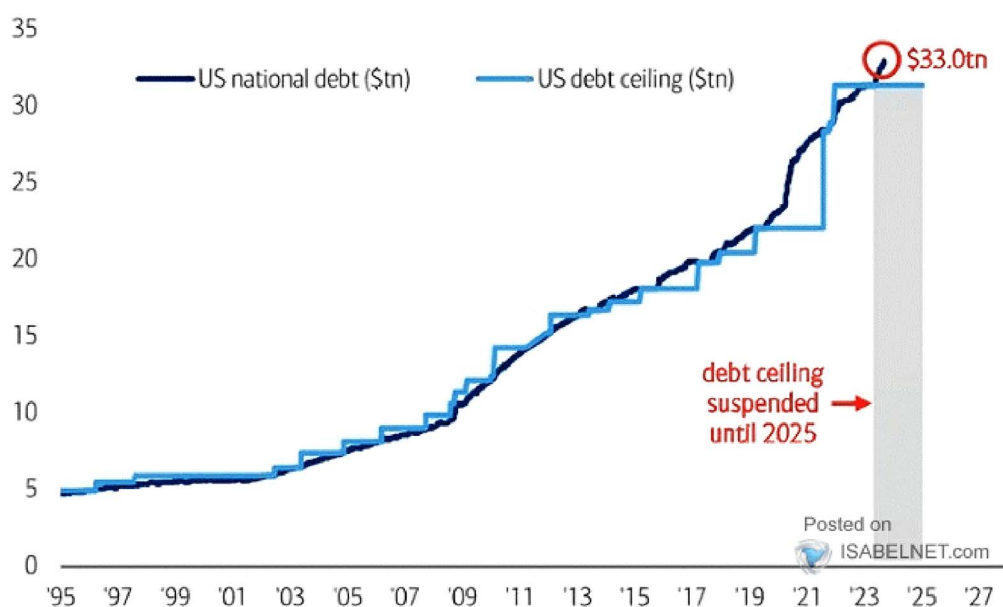
La deuda pública norteamericana ha alcanzado un nuevo máximo histórico: 33 billones de dólares (“trillones”, en terminología anglosajona). La pueden ver en el gráfico n.º 5 (línea azul oscuro). Y también pueden observar cómo, lejos de ha-

cer algo al respecto, hace tiempo que, a base de trucos y acuerdos, los políticos se ponen de acuerdo para saltarse sistemáticamente su compromiso y van estableciendo un techo de deuda superior (línea en color azul claro).

Gráfico n.º 5: Evolución de la deuda pública norteamericana

Chart 3: US government debt >\$33tn... “higher-for-longer”

US national debt (\$tn) and US debt ceiling (\$tn)



Fuente: BofA Global Investment Strategy, Bloomberg
via ISABELNET.COM

Y Europa no le va a la zaga. Por un motivo o por otro, la deuda pública de la zona euro no deja de aumentar.

Y no solo aumenta la deuda. Al aumentar la inflación también aumentan los tipos

de interés de esa deuda. En EE. UU. ya suponen 1 billón de dólares al año. Y con tipos de interés más altos que en la década anterior —y más deuda—, el coste seguirá aumentando.

Seguramente fue necesario llevar a cabo un confinamiento y el consiguiente cierre de la economía global. O establecer sanciones a Rusia (que también ha tenido un fuerte coste en forma de inflación). Pero tenemos que ser conscientes de que las decisiones de esa magnitud tienen consecuencias.

Los confinamientos se pagaron fabricando dinero a un volumen nunca visto. Y disparando la deuda pública. Fabricar dinero como si no hubiera un mañana tiene consecuencias inflacionistas. También las tiene el exceso de gasto público.

Y retirar del mercado al mayor productor de materias primas y tercero de petróleo tuvo como consecuencia que subiera el coste de las materias primas y el petróleo.

El aumento del coste de la vida que estamos viviendo no es fruto de la casualidad.

Antes de continuar, permítannos insistir en que no entramos en si estas decisiones estuvieron justificadas o no, o si existían alternativas menos radicales o simplemente diferentes. Las pongo como ejemplos de que solucionar los problemas a base de emitir deuda o fabricar dinero tiene consecuencias y que, como inversores, debemos de anticiparnos a ellas.

Lejos de mejorar, el problema está empeorando. Ahora los políticos han pasado de utilizar el endeudamiento como recurso ante situaciones excepcionales a utilizarlo como fórmula habitual de trabajo. Ya no hace falta un motivo para endeudarse. Y nadie protesta.

Los llamamientos de algunos países a ir moderando el incremento de la deuda están pensados sobre todo de cara a la galería. En la misma Alemania, teórico

Si cuando se produzca la crisis por exceso de deuda no ha mejorado la confianza en los bancos centrales, podría costarles mucho más detenerla que en otras ocasiones.

guardián de la seriedad presupuestaria, el partido socialista, que preside el gobierno, clama por un gran plan quinquenal de inversión pública en digitalización y energía verde. Dirigismo económico para hacer frente al de-

clive industrial alemán (en lugar de fomentar y apoyar la innovación y el empresario). Imagínense otros países europeos menos frugales.

Al otro lado del Atlántico, Biden se encamina hacia unas elecciones que tiene muy complicadas. No le temblará la mano a la hora de seguir emitiendo deuda.

No creemos que vayamos a tener una crisis de deuda en el corto plazo. Todavía hay confianza en los bancos centrales y, si ocurriera, seguramente tendrían todavía fuerza para frenarla. Pero estoy seguro de que si este proceso no se detiene, tendre-

mos una crisis a medio o largo plazo. Porque todo tiene un límite, especialmente en economía. Y si cuando se produzca esta crisis no ha mejorado la confianza en los bancos centrales, podría costarles mucho más que en otras ocasiones detenerla.

Afortunadamente, ahorradores e inversores están en condiciones de protegerse si están bien asesorados. Incluso de rentabilizar el proceso.

Los políticos nos van a hacer pagar un alto precio en forma de altos tipos de interés. Puede que no tan altos como los actuales, porque otra consecuencia de esta política es un menor crecimiento, y eso ayuda a que baje la inflación. Pero más altos que en décadas anteriores. Y eso se puede aprovechar prestando caro al Estado, es decir, comprando bonos con altos tipos de interés. Lo cual evidentemente también se puede hacer utilizando fondos de inversión, que tienen mucho mejor tratamiento fiscal que la compra directa de bonos.

Luego, cuando finalmente se produzca la crisis, habrá activos que se beneficiarán de la situación. Pueden ser el oro, el franco suizo o una divisa digital, ya lo veremos. Estas últimas solo si para entonces han dejado de ser fichas de casino y se

han convertido en medios de pago serios y regulados (que NO significa dependientes de los bancos centrales).

Además, cuando se produzca la crisis de deuda, los inversores podrán ganar dinero apostando a la incompetencia de los políticos. Si la crisis lleva al hundimiento del precio de los bonos, existen fondos de inversión que ganan cuando suben los tipos de interés. De hecho, los recomendamos el año pasado para aprovechar la ruptura de la burbuja de la renta fija.

También los hay para aprovechar la previsible caída que se producirá en las bolsas. Fondos que son accesibles a cualquier persona y patrimonio.

Otra cuestión importante es que el inversor tiene que estar trabajando no solo con un buen asesor, sino también con una buena plataforma de inversión. Una entidad financiera que le ofrezca una gran variedad de fondos de inversión que le permita invertir en cualquier activo, país o sector. Porque sabemos cuáles pueden ser los activos refugio era una crisis de este tipo, pero si el inversor no tiene acceso a ese tipo de productos, de nada sirve avisarle. A más fondos de inversión propios y de terceros que tenga el banco con el que trabaje el cliente, mejor.

Otra cuestión importante es que el inversor tiene que estar trabajando no solo con un buen asesor, sino también con una buena plataforma de inversión.

Llegados a este punto, estarán pensando ustedes que todo esto está muy bien, pero que no sirve de nada, porque no se puede saber cuándo se desencadenará la crisis. Evidentemente no es fácil, pero tampoco es imposible. Lo hicimos con la ruptura de la burbuja de la renta fija. Además, antes de una crisis de deuda suelen producirse señales bastante llamativas. Lo de que “se desencadena” es literal: es un proceso.

El mejor ejemplo lo tenemos en la crisis del euro. Antes de empezar, ya se estaba produciendo un problema gravísimo en las cajas de ahorro españolas. Y en el sector inmobiliario. También se nota en las divisas: se buscan las más seguras y aumenta su cotización. Y la de los activos refugio. También tenemos otro ejemplo histórico muy útil: la salida de la

Antes de una crisis de deuda suelen producirse señales llamativas. Lo de que “se desencadena” es literal. Simplemente hay que entender de dónde viene y cómo se inicia.

libra del sistema monetario europeo. Un buen asesor financiero tiene buenas herramientas en la historia, especialmente si ya ha vivido algunas crisis.

No somos de los que anuncian crisis todos los días, a ver si suena la flauta y nos apuntamos el tanto. La última vez que anunciamos algo así fue que explotaría la burbuja de la renta fija, concretamente el año pasado, como bien saben los clientes de [Nextep](#). Y en años anteriores

nunca habíamos entrado en ese tipo de historias, que tanto se utilizan para llamar la atención.

Pero que no generemos miedo para hacernos publicidad, tampoco significa hacer como esos monos que se ta-

pan los oídos, la boca y los ojos, si eres consciente del problema.

Lo que suelen hacer las bolsas tras una pausa en la subida de tipos

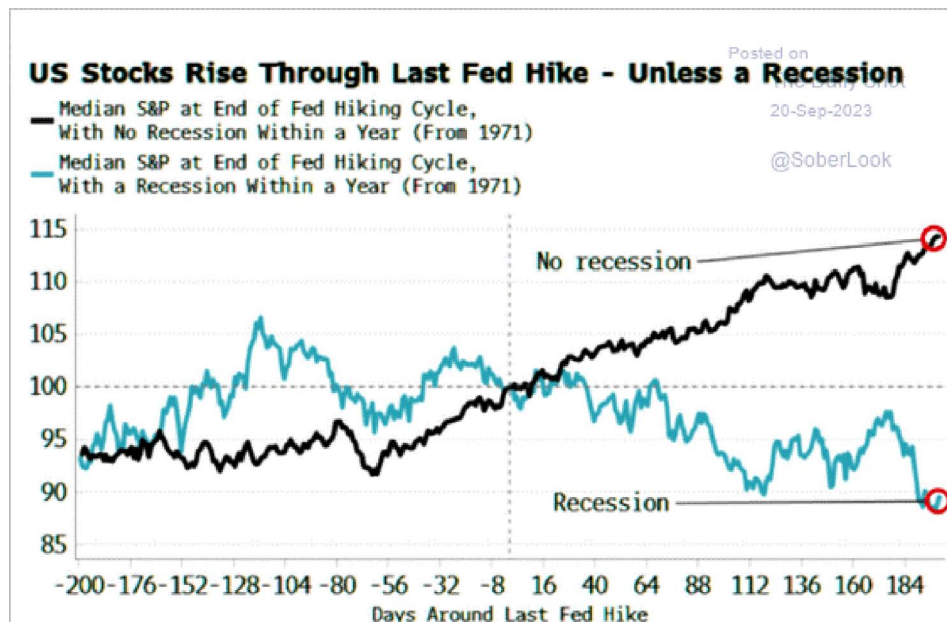
No es la primera vez que hablamos de esta cuestión, la diferencia es que ahora ya estamos ahí: muy probablemente, la pausa que se ha tomado la Fed en su proceso de subida de los tipos de interés se vaya convirtiendo en definitiva.

No queremos decir con esto que los ti-

pos vayan a bajar en un futuro próximo. Seguramente pasarán meses hasta que se empiece a hablar de ello, pero “pausa” significa detenerse, no bajar.

Así que nos ha parecido oportuno, en medio de todo el ruido que hay ahora en los mercados al respecto, tirar de estadísticas y ver qué es lo que ha ocurrido históricamente en las bolsas cuando la Reserva Federal hizo una pausa que se convirtió en el fin de un proceso de subida de tipos. Lo vemos en el gráfico n.º 6.

Gráfico n.º 6: Qué hace la Bolsa de EE. UU. tras una pausa en la subida de tipos



Fuente: Bloomberg – vía @SoberLook

Lo primero que vemos es que el resultado depende mucho de si hay o no una recesión con posterioridad al cierre del ciclo de subida de tipos. La Fed lleva ahora dos reuniones sin subir los tipos de interés y, como es una vez al mes, estaríamos en el punto +64 del gráfico.

Conviene recordar que son datos medios históricos y no tienen por qué repetirse. Y no hay una norma: ha habido épocas en las que ha seguido una recesión a una pausa y aun así el mercado ha subido, aliviado por una bajada de los tipos de interés.

Pero si estuviéramos ahora mismo en el momento +64 se parecería más la evolución del mercado a la de la línea azul claro, el peor escenario. Pero, por otra parte, lo que sí es un hecho a día de hoy es que no hay recesión en Norteamérica,

lo que nos situaría en el escenario de la línea de color negro, el más positivo.

Históricamente, lo que hagan las bolsas con posterioridad al cierre del ciclo de subida de tipos depende mucho de si hay o no una recesión en los 12 meses siguientes a la pausa.

La conclusión está clara: antes de utilizar esta estadística tenemos que esperar a ver cómo evoluciona el

mercado y cómo evoluciona el PIB, para tener todos los datos de la ecuación.

Renta fija

¿Y si la inversión de la curva se resuelve con subida de tipos a largo?

Un nuevo ejemplo de algo en lo que el consenso ha sido unánime y, de nuevo, ha fallado estrepitosamente: la —supuesta— recesión en EE. UU. Solo unos pocos nos atrevimos a ponerlo en duda. En nuestro caso, porque si se están inyectando billones de dólares vía gasto público, es muy difícil que se produzca una recesión. Pero el consenso lo tenía claro:

EE. UU. entraría en recesión en 2023. El argumento principal era que se había invertido la curva de los tipos de interés.

Se llama curva de tipos a una línea irregular que se inicia a la izquierda —tipos de corto plazo—, y que luego va aumentando para tipos superiores. Más o menos como la línea naranja del gráfico n.º 7

Gráfico n.º 7: Curvas de tipos de interés USA invertidas y ejemplo de vuelta a la normalidad



Fuente: Investing

Al ser una curva que representa crédito —los bonos son un crédito que dan los inversores al Estado o a las empresas—, el tipo de interés debe ser más alto a mayor sea el plazo para la devolución (amortización).

Pongamos un ejemplo: si prestamos dinero a un amigo, parece lógico pensar que tenemos mejor visibilidad respecto a la devolución a seis meses vista que a 10 años. Tenemos una idea mucho más clara de dónde estará nuestro amigo

—económicamente hablando— dentro de seis meses que dentro de 10 años (que a lo mejor para entonces ya no sabemos ni dónde está físicamente). Así que exigimos unos intereses más bajos si el plazo de devolución es más corto. Y lo mismo ocurre con las empresas y los estados.

El caso es que hace tiempo que la curva de tipos USA se invirtió, es decir, el Estado paga más por pedir dinero prestado a muy corto plazo que por crédito a largo plazo. Hace por ejemplo un año (línea azul claro) el Estado tenía que pagar unos intereses cercanos al 4 % para que le prestarán dinero a corto plazo, pero en cambio si lo pedía con la promesa de devolverlo dentro de 10 años pagaba menos de la mitad.

Este desequilibrio ha ido a más y actualmente (línea azul oscuro) paga mucho más por obtener dinero a corto plazo (5,5 %) mientras que a 10 años paga un 4,60 % (no nos fijemos demasiado en los plazos hiperlargos, porque ahí funcionan otras cuestiones y además no es donde suele invertir el inversor medio)

La “culpa” de que pase esto es de la Reserva Federal y su subida de tipos, y que, cuando es tan agresiva como la que ha llevado a cabo, para muchos economistas es signo inequívoco de que vamos

—o íbamos— a una recesión. Y en honor a la verdad hay que decir que ocurre en muchas ocasiones.

No entraremos a explicarles el motivo de por qué la inversión de la curva señala la recesión, para así centrarnos en lo im-

portante (que es lo que viene a continuación), así que tendrán que hacer un ejercicio de confianza en nuestros conocimientos y en que este es un axioma del mercado.

Si prestamos dinero, aceptamos un interés más bajo si el plazo de devolución es más corto. Pues lo mismo ocurre si se prestamos al Estado (bonos del Estado).

El caso es que la curva pocas veces en la historia ha estado tan invertida como a lo largo del último trimestre. Pero Estados Unidos sigue creciendo y creando empleo.

En [Nextep](#) teníamos varias explicaciones sobre por qué estaba invertida la curva pero en esta ocasión no estaba señalando hacia una recesión. Y obviamente ninguna de nuestras teorías coincidía con la del consenso (recesión inminente).

La primera ya la hemos mencionado: el nivel de gasto público al que se ha lanzado la administración Biden, unido al “dinero helicóptero” que lanzó sobre hogares y empresas para compensar los efectos económicos del confinamiento, claramente excesivo, han sido un colchón más que suficiente para evitar la recesión.

La segunda es que en realidad la curva tampoco ha fallado tanto como indicador adelantado. Tengamos en cuenta que venimos de un rebote postpandemia muy fuerte, así que el hecho de que pasemos de crecer al 5,9 % en el rebote al 2,1 % actual muestra que, efectivamente, se ha producido una fuerte desaceleración. No ha llegado a recesión simplemente por que venimos de muy arriba.

Finalmente queda una tercera cuestión, la más importante para el futuro y para los inversores: ¿cómo se va a corregir la inversión de la curva si no va a haber una recesión?. Porque seguir, sigue invertida.

Ahora el consenso nos va a querer matar de nuevo por salirnos del rebaño (como cuando negábamos la posible recesión), pero ¿y si resulta que la forma en la que la curva vuelve a una situación normal es que bajen los tipos de interés de corto y medio plazo y suban los de largo o simplemente se mantengan donde están? ¿Sin que haya recesión? Por ejemplo, que dentro de unos meses los tipos de corto plazo puedan estar en el entorno del 3 % al 4 % y los de largo (10 años) se mantengan en el 4,50 %. Eso es perfectamente posible sin que haya una recesión. Solo

haría falta que baje algo más la inflación subyacente y que la Fed y el mercado de bonos se tranquilicen.

Si ocurriera lo anterior tendríamos una curva de tipos parecida a la línea naranja del gráfico n.º 7. Esto le vendría muy bien

a los bonos de corto y medio plazo, porque al bajar los tipos de dichos bonos en el mercado se produciría una importante plusvalía. Que se sumaría a los cupones que pagan los bonos (1).

La clave está en lo que haga la inflación subyacente, que es la que más preocupa a la Reserva Federal. Si sigue bajando, asistiríamos

a una pausa definitiva en la subida de tipos, que después se convertiría en expectativa de posible bajada, aunque sea leve.

Y tendríamos una curva de tipos perfectamente ortodoxa, sin necesidad de entrar en recesión. No será ni la primera ni la última vez que la economía norteamericana crezca, aunque sea moderadamente, con tipos de interés como estos. Y si finalmente EE. UU. entra en recesión, bajarían todavía más, así que la estrategia sería incluso más válida que en el caso del aterrizaje suave.

La curva no falló como indicador adelantado. Avisó de fuerte desaceleración (EE. UU. estaba creciendo al 5,9 %), fueron los analistas los que lo interpretaron como aviso de recesión.

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](https://www.nextepfinance.com), 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 60 €** 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 4 % 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 4 %— 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. Y viceversa: si suben los tipos de interés de los bonos en el mercado por ejemplo al 6 % y yo tengo uno similar que solo paga un 2 % porque lo compré cuando los tipos estaban muy bajos, no puedo pretender venderlo al mismo precio que cuando lo compré. Tendré que asumir que paga un interés mucho menor que el que paga el mercado y por lo tanto tengo que venderlo más barato de lo que lo compré.