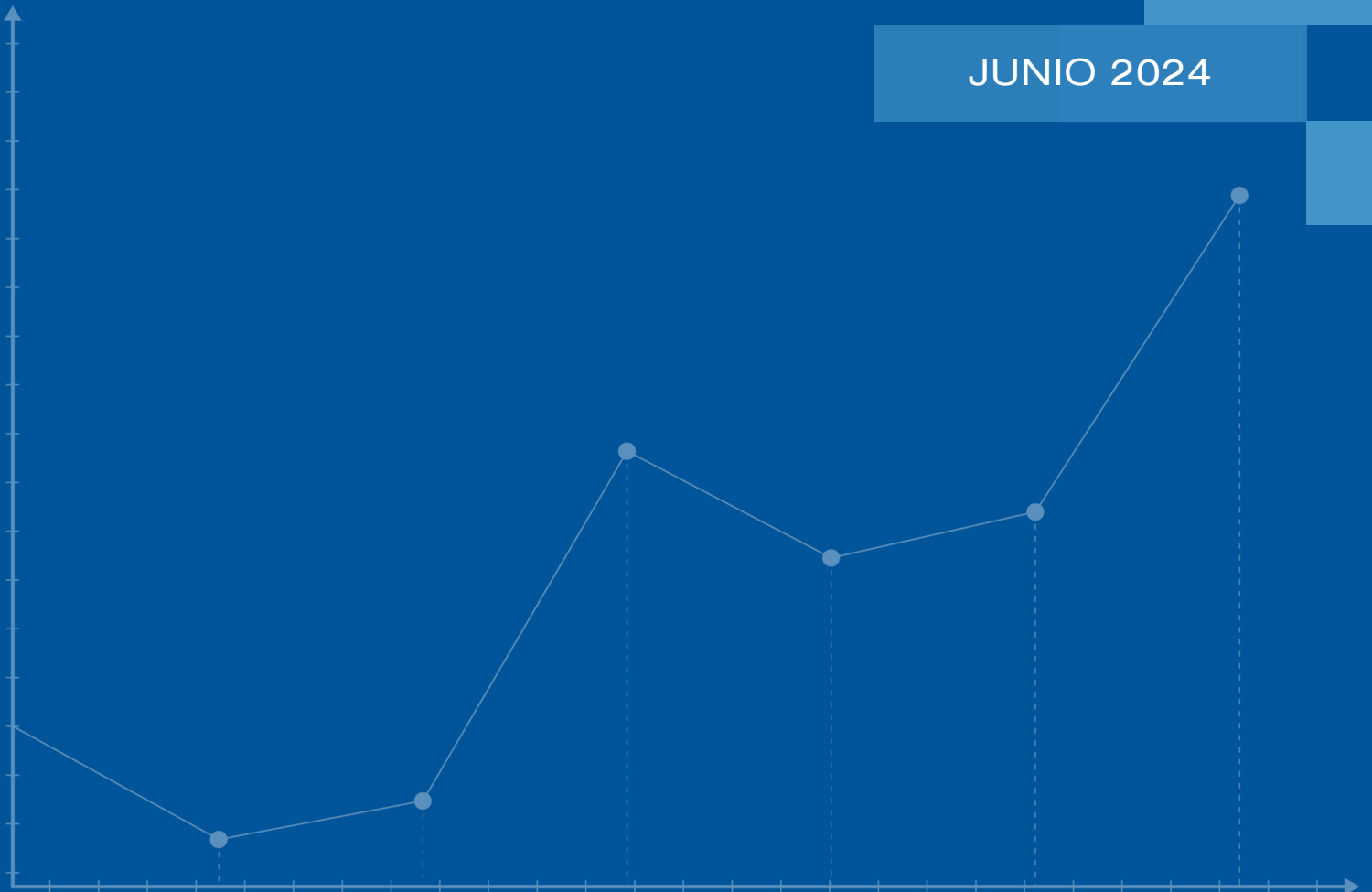


Víctor
Alvargonzález

CUADERNOS DEL MERCADO



JUNIO 2024



Índice

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

Portada

Vigilando el auténtico motor —o freno— del mercado	5
--	---

Renta variable

Ante la duda, resultados y tendencias	7
---------------------------------------	---

Este “toro” sigue siendo un toro joven	12
--	----

Cuidado con lo de que basta “sentarse” en el S&P 500	13
--	----

Renta fija

La red natural de protección en los fondos de renta fija	14
--	----

Apéndice: notas y glosario de términos	16
---	----

Informe mensual de estrategia

correspondiente
al mes de **junio**
de **2024**

Sí, somos muy pesados con lo de la inflación, pero es que predecirla acertadamente es uno de los factores que nos ha permitido obtener buenos resultados en 2022, 2023 y en lo que va de 2024. Previendo que se iba a disparar con la salida de los confinamientos y las consecuencias de la invasión de Ucrania (2022) en el precio de las materias primas, acertando luego en que bajaría (2023 y 2024). Está claro que hay que seguir vigilándola de cerca.

Porque, por muy importante que sea la llegada de la IA al tejido empresarial —y ha sido nuestra “idea fuerza” en renta variable desde inicios de 2023—, la inflación sigue siendo el factor que más mueve los mercados. Y como acaba de salir el PCE —el dato de inflación preferido de la Reserva Federal— iniciamos estos cuadernos analizando el dato.

Pero no solo de inflación vive el inversor. También es muy importante protegerse del ruido ambiental. Y para ello, nada mejor que analizar con cuidado y sentido común los otros tres factores importantes de los mercados, es decir, los resultados empresariales, las valoraciones y las tendencias. En esta ocasión nos centramos en el S&P 500 y el Eurostoxx 50.

Y puestos a ver las cosas en perspectiva, a continuación analizamos la edad de este mercado alcista que estamos viviendo: ¿estamos ante un “toro” viejo o es un “toro” joven? La historia y la estadística nos dan la respuesta. También les recordamos, con datos, por qué eso de “sentarse” en el S&P 500 y olvidarse de todo no es tan buena idea de inversión a largo plazo.

Y como el inversor tampoco vive solo de renta variable, especialmente si su perfil no es de asumir mucho riesgo, analizamos cómo funciona la red de protección natural que generan los bonos cuando alcanzan un determinado tipo de interés. Con números concretos.

Porque en estos “Cuadernos” le damos ideas, pero es en www.nextepfinance.com donde las tiene **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.

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



Víctor Alvargonzález



victoralvargonzalez.com
info@victoralvargonzalez.com

Resumen

El último dato de inflación, el preferido por la Fed (el PCE), se puede ver tanto como un vaso medio lleno como medio vacío. ¿Lo mejor?: la moderación del consumo.

Los resultados de las compañías están siendo mejores de lo esperado, pero solo en algunos sectores.

Las valoraciones son baratas en empresas que no baten las previsiones, caras en las que superan las expectativas. Técnicamente, la tendencia del mercado es buena.

Si es por cuestión de edad, no se preocupen: comparado con sus antecesores, este es un mercado alcista bastante joven.

Los altos tipos de interés actuales generan una red de protección natural a la hora de invertir en renta fija. Sobre todo en los vencimientos de corto y medio plazo.

*** Importante: estos "Cuadernos", que se incluyen en todos los servicios de Nextep, también se venden por separado. Ese es el motivo por el que en alguna ocasión mencionamos las ventajas del servicio que ofrece Nextep. O los buenos resultados de nuestro asesoramiento / gestión de carteras. No se trata, por lo tanto, de "presumir" ante nuestros clientes, sino de transmitir las ventajas del servicio a quienes todavía no lo son (y obviamente nos gustaría que lo fueran).**

Portada / Vigilando el auténtico motor —o freno— del mercado

Hemos sido probablemente de los primeros en España en valorar la importancia de la llegada de la inteligencia artificial generativa (IAG) al tejido empresarial y, en consecuencia, a las cotizaciones bursátiles. Lo saben bien quienes llevan tiempo suscritos a estos cuadernos o son clientes de [Nextep](#) (en perfiles con cierta capacidad de asumir riesgos).

Pero no nos engañemos, lo que más mueve a los mercados no es la IA: es la política de tipos de interés de la Reserva Federal. Que a su vez depende de lo que ocurra con la inflación. Si hay expectativas de que vayan a subir los tipos de interés, baja la bolsa. Y viceversa.

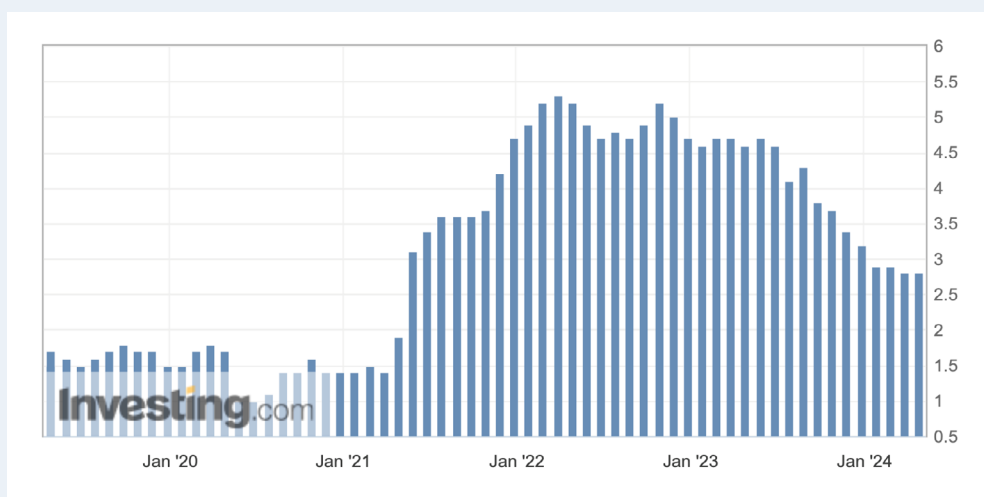
Los tipos de interés dependen de la inflación, así que vigilar la inflación es clave para realizar un buen cálculo de proba-

bilidades sobre lo que puedan hacer los mercados a corto y medio plazo.

Por eso, y porque según redactamos este informe ha salido la medida de inflación preferida de la Reserva Federal, el PCE (“Personal Consumption Expenditures” o “Gastos de Consumo Personal”), hemos pensado que debíamos abrir con ese dato recién salido del horno (oficialmente la inflación se mide por el IPC, pero es un secreto a voces que la Fed considera que el PCE representa mucho mejor la realidad inflacionista del país).

El dato ha sido de un aumento del 2,7 % respecto al mismo periodo del año anterior. Como podemos ver en el gráfico n.º 1, la tendencia bajista se mantiene, pero también es evidente que cada vez cuesta más que la inflación siga bajando.

Gráfico n.º 1: El índice PCE de EE. UU. desde enero de 2020



Fuente: Investing

El dato en sí no es malo, porque nos dice que está a solo 8 décimas del objetivo ideal de la Fed. Y hay que tener en cuenta que hace dos años estaba a 2,3 puntos (fue del 4,3 %). Todavía no se ha ganado la batalla contra la inflación, pero se ha avanzado mucho.

No vamos a entrar en esta ocasión en el análisis por componentes, porque al final lo que mueve el mercado es el dato final. Pero es importante ver qué ha ocurrido con el PCE subyacente, que, como ocurre con el IPC, excluye del cálculo los elementos más volátiles. Y ha sido del 2,8 %, por lo tanto, y dada la similitud, las conclusiones anteriores son igualmente válidas.

Pero, como su nombre indica, el dato del PCE nos ofrece también un dato fundamental, que es la evolución del gasto de los consumidores. Si los consumidores consumen menos, a las empresas les cuesta seguir subiendo precios. Si baja la demanda, bajan —o suben menos— los precios.

Como vemos en el gráfico n.º 2, en este sentido sí tenemos “buenas” noticias. Recordemos que en este mercado “a peor, mejor”, es decir, a peores datos económicos, más probabilidades de que la Reserva Federal baje los tipos de interés, que es lo que más le puede gustar a los mercados financieros (por motivos que ya hemos explicado en informes anteriores).

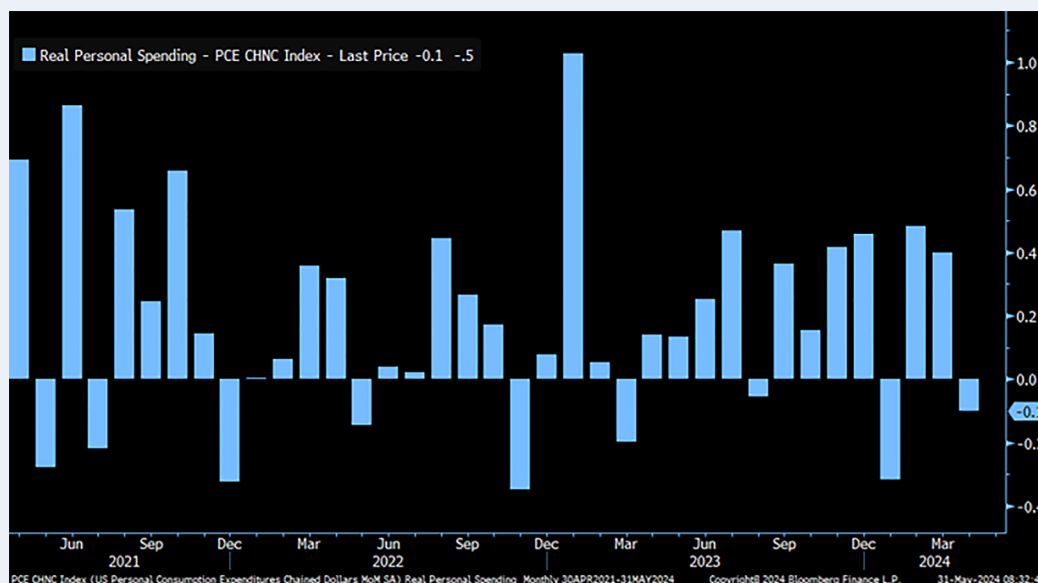
No nos engañemos: lo que más mueve a los mercados es la política de tipos de interés de la Reserva Federal, que a su vez depende de lo que ocurra con la inflación.

* * *

Si los consumidores consumen menos, a las empresas les cuesta seguir subiendo precios. Si baja la demanda, bajan —o suben menos— los precios.

Gráfico n.º 2: Evolución del consumo personal en EE. UU.

Fuente: Bloomberg



Los norteamericanos han gastado menos y esa es una muy buena noticia, especialmente para el mercado de bonos, que son el activo financiero más sensible a la evolución de la inflación.

Para acabar, un breve comentario en relación con la inflación europea.

El dato de IPC ha sido algo peor de lo esperado, al haber subido un par de décimas, cuando se esperaba que subiera solo una.

Aun así es del 2,6 %, lo que supone estar a solo seis décimas de objetivo del BCE.

No es un mal dato, teniendo en cuenta que en la euro esclerótica y económicamente estancada Europa debería ser más fácil que bajara la inflación que en EE. UU. y, por lo tanto, probablemente estamos solo ante un repunte técnico, motivado por un efecto de base (se compara con un mes en el que la inflación bajó significativamente en la eurozona).

Renta variable

Ante la duda, resultados y tendencias

Es normal que los inversores vivan en un mar de dudas. Tanto los medios de comunicación como las redes sociales están llenos de titulares que buscan llamar la atención con malas noticias.

Por eso es tan importante centrarse en los datos y, tratándose de las bolsas, en los resultados de las empresas, las valoraciones y las tendencias.

Gráfico n.º 3: Evolución del S&P 500 desde noviembre de 2023

Fuente: Investing



Vamos a analizar los que entendemos son los dos índices más importantes, el S&P 500 —en representación de los EE. UU.— y el Eurostoxx 50 en representación de la Unión Europea.

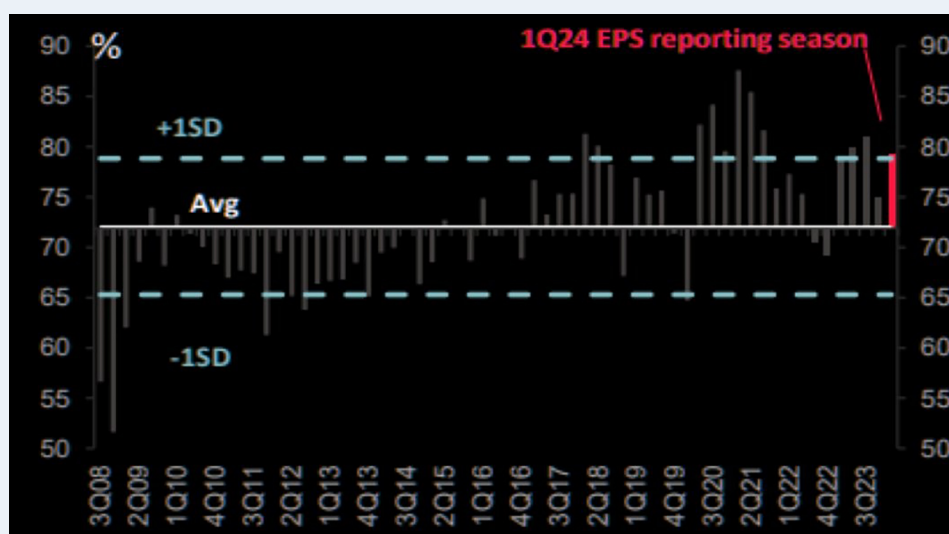
La tendencia del S&P 500 es alcista. El periodo alcista en vigor (el de medio plazo) se inicia en noviembre del año pasado, tiene una corrección entre marzo y abril y retoma el alza, estableciendo nuevos máximos.

Esta no es una opinión, este es un dato basado en el análisis técnico. Tengan en cuenta que la línea de tendencia, para estar bien dibujada, tiene que ir desde el mínimo con el que se inicia el periodo alcista hasta el máximo, pero *sin cruzar* la línea que establece el índice.

Lo siguiente que hay que revisar son los resultados. Si los resultados no acompañan, la tendencia carece del apoyo del análisis fundamental. Pero tan importante como los resultados en sí es que resulten sorpresas positivas. Lo que mueve los mercados son las novedades, no lo que ya conoce todo el mundo. Como dice el refrán español “agua pasada no mueve molino”.

Y, como vemos en el gráfico n.º 4, las sorpresas positivas se mantienen. En el primer trimestre del año, los resultados de un 80 % de las empresas del S&P 500 han superado las previsiones de los analistas. Un nivel en la banda alta de la media histórica.

Gráfico n.º 4: Resultados publicados en EE. UU. vs. predicciones de los analistas

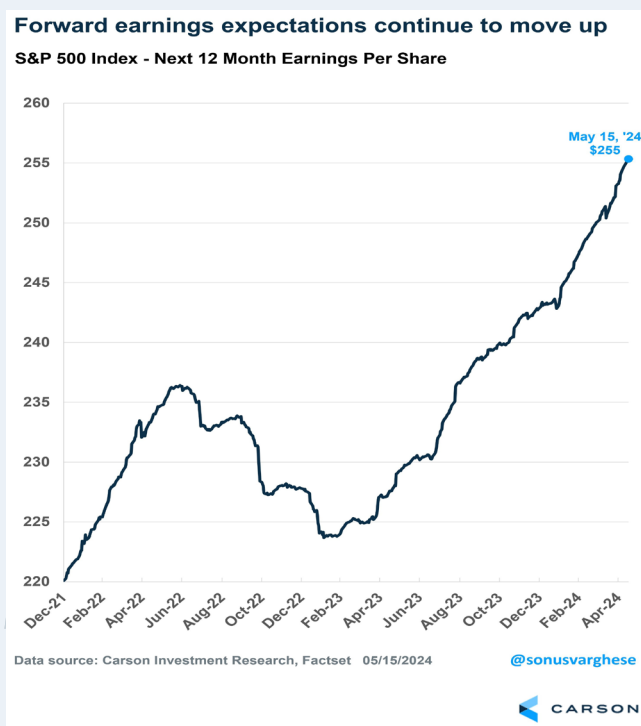


Fuente: Lance Roberts

En cuanto a la evolución, en el gráfico n.º 5 tenemos las estimaciones de beneficios por acción a 12 meses vista, que

claramente acompañan el rally que está teniendo el S&P 500 desde el mes de noviembre.

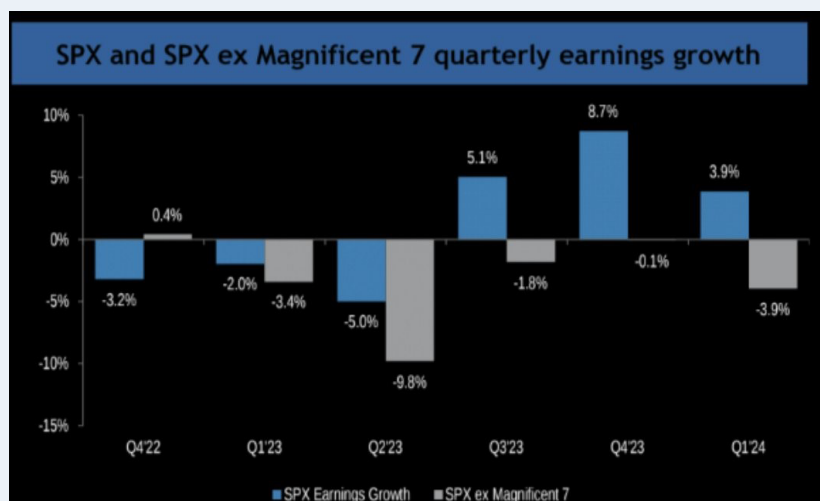
Gráfico n.º 5: Expectativas de beneficios por acción en el S&P 500 a 12 meses



Fuente: Carson Investment Research

Ahora bien, se puede argumentar que ese incremento de los beneficios se debe íntegramente a los grandes empresas tecnológicas, “las 7 magníficas” (en color azul), tal y como podemos apreciar en el gráfico n.º 6. De hecho, en el resto del

mercado (color gris) se produce una ligera caída. Por eso es tan importante que bajen los tipos de interés y ayuden a que no solo ganen dinero las grandes tecnológicas, sino también el resto de sectores.

Gráfico n.º 6: Aumento de los beneficios de las “7 magníficas” vs. resto del mercado

En cualquier caso, a efectos de nuestro análisis esto no es significativo, puesto que estamos analizando cuál es la situación del *índice* a nivel de resultados, no de sectores concretos. De hecho, hay otros sectores que están ganando dinero y superando las expectativas de los analistas, como, por ejemplo, los grandes bancos.

Finalmente está la cuestión de las valoraciones. Viendo el gráfico n.º 7 se puede decir que el S&P 500 está relativamente caro. Pero esto se debe, sobre todo, a la alta valoración de las empresas tecnológicas, que son precisamente las que más dinero están ganando y tienen mayores expectativas de seguir haciéndolo. El resto del mercado estaría muy barato con respecto a la media histórica (en el entorno de un PER Forward de 16).

Gráfico n.º 7: PER del S&P 500 con estimación de beneficios a 12 meses vista

Fuente: Bloomberg

La conclusión de este pequeño examen, realizado sin ruido mediático, basado en los datos y ajeno a los relatos, es que la tendencia del S&P 500 sigue siendo técnicamente alcista, que el incremento de los beneficios se corresponde con dicha tendencia, pero que las valoraciones son algo elevadas en las empresas tecnológicas. Aunque apoyadas por fuertes beneficios.

Por su parte, el Eurostoxx 50 ha entrado en tendencia lateral, pero no tiene mal aspecto, considerando que en la corrección

reciente no llegó a tocar la parte baja del canal de distribución (el que marcan las dos líneas azules del gráfico n.º 8).

Estamos, por lo tanto, ante una pausa en la tendencia alcista, motivada, probablemente, por las dudas sobre si la inflación seguirá bajando o no en Europa. Como hemos comentado en el primer capítulo, la subida del Eurostoxx 50 se basa fundamentalmente en las expectativas de bajada de la inflación y consecuente bajada de los tipos de interés.

Gráfico n.º 8: Análisis técnico del Eurostoxx 50

Fuente: Investing



No obstante, conviene señalar que tampoco están siendo malos los resultados publicados por las empresas de la eurozona. Debemos recordar que el Eurostoxx 50 no es un índice cuyo resultado se base solamente en lo que ocurra en Europa, puesto que está formado principalmente

por multinacionales, que se benefician de una economía global moderadamente alcista. Y donde algunos de los sectores del índice lo están haciendo francamente bien a nivel de resultados, como pueden ser los bienes de lujo, la banca o las empresas de distribución eléctrica.

En cuanto a las valoraciones, Europa está mucho más barata que EE. UU. (cuestión distinta son sus expectativas de crecimiento). Es algo tan evidente que no es necesario demostrarlo con gráficos o datos.

Podemos concluir que la tendencia del Eurostoxx 50 es de pausa, que los beneficios están siendo mejores de lo esperado y que los precios son todavía muy atrac-

tivos, como puede verse también por la rentabilidad por dividendo. Esto último es un dato importante en el caso europeo, puesto que los grandes inversores institucionales no buscan en Europa crecimiento o innovación, simplemente porque no la hay (si se compara con EE. UU.), lo que aprecian es el alto dividendo y su consistencia.

Este "toro" sigue siendo un toro joven

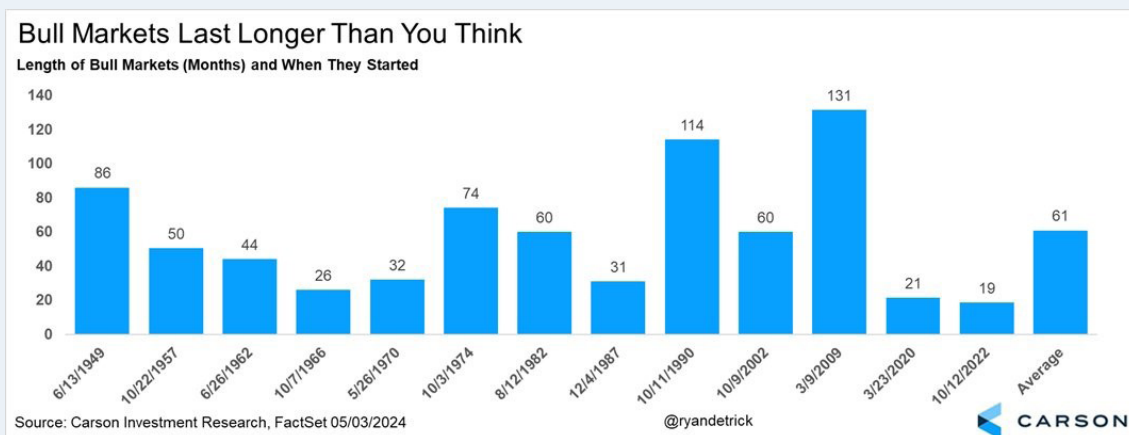
Cada vez que suben las bolsas se produce de forma inmediata la duda de si han subido mucho y les queda poco recorrido.

do desde el punto de vista de la tendencia, de los resultados y de las valoraciones. Ahora vamos a analizarlo comparando el mercado alcista en vigor con otros anteriores. Porque estas cosas conviene no perderlas nunca de vista y así pensar con perspectiva. Los vemos en el gráfico n.º 9.

En el capítulo anterior lo hemos analiza-

Gráfico n.º 9: Mercados alcistas desde 1949, con duración en meses y fecha de inicio

Fuente: Carson Investment Research



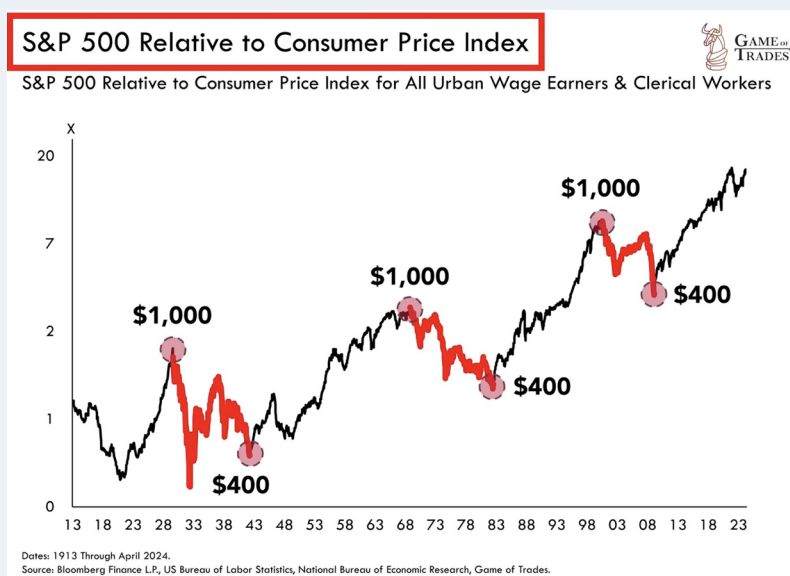
El mercado alcista de largo plazo en el que nos encontramos se inicia a finales de 2022, es decir, tiene ya una duración de 19 meses. Pero resulta que la media histórica es de 61 meses (5 años) y, como pue-

de apreciarse, los ha habido mucho más largos. No sabemos cuánto durará este mercado alcista ("bull market"), pero podemos afirmar que es relativamente joven.

Cuidado con lo de que basta "sentarse" en el S&P 500

El gráfico n.º 10 refleja la evolución del S&P 500 "ajustado" a la inflación, es decir, descontando la inflación.

Gráfico n.º 10: Evolución del S&P 500 descontada la inflación



Fuente: Bloomberg Finance

Y llegamos a las siguientes conclusiones:

1. 1000 \$ invertidos en 1929 se habrían convertido en 400 \$ diez años después. Y se puede sacar exactamente la misma conclusión si se hubieran invertido en 1968 y en 1999.
2. 1000 \$ invertidos en 1929 no habrían generado *ningún* tipo de rendimiento

real (nominal menos inflación) hasta 1963. Y lo mismo se puede decir entre 1968 y 1993 y entre 1999 y 2018.

3. Es falso que "comprar" el S&P 500 y sentarse tranquilamente a esperar sea la mejor opción de inversión, salvo que uno esté dispuesto a pasar décadas seguidas sin rentabilidad *real* positiva.

Considerando todo lo anterior y que existen periodos de sequía en los que otros activos ofrecen rendimientos positivos —bonos, oro, materias primas o determinados sectores

Considerando que hay largas sequías en el S&P 500, la mejor opción es "estar" en el S&P 500 cuando su tendencia es claramente alcista, pero NO sentarse y olvidarse.

de la renta variable—, la mejor opción de inversión es "estar" en el S&P 500 cuando su tendencia es claramente alcista, pero NO sentarse y olvidarse.

Renta fija

La red natural de protección en los fondos de renta fija

La forma inteligente de invertir en renta fija es hacerlo justo a la inversa de la forma inteligente de pedir un crédito.

una red de protección en el momento de realizar la inversión.

Cuando pides un crédito, lo más inteligente es pedirlo a tipo fijo cuando los tipos de interés son muy bajos. Así te aseguras que pagarás muy poco durante mucho tiempo.

Cuando el tipo de interés es alto, te estás cubriendo frente a posibles bajadas en el precio del bono. Los precios de los bonos se mueven de forma inversamen-

Cuando inviertes en renta fija, estás prestando dinero, con lo cual lo que te interesa es prestarlo al mayor tipo de interés posible, durante el mayor tiempo posible.

Cuando el tipo de interés de un bono es históricamente alto, te estás cubriendo frente a bajadas en el precio. Un cupón alto actúa de amortiguador en caso de subidas de tipos.

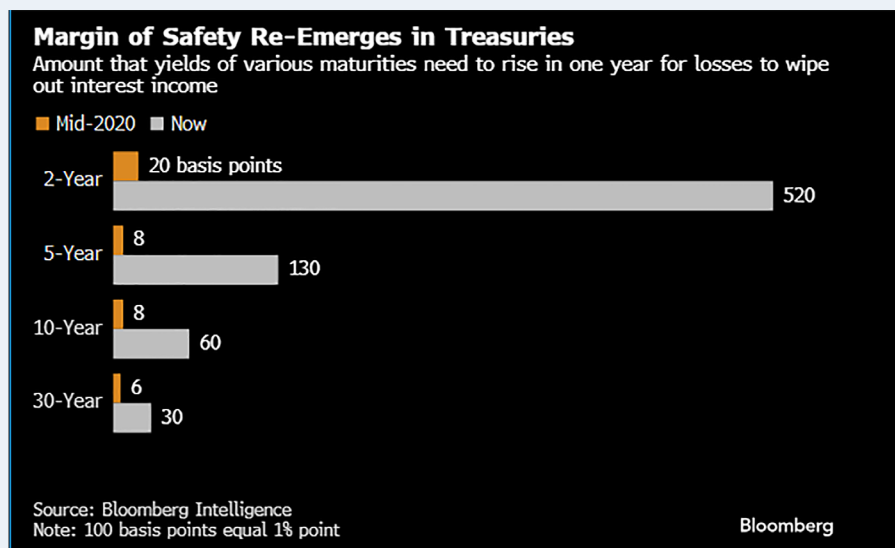
te proporcional a los tipos de interés (*), por lo que si en el mercado suben algo más los tipos se puede perder dinero en la valoración del bono (o en los fondos de renta fija que invierten en bonos). Pero

Pero es que, además, esta actitud no solo es inteligente de cara a los rendimientos futuros, sino que además genera

cuando tienes un cupón elevado, ya sea en el bono, ya sea en el fondo de renta fija, tu cupón actúa como un amortiguador ante la caída del precio. En el cuadro n.º 1 vemos un ejemplo actualizado.

Cuadro n.º 1: Margen de seguridad en los bonos del Estado (EE. UU.)

Fuente: Bloomberg Intelligence



El cuadro muestra en qué cuantía deberían subir los tipos de interés en el mercado a lo largo de 12 meses en deuda pública norteamericana para que la bajada del precio se “cargue” la rentabilidad por cupón (1). Y se compara la situación actual con la de mediados de 2020, cuando los tipos eran muy bajos.

Por ejemplo, en el caso de los bonos con vencimiento a dos años, que son los que ofrecen actualmente un mayor cupón, en 2020 bastaba una subida de tipos de 20 puntos básicos (0,20 %) para anular el rendimiento del cupón.

Por eso, cuando se dispararon los tipos de interés en 2022 y se hundió el precio de los bonos, el hundimiento fue mayor: porque casi no había red de protección vía cupón, ya que los tipos eran muy bajos.

Ahora mismo, la situación es justo la contraria: los tipos de los bonos a dos años, en lugar de estar en el entorno del 2 % están cerca del 5 %, de forma que tendría que caer mucho el precio para anular el efecto del cupón.

Concretamente los tipos de interés tendrían que subir 520 puntos básicos, es decir, 5,20 %.

Y a partir de ahí el cuadro muestra el resto de vencimiento importantes, y cuál es esa red de seguridad: una subida de tipos de 130 puntos (1,30 %) básicos en el caso de los bonos a cinco años, etc.

Como puede verse, a mayor periodo de vencimiento, menos red de seguridad, al menos en la situación actual, en la que la curva de tipos está invertida.

Por eso, cuando en 2023 empezamos a recomendar normalizar la posición de renta fija en nuestras carteras recomendadas —tras haber recomendado su venta total a principios de 2022 y su sustitución por monetarios—, recomendamos empezar por una duración de corto y medio plazo en el grueso de la cartera de fondos de

renta fija, lo cual nos ha cubierto en los periodos de volatilidad.

Obviamente, si finalmente bajan los tipos de interés, al cupón se sumará la plusvalía, pero mientras tanto habremos reducido la volatilidad gracias a ese cupón elevado.

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 60 €** al trimestre (servicio básico con cuota trimestral).

Y si prefiere delegar la gestión de su cartera, tiene a su disposición nuestro [Servicio de carteras gestionadas](#).

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.

Víctor
Alvargonzález