

Víctor
Alvargonzález

CUADERNOS DEL MERCADO

32

OCT 2019



Índice

Resumen	4
Renta variable	
Nadando en “cash”	5
Dividendos vs. cupones	8
Cortos en bonos – largos en bancos	11
Renta fija	
Bonos, en máximos de los últimos 5.000 años	14
Qué podría desinflar la burbuja de los bonos europeos	16
Notas	21

Informe mensual de estrategia

correspondiente
al mes
de octubre
de 2019

Hasta ahora, la cantidad de dinero disponible en manos de los inversores ha funcionado muy bien como indicador adelantado de la evolución futura de los mercados. A más dinero no remunerado, más combustible para las bolsas, los bonos o ambos. Desde que inicié el seguimiento de este dato, el SP 500 ha subido un 28%, el Eurostoxx 600 un 20% y los bonos —fondos de renta fija— han tenido un “rally” extraordinario. Así que, siguiendo la costumbre, en este número revisamos el nivel de los depósitos de gasolina y sus implicaciones para la evolución futura de las bolsas.

A continuación, y a riesgo de ser pesados, volvemos a insistir en la importancia de la enorme diferencia que se ha establecido entre la baja rentabilidad por cupón que ofrecen los bonos —especialmente los europeos— y la alta rentabilidad por dividendo que ofrecen las acciones. En este número analizamos de qué maneras puede revertirse a la media histórica.

También repetimos tema con los bancos. En esto tampoco nos importa ser pesados, ya que probablemente se acerca una oportunidad de inversión histórica y no queremos arrepentirnos de no haberla compartido con Uds. Hoy aportamos nuevas pistas sobre cómo acertar en el momento de entrada en el sector. Y les ofrecemos dos ideas por el precio de una: largos en banca europea – cortos en bonos.

En el apartado de renta fija les traemos una información que probablemente nadie les haya contado y que puede tener una importancia enorme en el largo plazo. Y luego, para finalizar, trataremos de adivinar cuáles pueden ser los alfileres que podrían desinflar la burbuja que creemos se está generando en los bonos europeos.

Y recuerden: aquí tienen las ideas, en www.nextepfinance.com tienen los nombres y los apellidos. Nuestro servicio de asesoramiento personalizado le indicará los fondos de inversión —y pronto también los ETF— que mejor reflejan estas ideas, sean de su entidad financiera o seleccionados en el mercado (Ud. elige la fórmula que prefiere). Con un servicio de seguimiento que incluye alertas, notificaciones, videos con recomendaciones, notas de análisis y, en definitiva, todo lo que necesita para gestionar su cartera con la ayuda de un asesor financiero realmente independiente. Un asesoramiento en el que puede confiar, porque en Nextep no cobramos comisión alguna de los productos o entidades que recomendamos. Sólo trabajamos para Ud.

Esperando que estos “Cuadernos” resulten de su agrado, reciba un saludo muy cordial,



victoralvagonzalez.com
info@victoralvagonzalez.com

Víctor Alvargonzález

✓ *Nunca ha habido tanto dinero no remunerado en carteras gestionadas. Ni tantos bonos con rentabilidad negativa.*

✓ *El miedo y la incertidumbre mantienen todo ese dinero almacenado con rentabilidad cero o cupón negativo.*

✓ *Si se rebajara la tensión y el nivel de incertidumbre, podría encenderse de nuevo el motor bursátil. Combustible desde luego no falta.*

✓ *O suben las acciones o bajan los dividendos, o bajan las acciones o suben los tipos de interés de los bonos. El diferencial dividendos vs. cupones no puede seguir así mucho tiempo.*

✓ *Largos en bancos-cortos en bonos. Un "long-short" de libro. Pero el "timing" es complicado. La clave está en el estímulo fiscal.*

✓ *Los tipos de interés nunca han estado tan bajos. Esto debería ser motivo de reflexión a la hora de invertir en bonos.*

Renta variable

Nadando en “cash”

En uno de los primeros números de estos “Cuadernos”, el de abril de 2017, les decía que las bolsas se comportan como un vehículo de tracción mecánica: a más carburante en el depósito, más lejos llegan. Y que, a más calidad del carburante, más rápido lo hacen. Aunque en el caso de las bolsas habría que decir más alto.

También decía en aquel momento que teníamos el depósito lleno y aventuraba que las bolsas seguirían subiendo. Y, efectivamente, la cantidad y calidad del carburante se ha demostrado un buen predictor. Desde aquel “Cuaderno” —que está a su disposición si lo solicitan en info@victoralvargonzalez.com — hasta hoy, el SP 500 ha subido un 30% y el Eurostoxx 600 de la euroesclerótica Europa ha subido un 20%, que no está nada mal si tenemos en cuenta que la inflación acumulada en el periodo en España ha sido de aproximadamente un 3% y el dinero en el banco ha dado un 0% de interés.

Así que, dado que el análisis del “combustible” disponible es uno de los factores que pueden

influir en la evolución futura de las bolsas, cada cierto tiempo revisamos el nivel de carburante. En el caso del motor bursátil se distribuye en varios depósitos con distintos tipos de carburante. Uno de ellos es el exceso de dinero líquido que mantienen en las carteras de sus clientes los gestores y asesores financieros.

Me dirán ustedes, con razón, que, si bien es cierto que ha ido dinero a las bolsas, también ha ido incluso más a los bonos. Y que hay incluso más dinero en depósitos ahora que antes.

La explicación es muy sencilla y la he comentado en números anteriores de estos cuadernos, así como en diversos artículos. Todo se resume en una palabra: miedo. Miedo a “la crisis que viene” y lleva años “viniendo”, miedo a la recesión que *podría* llegar, miedo a la volatilidad que genera Donald Trump —este último es un miedo con una base muy real—, miedo que aportan las redes sociales y los medios de comunicación (1), porque el miedo vende y genera lectores y seguidores, y una larga lista de miedos reales o imaginarios que ha buscado en

Uno de los depósitos de combustible de las bolsas es el exceso de dinero líquido que mantienen en las carteras de sus clientes los gestores y asesores.

los bonos su refugio y ha disparado su precio. Bonos que, como saben, he recomendado —también en estos “Cuadernos”— hasta hace un par de meses, pero ahora creo que están tocando su límite de revalorización.

El dinero líquido no ha ganado nada y en muchos casos está *pagando* por estar depositado en los bancos, así que es gasolina de mucha calidad para los mercados, pero los bonos se han beneficiado del incremento de la demanda que ha generado el miedo y la desinflación. El problema vendrá cuando se enfríe esa demanda, dejen de subir los precios, no se pueda dar “el pase” al bono y la gente se quede con bonos que ni suben ni pagan cupón. Y con los tipos de interés en los niveles más bajos de los últimos 5.000 años —ver capítulo “Bonos, en máximos de los últimos 5.000 años”— no hay que ser un lince para darse cuenta de que el margen de bajada de tipos y subida de precios (2) es cada vez más pequeño.

Las cifras del dinero “agazapado” en depósitos son importantes. Lo vemos en el Gráfico n.º 1, donde tenemos el resultado de una encuesta de la consultora Capgemini a nivel mundial sobre cómo distribuyen las inversiones de sus clientes gestores y asesores financieros.

Lo primero que llama la atención son los niveles de liquidez (“cash”): casi un 30%, cuando la media histórica en una gestión de cartera es de, como mucho, un 15%.

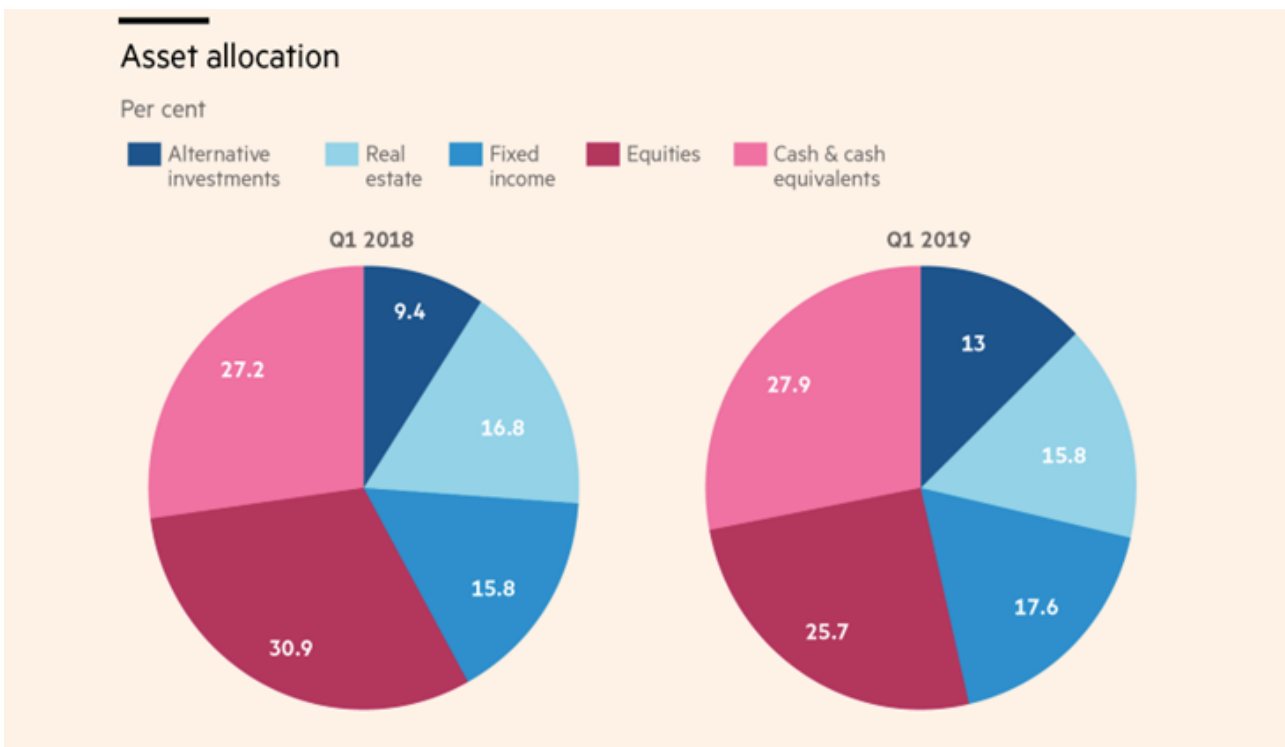
Lo primero que llama la atención son los niveles de liquidez (“cash”): casi un 30%, cuando la media histórica en una gestión de cartera es de, como mucho, un 15%. Y en esta ocasión es un dinero que o no cobra ningún tipo de remuneración o incluso paga por estar depositado. Y si está en una cartera gestionada *paga por la gestión*. De momento su destino, en caso de que el gestor decida invertirlo, están siendo mayoritariamente los bonos, como muestra la propia encuesta, pero ¿seguirá siéndolo el día que dejen de caer los tipos de interés y deje por lo tanto de subir el precio de los bonos? Y, como vemos en la Tabla n.º 1, son bonos que en la mayoría de los casos a estos precios dan cupón negativo.

En mi modesta opinión, lo más probable es que cuando dejen de subir los bonos al menos una parte de ese dinero que está en “cash” vaya a renta variable. Ese depósito de combustible, el de la liquidez no remunerada que paga comisión “de gestión” está, por lo tanto, lleno. La cuestión sería ¿perderán algún día el miedo los gestores? Mi respuesta es que va a costar, pero que al final el miedo se reducirá por el peso de las matemáticas. Miedo o no miedo la bolsa norteamericana —el SP 500— lleva una revalorización del 18% en lo que va de año y la bolsa europea —el Eurostoxx 600— un 17%.

Esto, unido a una rentabilidad por dividendo muy superior al cupón cero o negativo de los bonos hará que, a poco, los bonos

dejen de revalorizarse y los gestores miren hacia la renta variable.

Gráfico n.º 1: *Cómo colocan los gestores el dinero de sus clientes*



Fuente: Capgemini Global HNW Insights Survey – FT

Lo segundo que observamos es que el nivel de renta variable (“Equities”) de las carteras es más bajo que hace un año, lo cual, por cierto, no parece justificar esa teoría de una “burbuja” en la renta variable. Para que haya una burbuja los inversores tienen que estar hasta el cuello del activo objeto de la burbuja. Y los niveles de liquidez mencionados anteriormente tampoco coinciden con lo que sería una burbuja en la renta variable.

Todavía más llamativa en términos de “gasolina” resulta la Tabla n.º 1, que muestra como una gran parte de la deuda de los países occidentales no ofrece cupón alguno o es negativo, es decir, hay que pagar por tenerlos. Quitando EE.UU., hay que irse a plazos muy largos para encontrar una situación normal, en la que el que pide prestado *paga* porque le presten dinero y no a la inversa.

Tabla n.º 1: Pagando por prestar dinero (bonos con rentabilidad negativa)

Interest Rates in the Developed World														
As of 9/04/2019														
Country	PolicyRate	6-Month	1-Year	2-Year	3-Year	4-Year	5-Year	6-Year	7-Year	8-Year	9-Year	10-Year	15-Year	30-Year
Switzerland	-0.75	-1.20	-1.15	-1.15	-1.16	-1.14	-1.10	-1.06	-1.03	-1.02	-1.03	-0.98	-0.77	-0.53
Germany	-0.40	-0.81	-0.83	-0.90	-0.92	-0.93	-0.88	-0.88	-0.84	-0.78	-0.72	-0.66	-0.51	-0.13
Netherlands	-0.40	-0.79		-0.87	-0.90	-0.87	-0.81	-0.74	-0.69	-0.62	-0.57	-0.51	-0.39	-0.14
Sweden	-0.25	-0.50		-0.67		-0.74	-0.71	-0.63		-0.53	-0.42	-0.31	-0.14	
Denmark	-0.65	-0.77		-0.89	0.00		-0.84	0.00		-0.75		-0.64		
Finland	-0.40		-0.76	-0.81	-0.78	-0.76	-0.75	-0.64	-0.60	-0.50	-0.45	-0.37	-0.21	0.08
Austria	-0.40		-0.70	-0.79	-0.78	-0.76	-0.69	-0.64	-0.55	-0.53	-0.48	-0.39	-0.15	0.20
Japan	-0.10	-0.28	-0.27	-0.30	-0.31	-0.34	-0.35	-0.37	-0.39	-0.38	-0.34	-0.28	-0.10	0.11
France	-0.40	-0.71	-0.74	-0.81	-0.84	-0.81	-0.73	-0.66	-0.59	-0.51	-0.44	-0.35	-0.04	0.49
Belgium	-0.40	-0.75	-0.75	-0.80	-0.80	-0.73	-0.63	-0.59	-0.52	-0.45	-0.38	-0.31	-0.02	0.57
Ireland	-0.40		-0.58		-0.62	-0.58	-0.50	-0.39	-0.31		-0.12	-0.02	0.28	0.82
Spain	-0.40	-0.59	-0.54	-0.57	-0.55	-0.39	-0.32	-0.17	-0.09	-0.01	0.07	0.17	0.59	1.06
Portugal	-0.40	-0.55	-0.54	-0.68	-0.48	-0.35	-0.29	-0.14	-0.08	0.00	0.10	0.17	0.56	1.09
Italy	-0.40	-0.30	-0.31	-0.33	-0.06	0.07	0.28	0.30	0.56	0.62	0.65	0.84	1.36	1.89
United Kingdom	0.75	0.72	0.42	0.36	0.31	0.35	0.35	0.29	0.33	0.37	0.44	0.50	0.71	1.00
Australia	1.00	1.01	0.89	0.77	0.72	0.71	0.72	0.77	0.82	0.86	0.92	0.93	1.17	1.52
New Zealand	1.00		1.73	0.77			0.81		0.93			1.02	1.20	
Canada	1.75	1.62	1.54	1.32	1.26	1.21	1.16		1.14			1.14		1.41
United States	2.13	1.86	1.73	1.46	1.39		1.35		1.43			1.49		1.98

Fuentes: @CharlieBilello y <https://www.biancoresearch.com>

Las conclusiones son evidentes:

a. Las bolsas no suben más todavía por el miedo y la incertidumbre que atentan a la mayoría de inversores y analistas. Si ese miedo llegara a moderarse o desapareciera, sobraría “carburante” para poner en marcha nuevas subidas.

b. El “depósito” de carburante en for-

ma de liquidez “gestionada” es históricamente alto, pero el que es absolutamente histórico son los 13 billones de dólares que están en bonos con rentabilidad negativa.

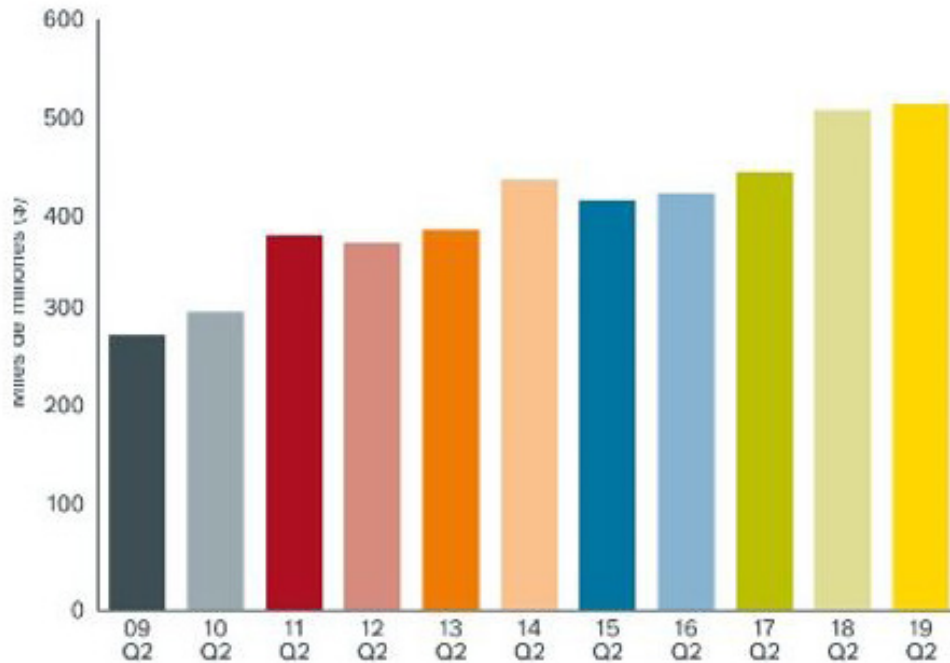
c. Si dejan de caer los tipos de interés, los bonos con rentabilidad negativa serían carburante de primera calidad para la renta variable.

Dividendos vs. cupones

Otro elemento que, en mi opinión, acabará reflejándose positivamente en la evolución de los mercados de renta varia-

ble global es el nivel de dividendos que reparten las empresas cotizadas. Los tienen en el Gráfico n.º 2.

Gráfico n.º 2: *Dividendos de las empresas a nivel global.*



Fuente: Janus Henderson Investors & Funds People. En miles de millones de dólares USA

La rentabilidad por dividendo del índice mundial MSCI es actualmente del 1,30%, pero si excluimos Japón, donde la remuneración por dividendo es históricamente baja, esa cifra se aproximaría al 2%. Y si, por ejemplo, cogiéramos sólo Europa, la cifra aumentaría hasta casi un 3%. Tengamos también en cuenta que en EE.UU., el mercado más grande, se está utilizando la recompra de acciones en sustitución del dividendo para remunerar al accionista. Si se sumaran las cantidades dedicadas a recompra a la remuneración total, esta sería muy superior a ese 1,30%.

Comparemos ahora estas cifras con la rentabilidad cero o el dinero que hay que

pagarles a los Estados que aparecen en la Tabla n.º 1 por prestarles dinero. Y recordemos que, históricamente, la rentabilidad por dividendo es más baja que el cupón de los bonos, puesto que al invertir en acciones se busca el dividendo, pero sobre todo se busca la revalorización, mientras que en los bonos *normalmente* se busca cobrar un cupón. Pero como puede verse, la situación actual no es en absoluto normal.

El ratio de valoración basado en la relación entre los dividendos que pagan las empresas y los cupones que pagan —o más bien *cobran*— ahora los bonos

muestra que pocas veces, por no decir ninguna, han estado tan baratas las acciones en relación con los bonos. Así que, para volver a cierta normalidad, o suben las acciones o bajan los dividendos o suben los tipos de interés de los bonos.

Puede que lleve tiempo, pero las distorsiones financieras acaban tendiendo a normalizarse. Para que caigan los dividendos tendríamos que entrar en una recesión global. Pero muy profunda tiene que ser una recesión para que bajen los dividendos. Y, además, de todas las empresas. De hecho el “dividend yield” suele ser bastante estable, incluso durante recesiones. Reducir el dividendo es una decisión complicada para una empresa. A día de hoy recesión global no hay, y es un riesgo que sólo está relativamente claro en la eurozona. Con los datos actuales no parece que el equilibrio vaya a venir de una drástica caída del dividendo.

Para que suban los tipos de interés tendría o bien que crecer la economía o diluirse esa sensación de miedo a no se sabe muy bien qué que flota en el ambiente. O que ocurriera cualquiera de las cosas que podrían romper la burbuja de los bonos, que enumeramos en el último capítulo de este informe. Un ajuste al alza de los tipos de interés de los bonos lo vemos más probable, especial-

mente si Europa toma medidas de estímulo fiscal en lugar de dejar al BCE toda la carga de luchar contra el estancamiento y la desinflación.

Honestamente sólo puedo decir con seguridad que la distorsión financiera que supone el actual diferencial entre cupones y dividendos acabará y que volveremos a una situación acorde con la media histórica. El cómo todavía no lo sé, pero me inclino más por que a medio plazo (de uno a tres años vista) se normalice, aunque sea levemente, la situación de los tipos de interés, continúe la tendencia alcista en las bolsas y que la combinación de ambos efectos normalice, al menos en cierta medida, la valoración del ratio cupones vs. dividendos.

Tampoco descarto que la incompetencia de los gobernantes nos lleve a la “japonización” global, en cuyo caso la normalización sería por bajada de los dividendos. Pero, pese a haber sido de los primeros en alertar hace ahora siete años sobre este asunto de la “japonización” (3), creo que es difícil que ocurra a nivel global, como decía en aquel artículo.

Para que desaparezca esta distorsión financiera, o suben los tipos de interés o bajan los dividendos o sube el precio de las acciones.

Cortos en bonos – largos en bancos

En los últimos números de estos “Cuadernos” he tocado en varias ocasiones el tema de la inversión en el sector bancario europeo. La idea que subyace es que bancos va a seguir habiendo, aunque vayan a ser menos y muy diferentes a los actuales y que han bajado muchísimo de precio. Es evidente que en algún momento el sector bancario europeo será una buena opción de compra y que el secreto está en el “timing” y la selección de valores. Les hablé de ambas cosas en números anteriores de estos “Cuadernos”.

Hasta ahora he compartido con Uds. algunas ideas sobre cómo ir estableciendo ese “timing” basadas en el análisis fundamental y en la lógica de la economía de mercado, es decir, en que tarde o temprano tendrán que iniciarse procesos de fusiones y adquisiciones, probablemente alentados y patrocinados por el Banco Central Europeo. Y que esa puede ser una de las señales para empezar a tomar posiciones.

Pero hay otro dato o movimiento de mercado que creo puede ayudar a establecer el “timing” de entrada (sobre el cual evidentemente avisaremos en tiempo real y con recomendaciones detalladas so-

bre productos concretos a los clientes de Nextep Finance, www.nextepfinance.com, tan pronto consideremos haya llegado el momento de hacerlo, a través de notificaciones personalizadas).

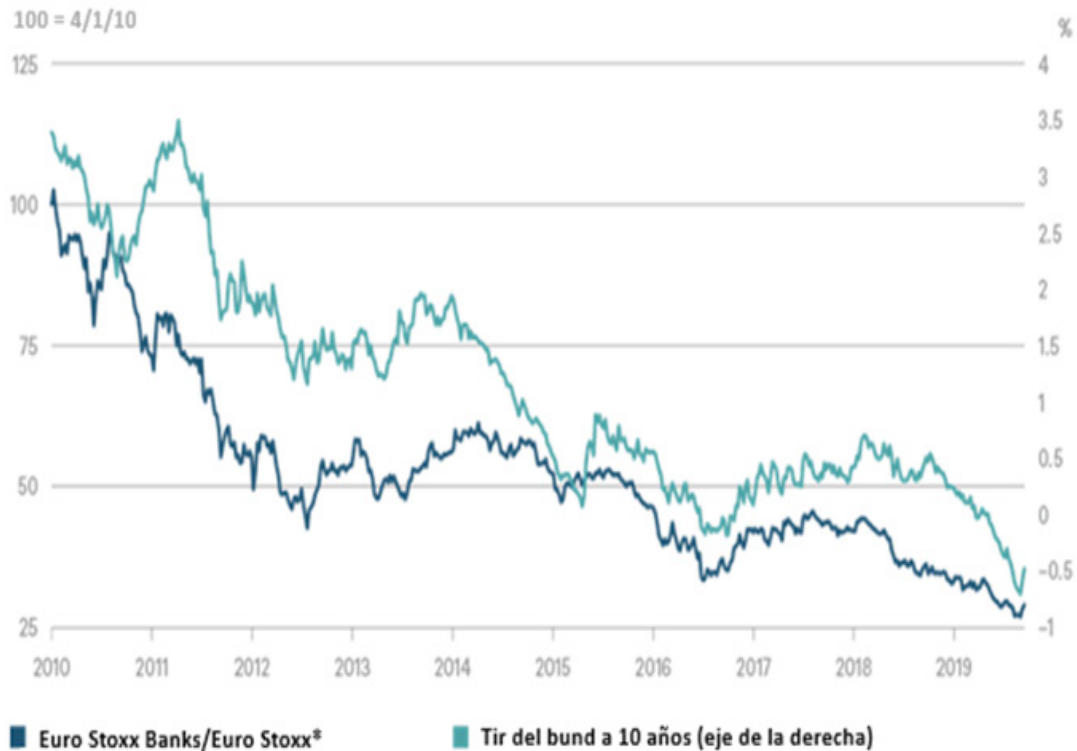
El caso es que, en nuestra labor de “vigías”, además de vigilar las noticias y movimientos que apunten a procesos de fusiones y adquisiciones, vamos a vigilar la evolución de los bonos soberanos de la Eurozona y muy especialmente los del Bund alemán. Porque un cambio de tendencia en los bonos europeos

supondría, casi con total seguridad, un cambio de tendencia en la cotización de los bancos.

Si observan el Gráfico n.º 3 verán como la evolución del tipo de interés o TIR del mercado de bonos y la cotización del sector bancario europeo van en la misma dirección (lo que se conoce en el mercado como una correlación directa y positiva).

Un cambio de tendencia en los bonos europeos supondría, casi con total seguridad, un cambio de tendencia en la cotización de los bancos.

Gráfico n.º 3: Valoración del sector bancario de la Eurozona y TIR del bund alemán a 10 años.



Fuente: @DeutscheBankES @MorningstarES

Si la caída de los tipos de interés erosiona el margen de los bancos y encima les cuesta dinero tener sus depósitos en el Banco Central Europeo, tiene toda su lógica que el anuncio de tipos todavía más bajos que representa la bajada de tipos de los bonos a largo plazo haga caer las cotizaciones de la banca.

Pero, por el mismo motivo, si ocurriera en algún momento lo contrario, es decir, que hubiera un repunte de los tipos de interés en el mercado de bonos, beneficiaría

a la cotización de la banca. A niveles tan bajos como los actuales ni siquiera sería necesario un gran cambio de tendencia. Bastaría un ajuste al alza.

Que suban significativamente los tipos de interés en Europa a corto y medio plazo es muy difícil. Para que ocurra harían falta políticas valientes dirigidas a reactivar la economía europea. Y para ello harían falta políticos valientes con capacidad de liderazgo y no hay de eso en la Europa actual. No es imposible, pero es muy difícil.

Pero sí podría ocurrir que, ante la constatación de que la política monetaria no da más de sí, los políticos decidan poner algo de su parte. Eso podría establecer un suelo en los tipos de interés de los bonos, como ha ocurrido en Japón (ver Gráfico n.º 6). Y, por lo tanto, un suelo a la caída del sector bancario. Y a efectos de “timing” de compra lo primero que necesitamos es establecer un suelo.

Para los clientes más agresivos la oportunidad sería doble: ponerse “cortos” en bonos europeos y largos en el sector bancario. Sobre lo primero acabamos de enviar una Nota de Análisis desde Nextep — www.nextepfinance.com —, con productos concretos que se beneficiarían de la caída del precio de los bonos. Lo siguiente que haremos, cuando llegue el momento, es incluir en las carteras recomendadas fondos especializados en el sector bancario. El conjunto es lo que técnicamente se conoce como una operación “long-short”: largos en banca europea – cortos en bonos. Hemos empezado por los bonos.

No hay tantas oportunidades de identificar activos con un cierto valor intrínseco y poder comprarlos en sus horas bajas. Y los bancos lo tienen, porque, aunque distinta, seguirá habiendo actividad bancaria. Si a esto añadimos la oportunidad

de apostar, en paralelo, contra activos que puedan estar sobrevalorados —como ahora los bonos europeos de largo plazo— el beneficio puede llegar a ser doble.

A efectos de timing de compra del sector bancario, lo primero que necesitamos es establecer un suelo. Y una pista nos la pueden dar los tipos de interés de los bonos.

Renta fija

Bonos, en máximos de los últimos 5.000 años

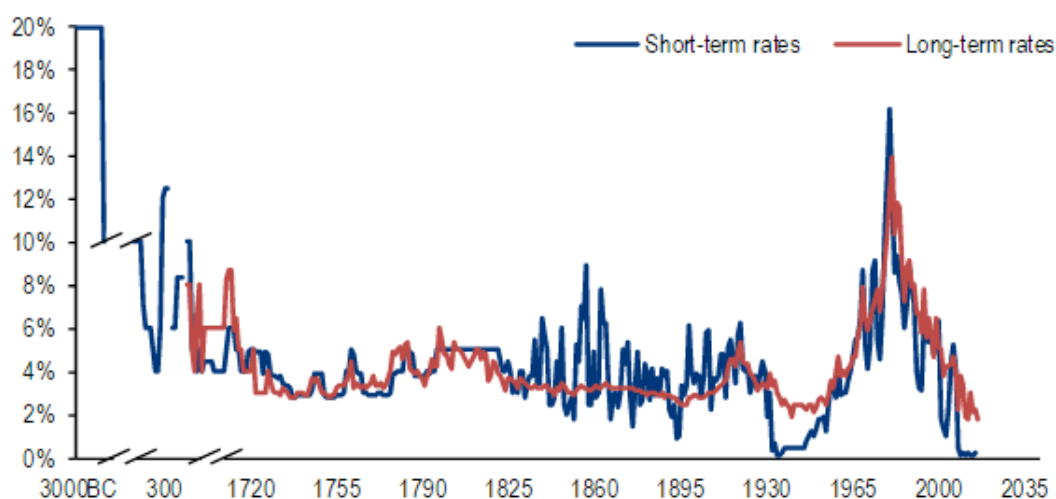
En el Gráfico n.º 4 les muestro la evolución de los tipos de interés en los últimos 5.000 años. Si les dijera que este estudio lo he realizado yo seguramente anularían inmediatamente su suscripción a estos “Cuadernos”, pensando que me he vuelto loco o algo así. Pero como esta afirmación es el resultado del trabajo conjunto del Bank Of America Merrill Lynch, el Banco de Inglaterra y los economistas Homer & Sylla en su libro *Historia de los tipos de interés* —de nada menos que 700 páginas—, la cosa cambia.

Los tipos de interés nunca han estado tan bajos desde que existen. Por lo tanto nunca ha estado tan alto el precio de los bonos. Es para reflexionar sobre ello.

Lo más importante es que con estos autores se pueden tomar Uds. el Gráfico n.º 4 y el estudio en serio y así nos ahorramos perder tiempo en explicar la metodología y vamos a lo importante, que es que los ti-

Gráfico n.º 4: Los tipos de interés más bajos de los últimos 5.000 años.

Chart 2: The lowest interest rates in 5000 years



Fuente: BofA Merrill Lynch, BoE, Global Financial Data, Homer&Sylla “A History of Interest Rates”

pos de interés nunca han estado tan bajos desde que existen. Por lo tanto nunca ha estado tan alto el precio de los bonos desde que existen los bonos. Es como para reflexionar sobre ello.

Hace una semana enviamos una Nota de Análisis a los clientes de Nextep —los de perfiles agresivos—, en la que dábamos los nombres e información detallada de una serie de productos que se beneficiarían de una eventual tendencia bajista en el precio de los bonos europeos.

Se trata de productos de renta fija “inversos”, que suben si cae el precio de los bonos. No tanto porque esperemos una caída violenta, para eso tendríamos que tener políticos valientes y competentes dispuestos a sacar a Europa de su euroesclerosis y no la van a sacar los mismos que la han metido en ella. Pero, como contamos en dicha Nota, sí que podría producirse una cierta normalización de los tipos de interés.

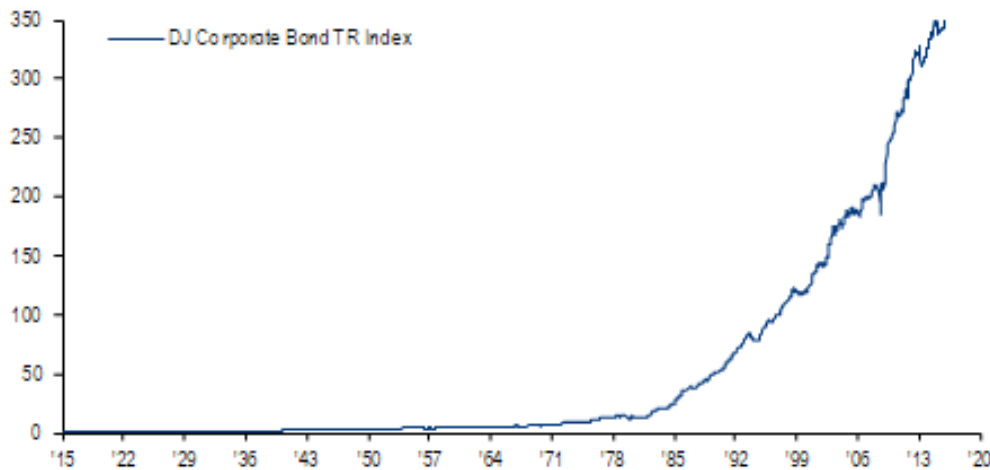
Porque no es normal no solo que los tipos estén en los niveles más bajos de los últimos 5.000 años, sino que, además, se le *pague* a alguien por prestarle dinero, que es lo que está pasando con la mayoría de la deuda de los países avanzados (excepto en EE.UU.). Y menos todavía que

entre los que cobran por recibir prestado estén países como España o Italia.

El caso es que podemos afirmar que estamos ante una situación absolutamente excepcional. Es más: nuestra idea de tener en cartera un producto que apueste por una corrección al alza de los tipos de interés es a medio plazo, pero viendo el gráfico podría llegar a ser también una buena recomendación a largo plazo. Aunque ahora parezca imposible, la economía es cíclica y probablemente no fuera este tipo de producto un mal regalo para los ahorros de la gente joven. No olvidemos que la clave en los mercados es comprar barato y vender caro. Y lo que está claro es que ahora mismo si apostamos contra el valor de los bonos estamos “vendiéndolos” muy caros, por mucho que puedan llegar a estar algo más caros o quedarse en estos niveles durante una buena temporada.

Otra muestra de lo extremo de la valoración de los bonos la tenemos en el Gráfico n.º 5. Hace referencia a un periodo más corto —es “sólo” desde 1915— y muestra la evolución del precio de los bonos corporativos.

Nuestra idea con visión a medio plazo de tener un producto que se beneficie de un repunte de tipos podría resultar una buena idea también para nuestros nietos.

Gráfico n.º 5: *Máximos históricos en los bonos corporativos desde 1915.***Chart 10: Record Corporate Bond Prices**

Fuente: BofA Merrill Lynch, Global Financial Data.

Qué podría desinflar la burbuja de los bonos europeos

Tengo una opinión bastante clara sobre qué ocurrirá con el precio de los bonos europeos, “ergo” de los fondos de renta fija de largo plazo que invierten en ellos. O bien se estabilizarán o incluso subirán algo más si los políticos europeos deciden no actuar y dejan que definitivamente nos “japonicemos” del todo —estancamiento y deflación en la eurozona— o, si deciden actuar, lanzando medidas de estímulo fiscal, los precios de los bonos de la eurozona tendrían una importante corrección a la baja, cuya magnitud dependerá de lo importantes que sean esas medidas de

estímulo. Y, sin tener obviamente la certeza, me inclino más por la segunda opción (ajuste a la baja en los precios, aunque sea temporal, como consecuencia de un cambio en la política fiscal de Alemania y otros países con superávit en sus cuentas).

Yo creo que con las predicciones ocurre como con los negocios: lo que mejor funciona son el sentido común y los razonamientos simples (que no simplistas). A veces se crean negocios con ideas súper elaboradas que no llegan a ningún sitio y los que funcionan son conceptos sencili-

llos que cubren necesidades reales en los que es fácil entender la utilidad. Y esto incluye desde la fregona hasta un buscador de internet tipo Google (por su potencial publicitario).

En las predicciones financieras ocurre algo parecido. Si lo pensamos y lo vemos con perspectiva, era de sentido común que explotara la burbuja del ladrillo (4) o que subieran los bonos europeos como consecuencia de los efectos desinflacionistas de la revolución industrial y tecnológica que es la revolución digital (ver todas las recomendaciones al respecto en estos “Cuadernos” desde su inicio hasta hace un par de meses).

Incluso tiene toda su lógica que el miedo que les han metido en el cuerpo a los inversores los “influencers” de las redes sociales y los medios de comunicación les haya llevado a *pagar* por prestarle dinero a países como España. O incluso, en algunos tramos de su deuda, a Italia (ver Tabla n.º 1 de este “Cuaderno”). Que lo hagan con Suiza puede tener un “pase”, pero ¿con España? Pues ya ven: del bono a diez años para abajo nos *pagan* por comprar nuestra deuda. Con este déficit, estas cuentas y esta “estabilidad” política y presupuestaria nuestra.

La estabilización de los tipos de interés en Japón coincide con el momento en el que a los planes de estímulo monetario se unen los planes de estímulo económico.

Partiendo por lo tanto de la idea de que al menos cierto nivel de burbuja hay en el precio de los bonos europeos, uno se plantea qué puede ocurrir a continuación. Mi planteamiento es simple: de momento y dado que los políticos con su pasividad nos llevan a la “japonización”, ocurrirá lo que en Japón. Y lo que ha ocurrido en Japón con los tipos de interés de los bonos es que, llegado un punto, se han estabilizado. En tipos de interés negativos, cierto, pero está costando que bajen todavía más.

Veán si no el Gráfico n.º 6, donde se aprecia como, a partir del año 2016 y coincidiendo con tipos claramente negativos, al tipo de interés del bono japonés a diez años le cuesta mucho más seguir bajando y establece un cierto nivel de suelo. Curiosamente coincide con el momento

en el que a los planes de estímulo monetario empiezan a unirse los planes de estímulo económico, tema que tratamos a continuación. Pero hay otros escenarios posibles a la “japonización” definitiva del mercado de bonos europeo.

Gráfico n.º 6: Tipo de interés del bono japonés a diez años.

Fuente: Trading Economics

¿Qué podría estabilizar, eventualmente detener o incluso desinflar la burbuja de los bonos en Europa, ya que obviamente el BCE no es capaz de reflotar la inflación? Lo ideal sería que se produjera una especie de plan Marshall para Europa, basado en la idea de quitarle a la economía europea el yugo y los grilletes que le han puesto los políticos en forma de burocracia, regulaciones excesivas, impuestos confiscatorios y todo tipo de obstáculos a la actividad económica creados desde Berlín, Bruselas o Madrid. Es irónico, pero sacar a la economía europea de su euroesclerosis va más de deshacer lo hecho que de hacer nada nuevo.

¿Lo ideal? Un plan Marshall basado en la idea de quitarle a la economía europea el yugo de burocracia, regulaciones e impuestos que le han puesto los políticos.

Pero ya les digo yo que eso no va a ocurrir. No veo a alguien como Angela Merkel o Pedro Sánchez haciendo algo así. Y el único que podría querer hacerlo —Macron— dirige un país donde tomar esa dirección pro empresa es terriblemente arriesgado. Por eso descarto en el corto plazo una caída espectacular del precio de los bonos. Otra cosa es a medio y largo plazo, donde los ciclos económicos acabarán imponiéndose y se normalizará, al menos en cierta medida, la situación de los tipos de interés.

Ahora bien, una cosa es que los políticos no quieran hacer nada y se limiten a encomendar-

le la tarea al BCE —y de paso desviar la atención sobre las culpas— y otra que no vayan a recibir presiones cada vez más fuertes para que hagan su trabajo. Y eso sí les podría obligar a hacer algo, aunque desgraciadamente será por la vía del incremento del gasto.

Todo depende de Alemania, porque si de gastar se trata, les aseguro que Pedro Sánchez o quien gobierne en Italia no van a quejarse. Pero Angela Merkel no va a mover un dedo para evitar que España o cualquier otro país de Europa entre en recesión. Ahora bien: sí lo hará si es Alemania la que cae. Y se le están acumulando las papeletas. Su país es el que más sufre con la guerra comercial y para Trump Europa es la siguiente en la lista. Y más si consigue cerrar un acuerdo con China.

Además, el enfriamiento de la economía China y el del resto de Europa afecta lógicamente a Alemania. Es más: el desafección hacia el BCE por las bajadas de tipos pone un límite a futuras bajadas y procesos de estímulo monetario. El propio BCE —Weidmann, representante del Bundesbank incluido— está harto de que le pasen la “patata caliente” y ya no se disimula el mensaje hacia Alemania: “Si no quieren tipos de interés negativos, hagan su trabajo”. Y, a fal-

ta de soluciones valientes como eliminar burocracia, regulaciones e impuestos, los políticos irán a lo fácil: incrementar el gasto público. Y eso afectaría sin duda al precio de los bonos porque es inflacionista.

Es sencillo de entender: un fuerte incremento del gasto público —no valdrían mediocridades tipo aquel “plan E” de Zapatero— generaría un incremento de la actividad económica que, si bien es artificial, afecta a las expectativas de inflación.

Es posible que al cabo de un año todo quede en nada, pero el daño al precio de los bonos ya estaría hecho, porque el miedo cambiaría de puerta. Alejaría el temor que tienen los inversores a una recesión en Europa y generaría un temor nuevo, en

este caso a que se detenga la desinflación y, a estos niveles de tipos —nunca vistos en la historia, vean el capítulo anterior— un repunte tendría un efecto muy destructivo, especialmente en quienes, ellos o sus gestores, han comprado bonos con rentabilidades negativas.

Peor todavía —para el precio de los bonos— sería que el estímulo fiscal funcionara. Que una inversión masiva paneuropea en digitalización, medidas de protección medioambiental o subvenciones a la creación de empleo tuvieran el efecto que

A falta de soluciones valientes como eliminar burocracia, regulaciones o impuestos, los políticos irán a lo fácil: incrementar el gasto público. Y eso afectaría al precio de los bonos.

defendía Keynes de encender la mecha de la actividad económica sana, que es la privada. Yo eso lo veo más difícil por el tapón que suponen la burocracia, las regulaciones surrealistas y los impuestos disuasorios europeos, pero tampoco es imposible. En ese caso no hablaríamos de un repunte en el precio de los bonos europeos, sino de un auténtico cambio de tendencia.

Por lo tanto, que la recesión llegara a Alemania, así como la presión de la patro-

nal alemana y del BCE, serían los factores que, de funcionar y convencer a Alemania y países adláteres, detendrían el proceso de bajada de los tipos de interés de los bonos y, en consecuencia, la subida de precios (2). Y es algo que vamos a vigilar muy de cerca desde www.nextepfinance.com, porque algo así cambiaría completamente el escenario financiero en la Eurozona y requeriría una revisión de la composición de las carteras, tanto en la parte de renta fija como de renta variable.

V́ctor
Alvargonzález

Apéndice

Notas

En este informe me limito a dar mi opinión personal 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 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 149 € al año más IVA, con opción de pago trimestral).

Notas

(1) https://blogs.elconfidencial.com/mercados/telon-de-fondo/2019-09-25/redes-sociales-mercados-bolsa-trading_2251915/

(2) 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 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.

Pues así funciona el mercado: el precio de un bono sube cuando el tipo de interés de bonos similares cae en el mercado. Que es más o menos lo que lleva ocurriendo en Europa desde hace décadas. A finales de los 80 el bono español a 10 años ofrecía un cupón superior al 10%. Actualmente es inferior al 1%. 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 es mínimo, por no decir nulo.

- (3) https://blogs.elconfidencial.com/mercados/telon-de-fondo/2011-09-24/la-japonetizacion-de-la-economia-occidental_582485/
- (4) <http://hemeroteca.lavanguardia.com/preview/2007/04/01/pagina-11/57040415/pdf.html?-search=alvargonzalez%20SUBPRIME>

Víctor
Alvargonzález