

Víctor  
Alvargonzález

# CUADERNOS DEL MERCADO

34

DIC 2019



## Índice

---

|   |           |
|---|-----------|
| <b>Resumen</b>  | <b>4</b>  |
| <b>Portada</b>  |           |
| <b>El futuro de planes de pensiones y fondos de inversión de renta fija</b> | <b>5</b>  |
| <b>Cómo ahorrar en un entorno de tipos cero o negativos</b>                 | <b>9</b>  |
| <b>Renta variable</b>   |           |
| <b>Qué harán las bolsas europeas si se “japoniza” la eurozona</b>           | <b>12</b> |
| <b>Vigilando a los nuevos bucaneros</b>                                     | <b>15</b> |
| <b>Divisas</b>  |           |
| <b>Seguimos en el dólar</b>   | <b>17</b> |
| <b>Apéndice: notas y glosario de términos</b>                               | <b>21</b> |

## Informe mensual de estrategia

correspondiente  
al mes  
de diciembre  
de 2019

El tema de portada de este “Cuaderno” se centra en la evolución futura de los tipos de interés del mercado de bonos de la eurozona y sus consecuencias, tanto sobre la renta fija como sobre la renta variable europea. Porque no nos engañemos: lo que hagan en el futuro los tipos de interés y, sobre todo, las causas de esos movimientos, marcarán la evolución futura de las bolsas de la eurozona.

Afortunadamente, lo ocurrido en Japón desde 1998 hasta hoy nos puede ser de gran ayuda para realizar una predicción, dadas las similitudes que existen entre el Japón de entonces y la eurozona de ahora. En cierto modo, el pasado de Japón nos indica cuál puede ser el futuro de la eurozona.

Nadie me tomó en serio cuando, hace ya siete años, hablaba de la “japonetización” del mercado de bonos europeo (1). Pero a día de hoy hay que *pagar* por tener bonos europeos —tipos de interés negativos—, ha habido dos procesos de estímulo monetario y ya se empieza a hablar de estímulo fiscal (en Japón llevan varios). Por no hablar de las similitudes en materia demográfica, estancamiento económico, mala salud bancaria y presión desinflacionista.

Es importante tener en cuenta todo lo anterior ahora que se hacen la mayoría de las aportaciones a planes de pensiones. La estructura de una cartera de planes de pensiones para una Europa “japonizada” tiene que ser muy distinta a la de los últimos treinta años. Y para cerrar el círculo pondremos nombres y apellidos —productos concretos— a todas estas ideas en una nota de análisis que enviaremos a todos los clientes de [Nextep](#) justo después del envío de este Cuaderno.

En cambio, no tenemos precedentes para saber qué puede pasar en el Reino Unido una vez abandone la Unión Europea. Pero el hecho de que el consenso de analistas sea casi unánime en descartarlo como opción de compra me parece motivo suficiente para explorarla. Y también hablaremos del dólar, que tan buen resultado nos ha dado.

Y recuerden: aquí tiene las ideas, en [nextepfinance.com](#) tiene los nombres y los apellidos. Nuestro servicio de asesoramiento personalizado le indicará los fondos de inversión —y pronto también los ETF— que mejor reflejan las ideas que aparecen en estos informes, sea con fondos de su entidad financiera o una selección de lo mejor del mercado. Contará, además, con un completo servicio de seguimiento para mantener al día la composición de su cartera. **Probar Nextep no es caro: desde 46€ al trimestre**, más IVA (eligiendo servicio básico con cuota trimestral). Recibirá, además, todas las notas de análisis e informes que hayamos enviado anteriormente.

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



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

Víctor Alvargonzález

✓ *Si queremos conocer el futuro de los bonos de la eurozona, tenemos que mirar al pasado de los bonos japoneses.*

✓ *Lo que haga la renta variable europea va a depender en gran medida de lo que hagan los tipos de interés de los bonos. Y de las causas que motiven esos movimientos.*

✓ *Si queremos jubilarnos con una pensión decente, tenemos que pasar de ahorradores hiperconservadores a inversores con perfil de riesgo moderado.*

✓ *El Reino Unido, liberado del yugo burocrático y regulatorio europeo, podría ser un competidor formidable. Y una opción de diversificación.*

✓ *Solo la confirmación del inicio de un plan de estímulo fiscal en Europa nos llevaría a replantearnos nuestra larga apuesta por el dólar.*

**Portada**

## El futuro de planes de pensiones y fondos de inversión de renta fija

**A** veces, la respuesta a la cuestión más complicada es la más sencilla.

La pregunta del millón en los mercados europeos no es —o no debería ser— qué harán las bolsas, sino qué harán los tipos de interés de los bonos.

Hay muchísimo más dinero invertido en bonos (renta fija) que en renta variable, así que lo que hagan los tipos de interés de los bonos afectará a mucha más gente que lo que haga la bolsa. Pero es que, además, en esta ocasión, de lo que hagan los bonos dependerá en gran medida lo que haga la bolsa.

Si los tipos de interés de los bonos se quedan en niveles cero o negativos, tarde o temprano parte de ese dinero irá a buscar rentabilidad a la renta variable. Y no les quiero decir si repuntan los tipos (2): bastaría que el tipo de interés del bono alemán repuntara un 1% para que su precio cayera un 15%. Y con él los fondos de renta fija europea. En

caso contrario, si siguieran cayendo los tipos de interés a niveles todavía más negativos y, en consecuencia, subiendo el precio de los bonos, el dinero no iría a la renta variable.

Como les decía al principio, en mi modesta opinión, la predicción podría ser relativamente sencilla: si lo que está pasando en el mercado de bonos —y en la economía europea— es calcado a lo ocurrido en Japón hace 15 o 20 años, entonces son muchas las probabilidades de que la evolución futura del mercado de bonos europeos sea muy parecida a lo que ocurrió en Japón.

En primer lugar, porque los errores que cometieron los políticos llevó a Japón al estancamiento económico y la deflación, y los políticos europeos están cometiendo exactamente los mismos errores.

Los políticos japoneses no tuvieron la valentía de llevar a cabo la reformas es-

**Hay muchas probabilidades de que lo ocurrido en el pasado en el mercado de bonos de Japón sea lo que ocurra en el futuro en la eurozona.**

estructurales que necesitaba la economía nipona para hacer frente a los nuevos retos. Los políticos europeos no son capaces de eliminar los excesos burocráticos, regulatorios e impositivos que han creado y que lastran la actividad empresarial europea.

Otra importante similitud entre Japón y Europa es la demográfica, que afecta, y mucho, a la economía. Ambas son sociedades cada vez más viejas, especialmente si se comparan con las de Norteamérica y Asia. Es evidente que demográficamente en un barco van Estados Unidos y Asia y en el otro Europa y Japón, y que eso tiene consecuencias económicas y financieras.

También se parece, desgraciadamente, la situación bancaria: bancos enfermos, que no acaban de aceptar que tienen que cambiar y evolucionar para hacer frente a los retos de la nueva situación económica. En el sistema capitalista la banca es un elemento fundamental. Una banca herida que no puede hacer su papel influye sobremedida en la evolución de la economía y en la situación de los mercados financieros.

Hace más de siete años predije la “japonización” de Europa y de su mercado de bonos (1). Aquello fue una predicción

bastante más difícil que esta. No tenía tanta información como ahora.

Incluso si hubiera un plan de estímulo fiscal en Europa, la mejora sería temporal. Como ocurrió en Japón. Y su efecto no sería positivo para los fondos de renta fija. Cuando empezaron los planes de estímulo en Japón a finales de los 90, los tipos se ajustaron lógicamente al alza, haciendo caer el precio de los bonos y de los fondos de renta fija (2). Además, al final, ni el estímulo fiscal ni el monetario tendrán efectos prolongados si no se le quita a la economía europea el traje de cemento re-

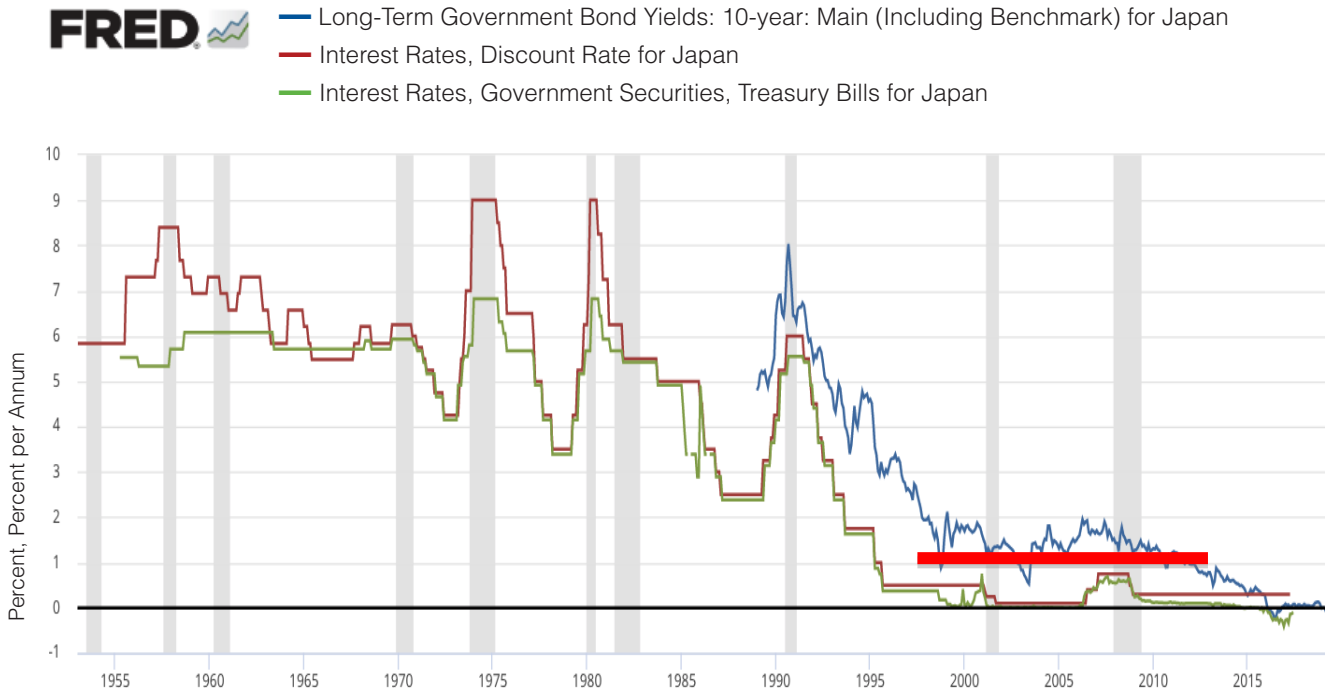
regulatorio, burocrático e impositivo que impide un funcionamiento sano y dinámico de la misma. Ocurrirá como en Japón, que el estancamiento y la deflación mantuvieron los tipos de interés de los bonos en “cero coma” durante muchos años.

Lo vemos en el gráfico número 1. Entre 1980 y 1998 los japoneses que invirtieron en fondos de bonos (renta fija) ganaron mucho dinero, porque en ese

periodo cayeron a plomo los tipos de interés (2), tanto los del mercado de bonos de largo plazo (línea azul) como los de corto y medio plazo (línea verde).

**El estímulo fiscal no funcionará si no se eliminan los excesos regulatorios, burocráticos e impositivos que le han puesto los políticos a la economía.**

**Gráfico n.º 1:** *Tipos de interés en Japón desde 1990*



Fuente: St. Louis Fed – Organization for Economic Cooperation and Development

Pero entre 1998 y 2002 los tipos del mercado de bonos subieron. Y cayeron los precios. Luego los tipos cayeron temporalmente y subieron los precios. En 2004 ocurrió de nuevo —subida de tipos, caída de precios—, como consecuencia de los anuncios de incremento del estímulo fiscal.

Las plusvalías no solo se acabaron, sino que quien hubiera entrado en lo más alto del precio (1998 o 2004) —y en consecuencia más bajo nivel de tipos de interés— habría tenido pérdidas hasta el año 2014, momento en el cual los tipos volvieron al

nivel que estaban en 2004 e incluso bajaron algo más. Es decir, los bonos no levantaron cabeza entre 1998 y 2014 y, con ellos, los fondos y planes de pensiones de renta fija.

**Entre 1998 y 2014 los bonos japoneses no levantaron cabeza y, en consecuencia, tampoco los fondos y planes de pensiones de renta fija.**

Resumiendo: el típico plan de pensiones o fondo de inversión de renta fija japonesa, cuya duración media se mueve entre la del bono a diez años —línea azul— y la línea verde (bonos de medio y corto plazo) habrá tenido una evolución plana similar a la de la línea roja que he dibujado en el gráfico.

Si bien cobraron un cupón entre el 0% y el 1%, hay que descontar las comisiones y tener en cuenta que no ha habido casi plusvalías en el precio de los bonos en cartera en el periodo.

En Europa vivimos una alegría parecida —en fondos de renta fija— a la que vivió Japón entre 1980 y 1998. En nuestro caso, entre 1990 y la actualidad (que los tipos de interés son cero o negativos dependiendo del país que consideremos).

Ahora en Europa estamos en un momento parecido a aquel en el que los políticos japoneses empezaron a preocuparse y decidieron añadir el estímulo fiscal a la bajada de los tipos de interés (gráfico n.º 1). Es lo que provocó los primeros repuntes de tipos en los bonos de largo plazo y las primeras pérdidas en fondos de renta fija. Ahora el BCE, el FMI y los empre-

sarios alemanes le están diciendo a Angela Merkel que el estímulo monetario no es suficiente y que hacen falta medidas de estímulo fiscal. Es exactamente lo mismo que ocurrió en Japón con ciertos matices en cuanto al *timing*, las prioridades y los instrumentos utilizados.

Como ocurrió en Japón, el simple anuncio de estímulo fiscal detendrá las plusvalías en los fondos y planes de pensiones de renta fija. De hecho ya está ocurriendo ante la simple posibilidad de que ocurra. Con tipos de interés en el mercado de bonos incluso inferiores a los japoneses de entonces y, en el caso español, comisiones muy altas, la evolución previsible de los fondos y planes de pensiones de renta fija a lo largo de los próximos 10 años no es lo que se dice muy halagüeña.

**En ausencia de plusvalías, los productos españoles de renta fija se llevarán la peor parte, porque a tipos de interés muy bajos se unen comisiones muy altas.**

#### Veámoslo con un ejemplo numérico:

► Fondo de pensiones de renta fija que invierte la mitad de su patrimonio en deuda pública española con vencimiento a 10 años y la otra mitad en deuda pública española con vencimiento a cinco años.

|                                     |               |
|-------------------------------------|---------------|
| Rentabilidad del bono a diez años:  | +0,40%        |
| Rentabilidad del bono a cinco años: | -0,10%        |
| Media aritmética:                   | +0,15%        |
| Gastos y comisiones:                | -1,00%        |
| <b>Resultado anual (*):</b>         | <b>-0,85%</b> |

(\*) En ausencia de plusvalías por bajadas de tipos. Si subieran los tipos en el mercado de bonos el resultado sería mucho peor, porque además habría minusvalías (2).



Solo salvaría esta situación que los tipos bajaran significativamente (2), lo cual no es imposible, pero parece difícil. Gran parte de la deuda europea está ya en tipos negativos, que no olvidemos significa que hay que pagar por prestar, lo cual es una distorsión financiera como un piano.

Es más: si aparecieran políticos valientes y competentes en Europa, lo cual ya de por sí resulta casi imposible con la “cantera” actual, sería todavía peor para los bonos. Al menos en el corto y medio plazo. Subirían los tipos de interés de mercado (2) por la percepción de que la situación económica mejoraría en el futuro. Esa subida sería positiva a largo plazo porque empezaría a haber remuneración

por cupón en los bonos, pero antes habría grandes caídas. En otras palabras, en el mejor de los casos, habría que salirse y esperar a que subieran significativamente los tipos de interés.

En el capítulo que viene a continuación explico qué estructura debe tener, en mi opinión, una cartera de ahorro e inversión que permita obtener rendimientos positivos en un entorno de tipos de interés cero o negativos, es decir, un entorno “a la japonesa”. Y en otro capítulo les explico por qué la bolsa europea podría comportarse de manera distinta a la japonesa y que las similitudes lo son más en renta fija que en renta variable.

## Cómo ahorrar en un entorno de tipos cero o negativos

Si partimos de la base de que en Japón llevan más de veinte años con tipos muy bajos o incluso negativos y que hay muchas probabilidades de que ocurra algo parecido en Europa, si queremos jubilarnos con una pensión decente tenemos que pasar de ser depositantes y ahorradores hiperconservadores a ser inversores con perfil moderado, entendido perfil moderado como el que

**Si queremos jubilarnos con una pensión decente tenemos que pasar de ser ahorradores hiper conservadores a inversores con perfil de riesgo moderado.**

se mueve entre conservador y equilibrado.

Lo primero que hay que hacer es sustituir los fondos de renta fija pura de la cartera por productos mixtos. Pero no por cualquiera. No podemos cometer el error que cometió en su día la banca, que llevó a sus clientes de depósitos a productos mixtos, sí, pero con un peso importante en renta variable. Y en valores de crecimiento. A la

primera corrección, el pobre ahorrador, acostumbrado a su depósito al 1%, se encontró con una pérdida del 3%. O más.

Afortunadamente existen productos cuya filosofía de inversión se basa en mantener en cartera un pequeño porcentaje de renta variable y cuyos gestores tienden más al estilo de gestión de valor que al de crecimiento. Como ya he mencionado en otras ocasiones, el estilo de gestión “de valor” (*Value*) tiene la desventaja de que se queda muy por detrás en mercados alcistas, pero tiene la ventaja de que aguanta mejor en los bajistas. Y sus gestores, cuando son buenos —y el papel de asesores como [nextefinance.com](http://nextefinance.com) es seleccionarlos— saben aprovechar muy bien las caídas bursátiles, un elemento clave para la rentabilidad futura.

Una vez establecida la base estable de la cartera con algo que no sean los fondos puros de renta fija, cuyo difícil futuro hemos dibujado en el primer capítulo, añadimos fondos de inversión o planes de pensiones cuyos gestores se especialicen en tener en cartera valores, no ya con un alto dividendo, sino con un dividendo que pueda ser estable en el tiempo.

Porque esa es la gran ventaja y la gran diferencia que tenemos en Europa respecto al Japón de finales de los 90 e inicios del

siglo XXI. Allí la rentabilidad por dividendo siempre ha sido muy baja y no pudo ser la solución cuando los tipos se quedaron muy bajos o en territorio negativo.

Sobre este tema he insistido en muchas ocasiones, además de haber enviado una nota de análisis desde Nextep con recomendaciones concretas sobre productos que invierten en compañías de servicios públicos europeas —eléctricas, autopistas, etc.—, que en aquel momento ofrecían una rentabilidad por dividendo superior al 5 % y que todavía hoy ofrecen una alta rentabilidad. Una recomendación que ha funcionado muy bien y que, como sigue siendo interesante, seguimos enviando a los nuevos clientes.

Hay muchos fondos y planes de pensiones que invierten en compañías europeas que ofrecen buena rentabilidad por dividendo. De hecho, en una nueva nota de análisis que estamos preparando sobre planes de pensiones, muchos de los productos seleccionados, que además son de entidades muy conocidas y de fácil acceso, presentan rentabilidades por dividendo superiores al 3% e incluso al 4%. Este tipo de fondos —sean fondos de inversión o planes de pensiones— complementan perfectamente a los productos mixtos conservadores a los que he hecho referencia anteriormente.

**La gran ventaja de la bolsa europea frente a la japonesa es su alta rentabilidad por dividendo.**

A esta mezcla de productos se puede añadir una “guinda” que apueste por el crecimiento económico y empresarial. No todo es dividendo. También hay que apostar por países donde vaya a crecer la economía, aunque es una idea que reservaríamos para gente a la que le queden al menos cinco años para jubilarse o inversores a los que les guste asumir un poco más de riesgo.

Evidentemente el crecimiento al que hago referencia no se va a encontrar en la euroesclerótica Europa. Pero pueden ir a buscarlo en las dinámicas economías de Estados Unidos y Asia (ex Japón). Si su perfil de riesgo lo admite o su edad lo aconseja, añadiríamos un fondo de inversión o un plan de pensiones con fuertes posiciones en Estados Unidos y Asia, al menos en uno de ellos. Lo de Asia es más difícil, pero lo de Estados Unidos es fácil de encontrar en distribuidores españoles.

Aquí no puedo decirles cuáles son todos estos productos que he mencionado, porque la legislación española reserva a las empresas de servicios de inversión (ESI) la capacidad de realizar recomendaciones con “nombre y apellidos”. Sin embargo, si desea conocerlos los encontrará en las carteras recomendadas de Nextep Finance (a través de nuestra filial, la ESI de asesoramiento financiero independiente Nextep Asesores Financieros EAF), así como en las notas de análisis y notificaciones que emitimos regularmente

y que están a su disposición. Todo ello en [nextepfinance.com](http://nextepfinance.com). La próxima, la de planes de pensiones, que enviaremos al poco de publicar este informe.

Y recuerde que puede cambiar de planes de pensiones sin ningún tipo de gasto, porque la ley no solo permite el cambio, sino que elimina el coste en dichas transacciones.

## Renta variable

# Qué harán las bolsas europeas si se “japoniza” la eurozona

La conclusión fácil es que, visto todo lo anterior, si la eurozona se japoniza la bolsa europea hará lo mismo que hizo la japonesa. Pero un análisis más profundo nos lleva a conclusiones distintas, donde hay tanto similitudes como diferencias.

La evolución de la bolsa japonesa desde el momento en el que se anunciaron los grandes planes de estímulo fiscal fue bastante irregular, si bien ligeramente positiva. Y muy volátil, aunque hay que aclarar que coincide con dos crisis bursátiles

históricas y de magnitud poco frecuente.

La rentabilidad nominal obtenida es real o incluso algo superior, si se considera que la inflación fue cero o negativa. A efectos de nuestro análisis, el periodo al que hacemos referencia se inicia en el año 1998. Coincide con el primero de los grandes planes de estímulo fiscal y es el año en el que tocan fondo los tipos de interés de los bonos de largo plazo (ver gráfico n.º 1). Una situación muy parecida a la que nos encontramos ahora en Europa.

**Gráfico n.º 3:** El índice Nikkei de la bolsa japonesa, desde 1998 hasta hoy



Fuente: Stockcharts

La evolución de la bolsa en ese periodo la vemos en el gráfico n.º 3. Un +47% de subida en 21 años. Es solo un 2,23% anual, pero hay varios matices importantes:

a. es mejor que el 0% o incluso rentabilidad negativa que han obtenido los bonos en el periodo.

b. se produjeron dos crisis bursátiles históricas en el periodo: el “crash” de las punto.com y la crisis financiera de 2008. No es habitual que se produzcan dos crisis internacionales de esa magnitud en tan corto espacio de tiempo.

Si extrapolamos la situación a la eurozona y siendo muy pesimistas, es decir, que suponemos que va a haber dos crisis de esa magnitud —que ya es suponer—, la rentabilidad de los fondos de renta variable tampoco sería como para tirar cohetes. Pero hay una diferencia fundamental entre la eurozona y Japón: el dividendo.

La tradición empresarial japonesa descarta grandes remuneraciones al accionista por la vía de dividendo. Siempre ha sido la bolsa con menor rentabilidad por dividendo. Muy a la japonesa, los dividendos se reinvierten en el negocio casi como norma. Pero Europa es muy diferente. Quien compre ahora el índice Stoxx 600 Europe o el Eurostoxx 50 está comprando un dividendo superior al 3 %. Y si

además elige bien el fondo —o el plan de pensiones— puede llegar al 4 %.

En otras palabras: en ausencia de revalorización bursátil alguna, que ya sería decir, el fondo de inversión o de pensiones en cuestión iría acumulando un 3% anual en dividendos. Sobre todo si sabemos elegir los fondos adecuados para que los gastos no se coman la rentabilidad por dividendo y los gestores sepan elegir valores con un dividendo no solo alto, sino consistente. Y de eso, si me permiten la “cuña”, ya nos ocupamos en Nextep Finance ([nextepfinance.com](http://nextepfinance.com)).

**En ausencia de revalorización bursátil, el fondo de inversión o de pensiones de renta variable europea iría acumulando más del 3% anual en dividendos.**

Europa ha pasado por muchas crisis económicas sin reducir significativamente la rentabilidad por dividendo con la que remuneran las grandes empresas a sus accionistas. Y los dividendos son bastante más fáciles de predecir que las cotizaciones.

Evidentemente surgen muchas incógnitas. La primera es si habrá o no estímulo fiscal en la eurozona. Convencer a los alemanes de pasar de una política de superávit a una política de equilibrio fiscal es mucho más difícil que convencer a los japoneses. Pero no descartaría en absoluto que Alemania estuviera dispuesta a dedicar gran parte de su abultado superávit a planes de estímulo económico dirigidos a mejorar su

posicionamiento en la revolución digital y en la defensa del medio ambiente. Salvo que quieran quedarse totalmente fuera de la revolución digital (ver gráfico n.º 4).

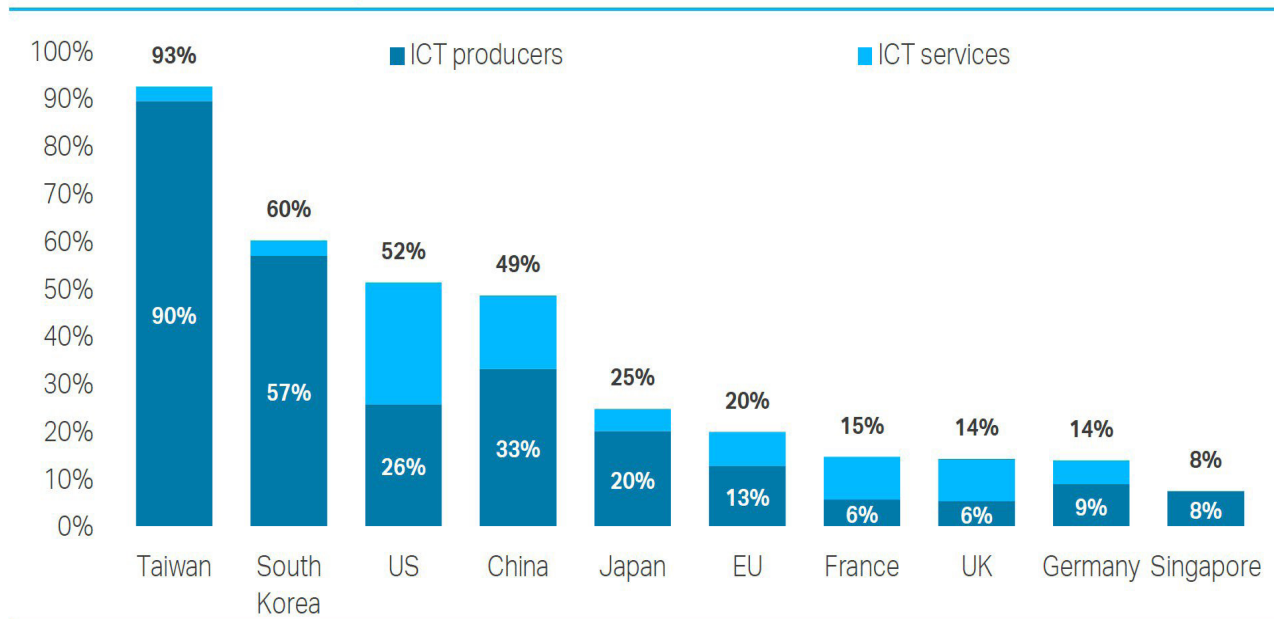
Ahora bien, Alemania no tocará su abultada caja salvo que entre claramente en recesión. En realidad ya está en re-

cesión, porque crecer un 0,1 % es como no crecer, pero ya sabemos cómo son los alemanes: hasta que no vean un par de semestres de crecimiento negativo no tomarán la decisión. La “buena” noticia es que hay muchas probabilidades de que ocurra.

#### Gráfico n.º 4: Lo que invierten los países para estar en la revolución digital

### Chart 19: Information & Communication Tech. investment in Germany is low

Top-2500 R&D investors globally: ICT investment as % of total R&D by country, 2017



Fuente: Comisión Europea, TS Lombard, Holger Zschaepitz

Otra cuestión a considerar respecto a la evolución de la bolsa japonesa fue la decisión del Banco Central de Japón de comprar ETFs sobre los índices de la bolsa. Un ETF es un fondo de inversión que cotiza como si fuera una acción y

que tiene la ventaja de que, si es indexado —y la mayoría lo son—, copia literalmente la composición de un índice, de forma que si el banco central compra ETFs no está beneficiando particularmente a ninguna empresa.

Comprar ETFs sobre los índices japoneses es “doparlos”—cierto, y se ha notado. Es la parte del periodo en la que más han subido—, pero ¿no es dopar a la bolsa europea comprar bonos y que parte de esa liquidez pueda ir a las bolsas, como de hecho ha ocurrido?

Es más, no se puede descartar que el Banco Central Europeo decida comprar ETFs sobre el Eurostoxx. Es algo que hacen los bancos centrales, no algo que yo me invente. Un caso extremo es el del muy ortodoxo banco central de Suiza, que es uno de los mayores accionistas de la empresa Apple. Y no le ha ido nada mal. De hecho no le ha ido nada mal en ninguna de sus inversiones bursátiles.

Dicho esto, al igual que veo muy posible el estímulo fiscal y una cierta relajación en las normas de austeridad de la eurozona para intentar evitar la japonización, veo difícil que el Banco Central Europeo

compre ETFs en sustitución del QE basado en la compra de bonos. Pero tampoco lo veo imposible, porque a este paso se va a quedar sin bonos que comprar, dadas las restricciones que tiene al respecto.

Finalmente, un matiz importante y una idea adicional: tengo clarísimo que va a haber grandes diferencias dentro de las propias bolsas europeas, porque Japón es solo un país y la eurozona son varios y muy diferentes. La intensidad y los efectos de la “japonización” de la eurozona irán por barrios y les adelanto que, desgraciadamente, la bolsa española cada vez irá más a la cola, por motivos que he explicado en varias ocasiones a lo largo de los diez últimos años, en los cuales he insistido en que se debía evitar la bolsa nacional y dar preferencia a mercados como el norteamericano (pueden solicitar los cuadernos/artículos correspondientes en [info@victoralvargonzalez.com](mailto:info@victoralvargonzalez.com)).

## Vigilando a los nuevos bucaneros

La opinión del consenso es que a Inglaterra en solitario le irá muy mal. Y a mí la experiencia me dice que el consenso de analistas se equivoca mucho más que acierta. Si no fuera así, todos serían ricos. Obviamente no es el caso.

Por el momento el Reino Unido no está

en las carteras recomendadas de Nextep Finance. Y tampoco en el radar, es decir, no vigilamos el *timing* de su posible inclusión. Por puro sentido común: como mínimo hay que esperar y ver si se produce finalmente el Brexit, en qué condiciones y cómo evoluciona la situación política del Reino Unido una vez se produzca la sepa-

ración. No sabemos si los británicos harán “piña” o aumentarán las diferencias y antagonismos que ha creado el referéndum, haciendo así ingobernable el país.

Pero supongamos que ocurre lo inimaginable (o por lo menos lo inimaginable para el consenso). Que después de un periodo de inestabilidad, esta democracia, una de las más antiguas del mundo, es capaz de reorganizarse y volver a una cierta normalidad.

Hablamos de una de las economías europeas y mundiales que ha sido siempre puntera e innovadora. ¿Cómo podría reaccionar el país y su economía una vez se liberen de los excesos burocráticos y regulatorios de la Unión Europea? Es una pregunta importante y no puede descartarse que, en algún momento, el Reino Unido sea capaz de aprovechar su libertad para competir de forma muy agresiva en muchos sectores, contando, además, con cierta ayuda desde Estados Unidos, si saben jugar bien sus cartas.

Además de la liberación burocrática y regulatoria, hay otro elemento que podría jugar a su favor: la revolución digital. No parece muy difícil adelantar a la eurozona (ver gráfico n.º 4). No sabemos si eso sería suficiente para compensar la pérdida de

influencia en el sector financiero. Y también está por ver si esa pérdida de influencia es real. O si pasa a ser más global que europea. En cualquier caso, no podemos negarle al Reino Unido su liderazgo en cuestiones financieras y bancarias solo porque abandone la Unión Europea. Sin duda es un reto, pero talento para esta actividad nunca les ha faltado.

Hay otros elementos a tener en cuenta, pero no quisiéramos acabar sin mencionar el papel que podría tener la bolsa británica como elemento de descorrelación en una cartera de renta variable. Es una economía que, les guste o no a ellos y nos guste o no al resto de europeos, va a seguir muy relacionada con la de la Unión Europea —que nos lo pregunten a los españoles—, pero sin estar dentro de la Unión. Para los que nos dedicamos a los mercados esto suena a mercado europeo con baja

correlación con la evolución de las bolsas de la eurozona. Este tipo de activos da mucho juego a la hora de reducir la volatilidad del conjunto de la cartera de renta variable europea. Una interesante forma de diversificar sin que diversificar signifique perder siempre que sube el otro activo y viceversa. Que eso más que diversificación es suma cero.

En cuanto al *timing*, parece de libro: comprar cuando todo esté fatal

**Es una economía que ha sido siempre puntera e innovadora. ¿Cómo podría reaccionar una vez se libere de los excesos burocráticos y regulatorios de la UE?**



en el Reino Unido —para comprar barato—, pero esperando a que empiece a vislumbrarse que tocan fondo (si es que no están en el fondo ya). En cuanto a los precios, como muestra, un botón: la rentabilidad media por dividendo del merca-

do británico es del 5%, frente al 3,8% del Stoxx Europe 600. Buena combinación entre ambos para garantizarse un buen dividendo en el futuro, especialmente en un futuro de tipos de interés cero o negativos.

## Divisas

### Seguimos en el dólar

Desde un punto de vista de valoración de resultados que incluya tanto la rentabilidad como el riesgo, nuestra apuesta por el dólar se situaría en un puesto muy bueno. Primero fue en estos “Cuadernos” y luego en las carteras de Nextep Finance, cuando esta tomó el testigo de las recomendaciones —ya con nombres y apellidos de los productos—. Hemos estado recomendando fondos de renta fija que inviertan en dólares de forma continuada.

El resultado ha sido positivo se mire por donde se mire: como han bajado los tipos de interés en Estados Unidos se han revalorizado las posiciones en bonos norteamericanos (2). Además en dichos bonos el cupón ha sido y es todavía positivo, contrariamente a lo que ocurre en Europa. Por si lo anterior fuera poco, el dólar ha subido frente al euro y,

por si todo lo anterior no fuera suficiente, la divisa norteamericana ha cumplido el papel de cobertura que yo esperaba que realizara, es decir, que subiera cuando cayeran las bolsas y, mejor todavía: que no cayera necesariamente cuando subieran.

La cuestión ahora es si los fondos de renta fija en dólares van a seguir dándonos alegrías o no. Así que vamos a revisar los motivos que originaron la primera recomendación y ver si siguen vigentes.

**En los mercados no se valora el sentido común. Impresionan más los números complejos y la utilización de frases grandilocuentes.**

El primer motivo se basó en la “cuenta de la vieja”. Y en el sentido común. Dos análisis que suelen funcionar muy bien en los mercados financieros, si bien nadie los suele hacer o reconocer porque siempre queda mejor impresionar a la gente con números complejos y frases tan huecas como

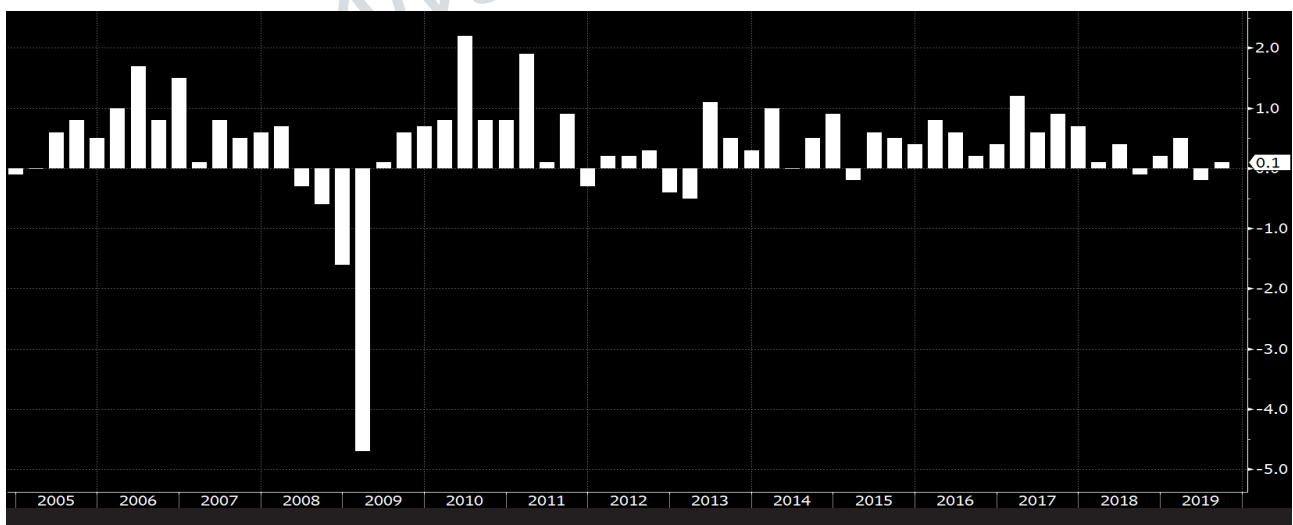
grandilocuentes. Pero la cuenta era sencilla: donde un bono alemán no daba nada y uno español bastante poco, su equivalente norteamericano daba lo que se dice un buen cupón.

Pero de nada sirve un buen cupón si cae la divisa. Y ahí es donde entra el sentido común. La fortaleza de las divisas depende sobre todo de la fortaleza de la economía subyacente. Cuando iniciamos

la recomendación, la economía norteamericana continuaba con su largo proceso de crecimiento, mientras que la europea se recuperaba a duras penas de la crisis.

La situación actual es que la economía norteamericana crece al 2% anual, y la europea un 1% escaso. Y el “motor” europeo, Alemania, crece al 0,1%. El gráfico n.º 5 nos muestra el crecimiento alemán. Y parece un motor que se detiene.

**Gráfico n.º 5:** PIB trimestral de Alemania

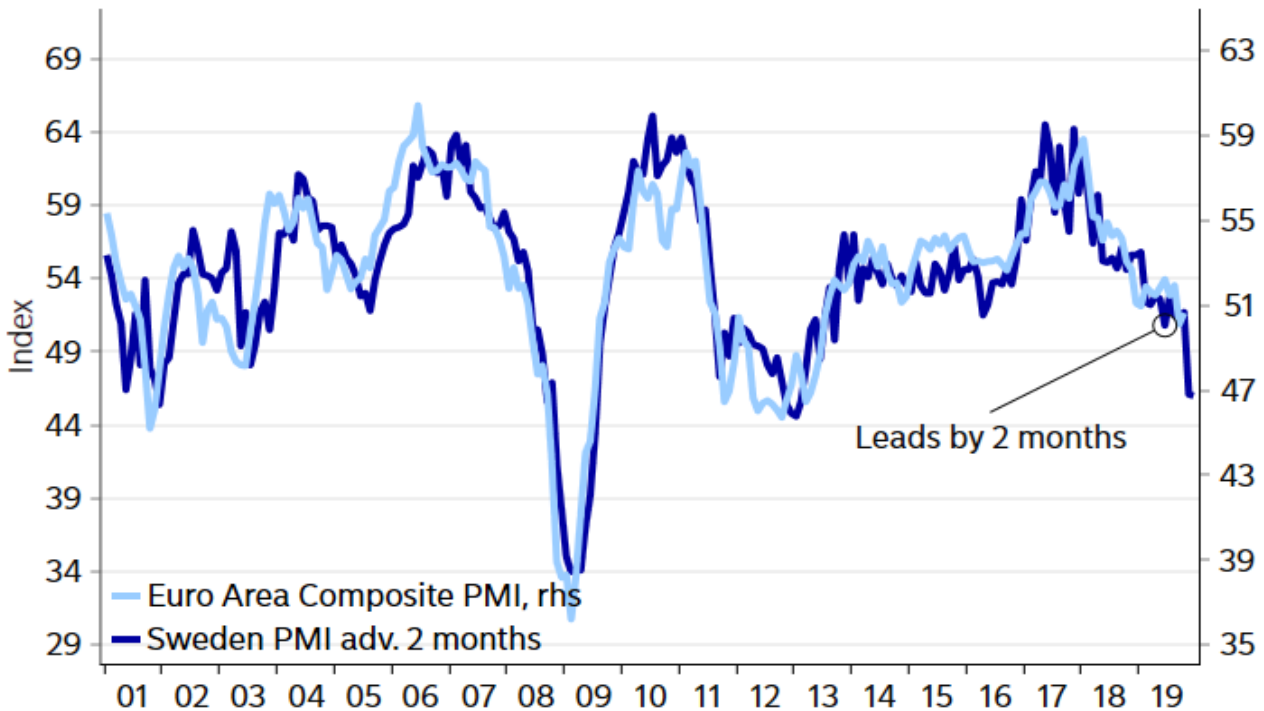


Fuentes: Bloomberg – Jeroen Blokland

Es más, si analizamos la evolución de una economía muy pegada a la europea como es la sueca, que suele actuar de indicador adelantado, lo que nos dice es que el riesgo de recesión en Europa es cada vez mayor (ver gráfico n.º 6). La línea de color azul oscuro representa el índice de compras de los directivos de la eco-

nomía sueca, con dos meses de adelanto respecto a los de la eurozona, representada por la línea azul clara. Si esta correlación, casi perfecta en el pasado, siguiera funcionando en el futuro, en un par de meses este dato tendrá una lectura inferior a 50, nivel característico de una situación de recesión.

**Gráfico n.º 6:** Índice de compras de directivos, en Suecia y en la eurozona



Fuentes: Macrobond, Nordea, Andreas Stenolarsen

Si las matemáticas de nuestras abuelas nos dicen que siguen pagando más cupón en Norteamérica y el sentido común nos muestra una economía relativamente fuerte allí frente a una economía euroesclerótica aquí, mientras no cambien las circunstancias no vemos al euro revalorizándose frente al dólar. O a los tipos de interés europeos haciéndole sombra a los norteamericanos.

Evidentemente mantenemos la mente abierta. Un anuncio diciendo que se inicia un proceso de estímulo fiscal potente en la eurozona podría cambiar el sentido de

la divisa. El estímulo fiscal es una herramienta un tanto artificial para animar una economía, pero qué duda cabe que puede conseguirlo temporalmente. Eso rompería el equilibrio actual de las divisas.

Finalmente está la cuestión de la cobertura. Y sigue funcionando. Especialmente atractivo es el atributo de ser una cobertura de verdad, es decir, que no porque suba la bolsa europea tenga que caer el dólar. Las “malas” coberturas son aquellas que cubren frente a una caída, pero caen cuando sube el activo cubierto, de forma que el resultado neto da suma cero.

Así que, pendientes de lo que ocurra con el posible estímulo fiscal europeo y preparados para lanzar la correspondiente notificación de cambio desde

[nextepfinance.com](https://nextepfinance.com) si hubiera novedades en este frente, mantenemos los fondos de renta fija en dólares en nuestras carteras recomendadas.

Víctor  
Alvargonzález

## Apéndice: notas y glosario de términos

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 porque 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 [nextepfinance.com](https://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/2011-09-24/la-japonetizacion-de-la-economia-occidental\\_582485/](https://blogs.elconfidencial.com/mercados/telon-de-fondo/2011-09-24/la-japonetizacion-de-la-economia-occidental_582485/)

(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 a continuación que, como consecuencia de la bajada de tipos en el mercado, un bono similar ofrece seis meses después un tipo de interés del 2%. Obviamente yo no voy a vender mi bono —que ofrece un 3%— por el mismo precio que se vende en el mercado el que ofrece un 2%. Lo venderé por un importe superior que equilibre los cupones. Al bajar el tipo de interés del mercado, el precio de mi bono ha subido.

Así funciona el mercado: el precio de un bono sube cuando el tipo de interés de bonos similares cae en el mercado. Que es más o menos lo que lleva ocurriendo en Europa desde

hace décadas. A finales de los 80 el bono español a 10 años ofrecía un cupón superior al 10%. Actualmente es del 0,40%. 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. Y no les quiero decir si subieran los tipos de interés. El valor de los fondos de renta fija, especialmente los de largo plazo, caería a plomo.

Víctor  
Alvargonzález