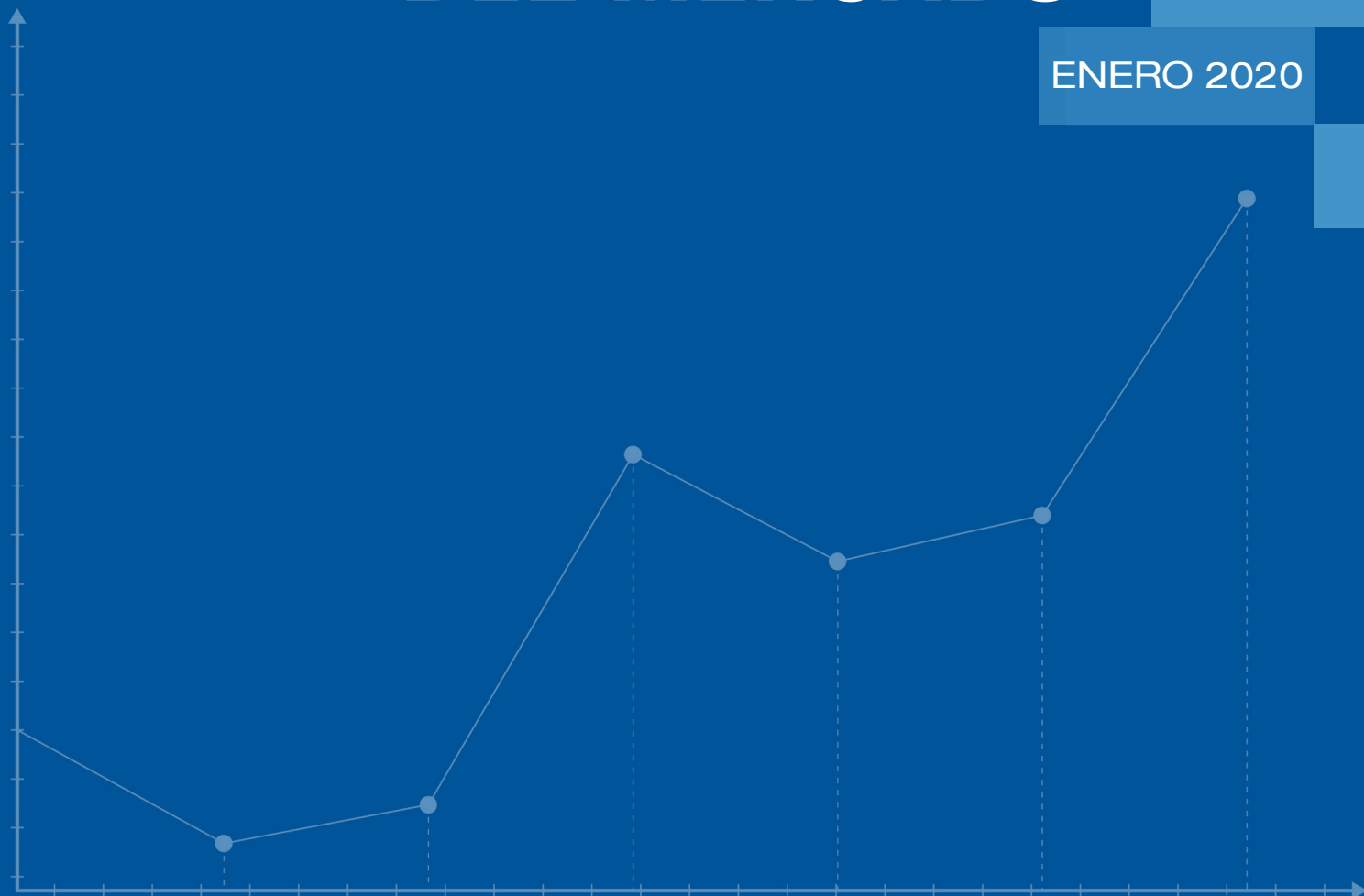


Víctor
Alvargonzález

CUADERNOS DEL MERCADO

35

ENERO 2020



Índice

Resumen	4
Portada	
Riesgos y oportunidades para el 2020	5
Renta variable	
Vientos de cambio en Berlín	13
No es solo la liquidez	15
¿La hora de Japón?	18
Renta fija	
Ojo a Suecia	21
Apéndice	23

Informe mensual de estrategia

correspondiente
al mes de
enero de 2020

Queridos amigos:

Hace ya más de dos años que inicié la publicación de estos “Cuadernos”. No quería dejar de aportar ideas y estrategia de inversión mientras ponía en marcha mi nueva empresa de asesoramiento, [Nextep Finance](#). Y lo hice pensando, sobre todo, en aquellas personas que, como clientes, seguidores o lectores, me han estado apoyando siempre a lo largo de mi carrera. Y me comprometí, además, a hacerlo gratuitamente.

Los “Cuadernos” han sido un éxito. No solo porque somos ya más de 6.000 personas compartiendo ideas y estrategias, sino porque el resultado ha sido muy positivo. Desde sobreponderar agresivamente la renta variable (cuando la mayoría de los analistas recomendaba justo lo contrario) hasta invertir en renta fija de muy largo plazo, para aprovechar la histórica bajada de los tipos de interés. En renta variable hemos dado un gran peso a la tecnología, participando así en los beneficios de la revolución digital y hemos evitado mercados que se han quedado atrás, como ha sido, desgraciadamente, el español. Además, el ganador (EE.UU.) ha sido siempre la “estrella” de nuestras carteras modelo.

Lo anterior no significa que los “Cuadernos” vayan a dejar de existir, sino que, a partir de ahora, tendrán un coste. Aunque ya les adelanto que será un coste muy moderado, respetando la máxima de que el asesoramiento sea accesible a cualquier patrimonio.

A la recepción del “Cuaderno” de febrero recibirán información detallada sobre la forma de formalizar, si así lo desean, la suscripción. Por supuesto, los clientes de [Nextep](#) no tienen por qué suscribirse ni realizar pago alguno, ya que los “Cuadernos” se incluirán como parte integrante del servicio de asesoramiento.

En el número de este mes empezamos por enumerar los riesgos y las oportunidades que se presentan en 2020, tratando de ver más allá de lo que dice el consenso de analistas. También analizamos la situación política en Alemania, que, como inversores, nos afecta mucho más que la española. Y hay más cosas, pero, como en esta ocasión tengo poco espacio para la presentación, les animo a que vayan directamente a la lectura.

Y recuerden: aquí tiene las ideas, pero en www.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 estas ideas, sea con fondos de su entidad o entidades financieras o una selección de lo mejor del mercado.

Además, probar el asesoramiento de Nextep no es caro: desde **46 euros al trimestre**, más IVA (en el servicio básico con cuota trimestral).

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



Víctor Alvargonzález



victoralvargonzalez.com
info@victoralvargonzalez.com

✓ *El deterioro de las clases medias y bajas representa un gran riesgo para las sociedades democráticas y puede afectar a los mercados.*

✓ *La pugna entre China y EE.UU., la situación en Hong Kong o el hecho de que el consenso se vaya tornando alcista son también elementos de riesgo.*

✓ *La mayoría de los inversores se han perdido la subida bursátil de los últimos años. Ahora querrán entrar todos a la vez. Presión al alza.*

✓ *También puede generar oportunidad un cambio en la política económica europea, la reestructuración bancaria o las reformas en Japón.*

✓ *Es muy posible que cualquier futura coalición en Alemania tenga que pasar por los verdes. En ese caso, el plan de estímulo fiscal estaría garantizado.*

Portada

Riesgos y oportunidades para el 2020

Los riesgos

En esta ocasión empezaré por los riesgos, para que vean que, pese a la posición claramente alcista que he mantenido a lo largo de los últimos años, no soy un optimista incorregible. Trato de ser realista y las condiciones eran muy buenas para invertir, tanto en renta variable como en renta fija de largo plazo y bonos corporativos. Los mercados no dan muchas oportunidades de ganar dinero y hay que aprovecharlas.

También es importante aclarar que los riesgos no debemos verlos necesariamente como un motivo para abstenerse de invertir. De hecho, en un mercado alcista como en el que creo que continuamos, identificar los riesgos significa identificar las correcciones que permitan entrar a quienes se han quedado fuera o a quienes hacen “trading” (inversión de corto plazo).

► Desigualdades, populismos y nacionalismos

No creo que sea sospechoso de ser comunista o algo así, pero pienso que el aumento de la desigualdad social acabará pasando factura. La estabilidad de una

democracia depende mucho del tamaño y la salud de su clase media y de que no se deteriore la de sus clases bajas. No se conoce un solo caso de un país que haya podido mantener una sana salud democrática mientras se destruyen las clases medias o aumenta el nivel de pobreza. El deterioro que generó la crisis de 2008 no solo no se ha reparado, sino que la situación sigue igual o peor. Y es un problema que afecta a todas las economías avanzadas.

Una situación así es caldo de cultivo para que los perjudicados empiecen a buscar culpables, normalmente enemigos exteriores o “los ricos”. Es caldo de cultivo para los nacionalismos y los populismos. La culpa no es de *todos* los políticos, sino de los que han estado gobernando. A los nuevos hay que dejarles el beneficio de la duda. Pero es un caldo de cultivo en el que se polariza la situación y solo es cuestión de tiempo que se fuercen las costuras de la democracia y de la economía.

Todo esto es más evidente en Europa, pero también ocurre en Estados Unidos. Yo soy un admirador de la economía nor-

teamericana, pero ahora mismo los estudiantes se endeudan para toda la vida para tener cualificaciones que les permitan competir en un durísimo mercado laboral y las mejoras económicas solo llegan a una parte de la sociedad. La sanidad de calidad está al alcance de muy pocos y siempre a precios astronómicos. Las fortunas de los grandes magnates van camino de ser tan grandes como el producto interior bruto de un pequeño país, mientras que los trabajadores con menor cualificación se quedan atrás. Yo creo en la economía de mercado, pero ninguna obra humana es perfecta y todas requieren de ajustes y reparaciones. Esperemos que en esta ocasión esos ajustes no vengan por la vía violenta o el vuelco político.

Normalmente la política no influye en las bolsas. Los políticos generan cizaña, cierto, pero los pilares de la economía, es decir, las empresas y los trabajadores, siguen adelante pese a los políticos. Siguen construyendo y reconstruyen lo que los políticos derriban. Pero siempre hay excepciones y las situaciones extremas en política acaban generando situaciones extremas en la economía y en los mercados.

Todo esto tendremos que vigilarlo atentamente en el año 2020. Y no solo desde un punto de vista negativo. Como veremos

en otro capítulo de este informe, la presión del SPD alemán y de los verdes podría hacer que Alemania y países adláteres relajen la política de austeridad, lo cual a su vez podría mejorar la situación económica y reducir las expectativas electorales de los partidos populistas, nacionalistas y antieuropeístas. O justo lo contrario. Estaremos vigilantes.

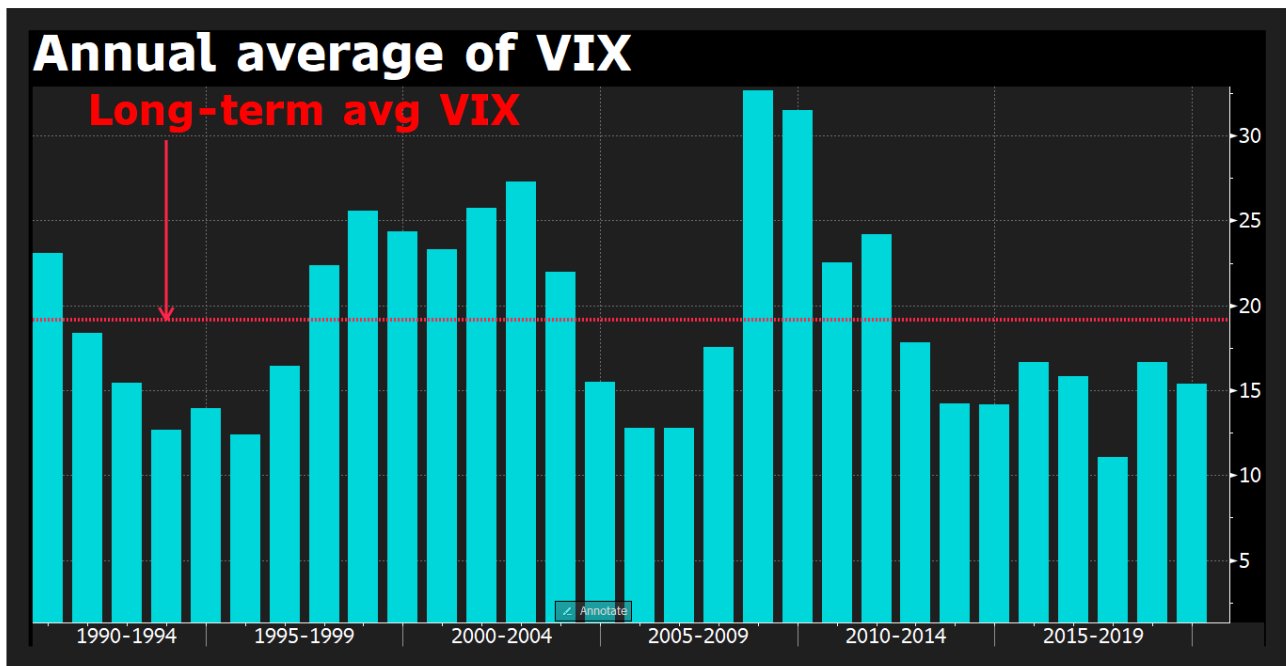
► Aumento de la volatilidad

Los mismos analistas e “influencers” que el año pasado solo hablaban de crisis, recesión, “represión financiera” y burbuja bursátil —y que miraban mal a los que recomendábamos invertir— ahora lo ven todo de color de rosa. No es una buena señal que el consenso cambie de acera. Y con la volatilidad en niveles relativamente bajos, como puede apreciarse en el gráfico número 1.

Porque la volatilidad, como puede apreciarse en el gráfico, es siempre cíclica. Cuando es muy baja, tarde o temprano tiende a subir. Una situación de baja volatilidad acompañada de complacencia por parte del consenso es caldo de cultivo para una corrección. En este caso lo veo más como una oportunidad de entrada, pero corrección al fin y al cabo.

La estabilidad de una democracia depende mucho del tamaño y la salud de su clase media. Y no solo no se ha reparado el daño que hizo la crisis, sino que ha ido a peor.

Gráfico n.º 1: Índice VIX de la volatilidad, por debajo de la media histórica



Fuente: Bloomberg

Porque ahora, además de a Donald Trump, tenemos a Boris Johnson. Ellos dos solos ya son “per se” *garantía* de volatilidad. Es más: lo que han alcanzado China y Estados Unidos es una tregua. Ahora llega la fase dos de la negociación, que es más complicada. Y, encima, en plena campaña electoral norteamericana. Añadan la situación política europea y pueden estar seguros de que esas casas que todos los años se limitan a decir como predicción que el año que viene será “volátil” en esta ocasión acertarán.

Pueden estar seguros de que esas casas que todos los años se limitan a decir como predicción que el año que viene será “volátil” en esta ocasión acertarán.

Esto no significa que el año no acabe bien. De hecho, yo creo que acabará bien, pero estoy convencido que en este curso una de las misiones de estos “Cuadernos” y del servicio de asesoramiento de [Nextep](#) será evitar que alguien se tire asustado por la borda en plena tempestad o que otros se “vengan arriba” y pretendan llegar a nado porque ha mejorado el tiempo.

► Elisabeth Warren

En principio y viendo el desquite que cunde entre las filas demócratas, uno podría pensar que la reelección de Trump está

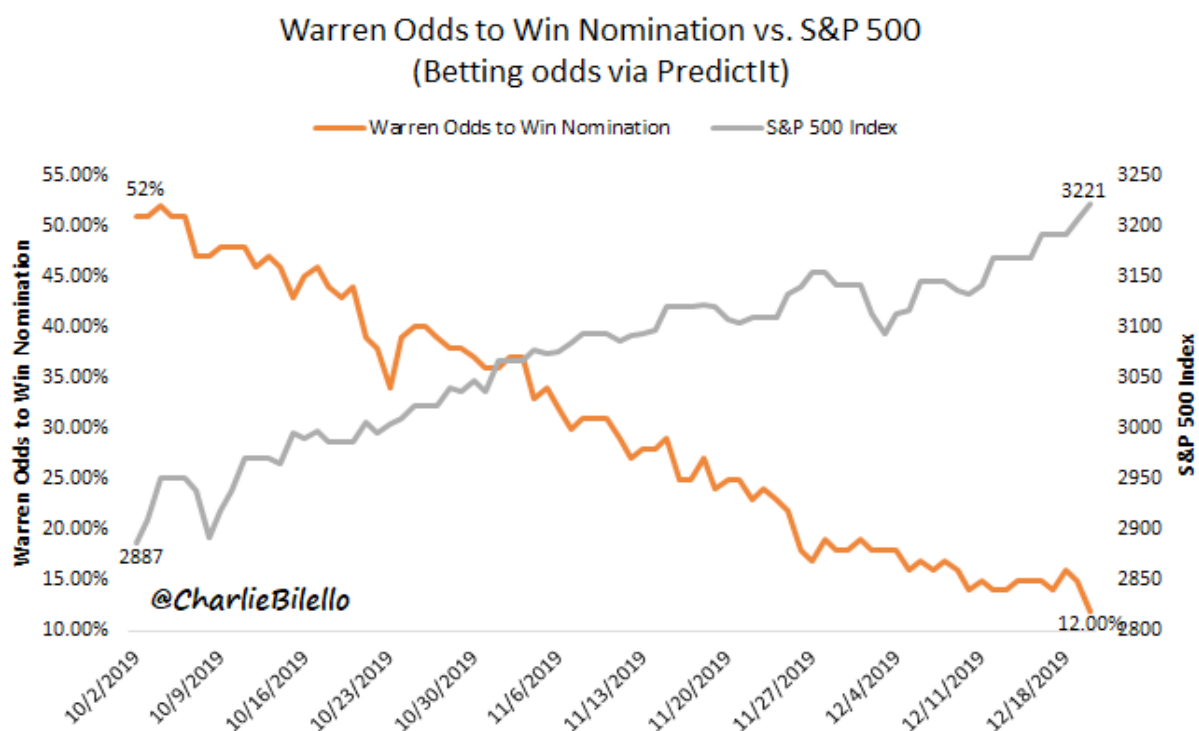
garantizada. O al menos eso pensaba yo hasta que he empezado a analizar a sus posibles rivales y he dado con Elizabeth Warren.

Gran comunicadora, rápida, muy lista. Está sabiendo detectar las debilidades de la situación actual. Si es capaz de salir nominada en la convención demócrata —lo

cual no es nada fácil— y reduce un poco su fervor anticapitalista, podría ser un hueso duro de roer para Donald Trump. Esta mujer no es Hillary Clinton, se lo aseguro.

Fíjense en el gráfico número 2, qué bien le sienta al índice bursátil SP 500 la posibilidad de que Warren no sea candidata, imagínense cómo le sentaría que sí lo fuera.

Gráfico n.º 2: SP 500 vs posibilidades de que Elisabeth Warren sea nominada



Fuente: CharlieBilello - PredictIt

La realidad es que Warren lo tiene muy difícil, empezando por la enorme cantidad de dinero necesaria para la nominación y luego para la campaña, así que este es un

riesgo poco probable. Ahora bien, dada la tendencia en los mercados a que lo menos probable sea lo que ocurra, nada como tenerlo en el radar.

► La miopía alemana

En paralelo al aumento de las diferencias sociales, cada vez es mayor la distancia económica entre el sur y el norte de Europa. De seguir así, la cuestión ya no es si se romperá la cuerda, sino cuándo y por dónde.

En mi opinión, la mejor solución sería reactivar la actividad productiva de la eurozona y, como consecuencia, la creación de empleo. Y la mejor forma es eliminar el traje de cemento que le han puesto a la actividad empresarial los políticos y burocratas europeos a base de excesos regulatorios, burocráticos e impositivos. Para mí la mejor política sería la que siguió Margaret Thatcher cuando llegó al poder en Inglaterra, salvo que en este caso no habría que luchar con los sindicatos sino con la burocracia, bajar los impuestos y poner como prioridad la promoción de la actividad empresarial y el empleo, especialmente entre los más jóvenes y los mayores.

Pero para hacer esto hace falta tener valentía y liderazgo y en Europa no hay políticos así. Ahora bien, a falta de la mejor solución, siempre queda la brocha gorda del estímulo fiscal, es decir, que el Estado siga una política keynesiana y encienda la mecha de la recuperación realizando fuertes inversiones en infraestructuras. Y, hay que

decirlo: en lo referente a infraestructuras digitales y medioambientales no sería una mala idea. Y si ambas cosas generan empleo y actividad económica, bienvenidas sean.

Pero si no se hace nada, si Alemania sigue en el “no a todo”, entonces tendremos un serio problema. Es un asunto que vigilaré muy de cerca en 2020.

► Hong Kong

Tengo la impresión de que si China no ha intervenido militarmente en Hong Kong ha sido para no perjudicar el acuerdo con Estados Unidos. Si decidieran hacerlo ahora perjudicaría la aplicación de ese acuerdo, sin duda, pero probablemente fuera de forma temporal. Hasta que se calmaran las aguas. Seguramente el congreso de los Estados Unidos se rasgaría las vestiduras, pero no olvidemos que si se ha firmado una tregua es porque a ambas partes les interesa.

Puestos a tomar una decisión drástica y cortar por lo sano, el periodo entre que se ha cerrado un acuerdo y el inicio de las negociaciones para el próximo sería el momento menos malo para una actuación de este tipo. Eso sí: sin duda afectaría a las bolsas, porque el acuerdo alcanzado quedaría en *stand by* y lo mismo ocurriría con la fase dos.

El periodo entre que se ha cerrado un acuerdo y el inicio de las negociaciones para el próximo sería el momento menos malo para una intervención china en Hong Kong.

Aunque, en mi opinión, luego se seguiría hacia delante, dada la magnitud de los intereses económicos en juego, qué duda cabe que en 2020 no podemos descartar el riesgo de una corrección con origen en la situación de Hong Kong.

Finalizada la lista de los posibles riesgos, la experiencia nos dice que el mayor riesgo es el que no se conoce, el que viene por sorpresa. Pero ese puente solo podremos cruzarlo cuando llegue. Y para eso tenemos en [Nextep](#) un servicio de asesoramiento en tiempo real: para comunicar rápidamente los cambios a realizar en las carteras de fondos —y pronto de ETFs— ante los cambios que se produzcan en el mercado.

Las oportunidades

He empezado por los riesgos para que no me acusen de optimista recalcitrante, pero la verdad es que para el año que viene veo más oportunidades que riesgos que impliquen abandonar el mercado, salvo temporalmente.

► El último tren

Las constantes llamadas a la prudencia, cuando no directamente al pánico, que han realizado la mayoría de los analistas, gestores y asesores a lo largo de estos años han dejado a mucha

gente fuera del mercado y, en consecuencia, del *rally* bursátil. De hecho, esta subida ya se conoce en EE.UU. como “el mercado alcista más odiado de la historia” (por el número de inversores que se lo ha perdido). ¿Es tarde para subirse al tren? Yo creo que no.

La buena noticia es que muy probablemente este mercado alcista todavía tiene recorrido. No puedo entrar aquí en explicar por qué, sería demasiado largo y ocuparía todo el informe. Pero lo haré sin duda a lo largo de los próximos números de estos “Cuadernos”. Lo importante ahora es que quien se ha quedado fuera sepa que todavía puede sacar partido de la tendencia si sabe o le ayudan a jugar bien sus cartas.

► Reestructuración bancaria

Con independencia de lo que hagan las bolsas en general, hay un tema sobre el que ya he hablado en otras ocasiones: la reestructuración bancaria europea. De

hecho, pronto tendrán a su disposición en la web victoralvar-gonzalez.com una hemeroteca donde podrán consultar los cuadernos anteriores (excepto los cuatro últimos, que serán de acceso exclusivo a los suscriptores). En este caso se trata este asunto en profundidad en los cuadernos n.º 31 (septiembre 2017) y n.º 32 (octubre 2017).

La buena noticia es que este mercado alcista todavía tiene recorrido y quienes se lo han perdido están a tiempo de subirse al tren.

Me limitaré a resumir la idea fundamental: en Europa hay demasiados bancos, son demasiado grandes y están demostrando ser incapaces de adaptarse al nuevo entorno digital. Además, aunque los tipos de interés pueden ajustarse ligeramente al alza, van a seguir muy bajos durante mucho tiempo, perjudicando los márgenes de las entidades financieras. Y la solución fácil de cobrar comisiones estratosféricas en los fondos de inversión y otros productos financieros va a verse seriamente amenazada por la nueva competencia que suponen las plataformas baratas, los ETF y los fondos indiciados.

La banca sigue confiando en la ayuda del Estado y en que la proteja de los competidores. Pero esa protección no será gratis: será a cambio de que se “pongan las pilas”, es decir, que se produzca un proceso de reestructuración, probablemente forzado en este caso desde el Banco Central Europeo.

Las reestructuraciones bancarias generan fusiones y adquisiciones, un proceso muy interesante para los gestores que sepan aprovecharlo. Será también la oportunidad que tendrán los gestores “value” para demostrar que son capaces de detectar valor, en este caso en río revuelto.

La reestructuración bancaria europea será la oportunidad que tendrán los gestores “value” para demostrar que son capaces de detectar valor.

Nosotros vamos a estar muy pendientes tanto del sector como de los gestores que sean capaces de aprovechar la situación. Lo verán en estos informes y en las carteras asesoradas de [Nextep](#) y su selección de fondos. Si no hemos hecho todavía recomendaciones concretas o lanzado señales de entrada es porque, como habrán podido comprobar, el proceso todavía no ha comenzado. Y en las inversiones el “timing” es muy importante.

► **El estímulo fiscal**

Si Alemania decide modificar su política de extrema austeridad y permite que los países europeos que estén en condiciones de hacerlo —obviamente no es el caso de España— lleven a cabo medidas de estímulo fiscal a base de inversiones en infraestructuras digitales y medioambientales, podríamos tener un cambio muy importante en la evolución de los mercados europeos de renta variable.

De hecho, uno de los motivos por los que Europa no se ha quedado, como siempre, por detrás de Estados Unidos en revalorización bursátil en 2019 es, precisamente, porque se está empezando a descontar esa posibilidad. Es uno de los temas estrella a seguir este año y por eso más adelante le dedicamos un capítulo completo de este informe.

Es más, si hay cambios en la política de austeridad podría ser una excelente oportunidad de lo que se conoce como operación “Long Short”: ponerse “largo” del sector bancario europeo y “corto” de renta fija euro de largo plazo. Una recomendación —“cortos” en bonos europeos— que ya se hizo a los suscriptores de Nextep y que ya está dando muy buenos resultados.

► **Japón**

A la chita callando podrían estar empezando a cambiar cosas en el país del sol naciente. En el año 2012 Shinzo Abe fue nombrado primer ministro y anunció un programa de tres medidas para acabar con el estancamiento económico y la deflación crónica. Lo llamó “las tres flechas”. Consistía en un proceso de drástica relajación monetaria, estímulo fiscal y reformas estructurales, especialmente en temas de gobierno corporativo.

Ocho años después, nadie se fija en Japón. Motivo más que suficiente para fijarse y no descartarlo como oportunidad en 2019. Y lo que se observa en los datos es que empiezan a detectarse algunas señales que podrían estar indicando un cambio. Y es importante porque el mercado de renta variable japonés tiene sin duda un gran potencial y la cuestión es cuándo será liberado ese potencial.

Lo analizamos en este número de los “Cuadernos”, donde dedicamos un capítulo a ver cómo y donde están las famosas flechas de Shinzo Abe.

► **Reino Unido**

Hablamos de ello en el informe del mes de diciembre, así que no nos repetiremos, porque además lo tendrán pronto disponible en la hemeroteca de los “Cuadernos” que pueden encontrar en la web victoralvargonzalez.com. Pero no queríamos dejar de mencionar esta oportunidad de inversión y la idea se resume rápido:

¿Y si los británicos no se equivocan? ¿Y si, liberados del corsé burocrático y regulatorio europeo pueden competir mejor en esta economía globalizada?

No olvidemos que a Europa tampoco le interesa cerrarles la puerta, porque entonces tampoco podría venderles a ellos. En otras palabras, una Inglaterra con un tratamiento parecido al de Noruega podría ser una buena oportunidad de inversión y, muy importante: una alternativa europea —puesto que europeos van a seguir siendo y muy relacionados con la economía del continente— cuando la situación sociopolítica se complique en Europa. Lo que viene siendo una interesante diversificación, e incluso cobertura, vaya.

Sería una excelente oportunidad de lo que se conoce como operación “Long Short”: “largo” del sector bancario europeo, “corto” de renta fija euro de largo plazo.

► Sectores

Siempre hay sectores que superan a los grandes índices generales. Miren si no este año a mi preferido, el NASDAQ, con mucho peso en las carteras agresivas recomendadas por Nextep.

Mencionamos anteriormente el sector bancario europeo, pero también hay que estar atentos al sector medioambiental y a los subsectores tecnológicos. Aquí en España estamos a “otras cosas” y cada día más lejos de los avances tecnológicos, pero en China, o más concretamente en Hong Kong, acaban de salir a cotizar dos empresas, una dedicada a la inteligencia artificial —especializada en el reconocimiento facial— y otra al co-

Aunque usted y yo vivamos en España, nuestros ahorros no tienen porque quedarse fuera del enorme cambio económico y tecnológico que se está viviendo en el mundo.

mercio digital (el gigante de distribución Alibaba). Aunque usted y yo vivamos en España, nuestros ahorros no tienen porque quedarse fuera del enorme cambio económico y tecnológico que se está vi-

viendo en el mundo.

También tenemos por los suelos el sector de las materias primas. Por el momento no veo ninguna opción de que se sitúe entre los ganadores, pero no hay que perder nunca de vista aquello que está en niveles históricamente bajos de precios. Y no solo de tecnología vive el hombre. No parece fácil que el sector vuelva a los puestos de cabeza, pero bastaría un pequeño repunte en la inflación o del crecimiento global para que repuntara.

Renta variable

Vientos de cambio en Berlín

Este tipo de análisis puede justificar por sí solo el coste de la suscripción que van a tener estos cuadernos a partir del mes de febrero. Es el tipo de información que si se utiliza adecuadamente puede cambiar el resultado de una cartera de inversión. No es que sea información confidencial, sino

que es información realizada en profundidad que no suele salir en los medios de comunicación de uso más generalizado ni en los informes de las casas de bolsa. Pero puede ser muy importante, en este caso, para la evolución futura de la renta fija y variable de la eurozona.

El caso es que estamos pendientes de los movimientos políticos en España, cuando, como inversores, los movimientos políticos que realmente nos interesan son los que se producen en Alemania.

El SPD, el partido socialista, cuenta cada vez con menos intención de voto. A este paso pronto será sustituido por los verdes en el espacio de centro izquierda. En otras palabras, hay muchas probabilidades de que una futura coalición tenga que contar con los verdes en lugar de con el SPD.

De ser así, la CDU, el partido de Ángela Merkel, tendrá que ser mucho más flexible en cuestiones como el superávit o incluso el equilibrio presupuestario, y mucho más valiente en temas relacionados con la inversión pública. En otras palabras, una coalición en la que estén los verdes será sí o sí favorable al estímulo fiscal que también demandan el Banco Central Europeo, los empresarios y los sindicatos alemanes.

Las probabilidades de que haya elecciones anticipadas en Alemania son altas. La pérdida de votos del SPD les lleva a pensar que su presencia en un gobierno de coalición con la CDU les perjudica, lo que aumenta las probabilidades de que quieran cerrar el grifo del apoyo.

Ciertamente puede haber coaliciones distintas a la de los cristianos demócratas de la CDU con los verdes, pero esta última es la que tiene más probabilidades de producirse.

Para empezar, ambos son los dos partidos más populares de Alemania, cada uno en su parte del espectro político. Y una coalición de la izquierda entre el SPD, los verdes y el partido radical de izquierda “Die Linke” parece complicada. Hasta ahora los dos primeros se han mostrado poco partidarios de unirse a la izquierda radical. Pero desde un punto de vista económico sería una coalición todavía más partidaria del estímulo fiscal, por motivos obvios. Finalmente, podría repetirse la coalición que

existe en la actualidad, pero es difícil creer que el SPD no vaya a pedir inversión y gasto público que pueda vender entre su público.

La conclusión es clara: de una u otra manera parece muy difícil que la CDU pueda mantener su política de superávit o incluso de déficit cero en un entorno en el que no es ya solo que aumenten las presiones mencionadas anteriormente: es que podría ser la condición de sus socios, sea de nuevo el SPD o sean los verdes.

Si los verdes entran en una coalición, se acabó el superávit en las cuentas alemanas. La inversión pública, especialmente en infraestructuras medioambientales, está asegurada.

De ser así, la operación “long short” que mencionábamos al inicio de este informe sería de libro. Y se ampliaría en la parte de compra (“long”) a otros sectores de las bolsas europeas que se vieran especialmente beneficiados por este cambio. Porque, como comentaba recientemente en un vídeo enviado a los clientes de [Nextep](#), en los mercados, cuando se produce un cambio en un activo, normalmente genera una reacción en cadena que afecta a otros activos.

Seguiremos atentamente la evolución del SPD y la posibilidad y el “timing” de unas elecciones anticipadas. Podría depender de ello el resultado de la parte europea de una cartera de fondos el año que viene, dado que lo que ocurra en la política alemana no solo afectará a la renta variable europea, parte importante de las carteras, sino también a la renta fija. Conviene recordar que una variación al

alza del 1% en los tipos de interés de los bonos alemanes supondría una caída del 15% en el precio. Y que la expectativa de estímulo fiscal a la japonesa en Europa dispararía al alza las bolsas europeas, si bien no todas por igual ni todos los sectores. Es fácil hacerse una idea de la importancia de este asunto.

Lo que no queda tan claro es que esto pueda producirse en el próximo ejercicio, puesto que Ángela Merkel se retira en el 2021 y la CDU podría intentar gobernar en minoría hasta que llegue ese momento. Pero los mercados descuentan expectativas de futuro y si empiezan a ver claro un escenario de coalición que incluya a los verdes o al SPD claramente alineado con políticas de estímulo fiscal se irá reflejando en los precios antes de que ocurra. Ya saben: “comprar con el rumor, vender con la noticia”.

No es solo la liquidez

En los últimos años la mayoría de los inversores se han quedado fuera de la subida que han tenido las bolsas. Y personalmente creo que ha tenido mucho que ver con el hecho de que la mayoría de los analistas e “influencers” del sector hayan transmitido todo tipo de miedos, ya sea a una supuesta crisis, a una burbuja bursátil, a la llegada de una recesión o a cualquier

cosa que asuste a los inversores y busquen así la protección de esos analistas e “influencers” que cuidarán de sus ahorros.

La estrategia de utilizar el miedo para captar clientes ha tenido otra característica: la transmisión de información parcial y, en algunos casos, directamente sesgada. Resaltar lo negativo, ignorar lo positivo y así generar temor. El ejemplo más claro lo

tenemos en la forma en que se ha tratado el tema del incremento de la deuda global.

Qué duda cabe que el volumen de deuda, especialmente la de los países avanzados, se ha incrementado en los últimos años, alcanzando niveles cercanos a los que había antes de la crisis de 2008. Pero lo que no se dice es que, desde el 2008 hasta ahora, también ha crecido el producto interior bruto (PIB) de muchos de esos países, especialmente el del más endeudado, que es EE.UU. Si aumentan las deudas de una persona o de una empresa, pero en paralelo aumentan sus ingresos y el valor de su patrimonio, no es tan grave como si solo aumentaran las deudas.

Tampoco se dice que no es lo mismo que aumente la deuda si los tipos de interés se reducen que si se mantienen estables o aumentan. Especialmente si se reducen y caen a niveles ridículamente bajos, como es el caso en la actualidad. Eso hace que la financiación de la deuda sea cada vez más fácil. Si se habla del tamaño de la deuda y no se mencionan los tipos de interés, se está ofreciendo una información sesgada.

Otra información sesgada es la que dice que las bolsas suben exclusivamente como resultado del dinero que inyec-

tan los bancos centrales en la economía. Esto también tiene un aspecto cierto, pero lo que no se dice es que dónde más han subido las bolsas —EE.UU.— las subidas han ido acompañadas de una mejora de los resultados empresariales.

Incluso admitiendo que esa mejora de los ingresos de las empresas tenga mucho que ver con las inyecciones de liquidez de

los bancos centrales, ¿no se hicieron precisamente también para eso, para que mejore la situación y la financiación empresarial y, en consecuencia, la inversión y el empleo? Además, mientras la subida de las bolsas vaya acompañada de una mejora de los beneficios empresariales y sea acorde con esa mejora de los beneficios, ¿cuál es el problema?

La deuda ha aumentado y ha alcanzado niveles cercanos a 2008. Pero también ha aumentado el PIB y los tipos de interés de los bonos son mucho más bajos.

Gráfico n.º 3: Índice SP 500 y valoración (PER) de la bolsa USA.



Fuente: Bloomberg Intelligence.

Lo importante no es lo que haya subido la bolsa, sino si está cara o barata. Si suben los ingresos y/o los beneficios tiene toda su lógica que suba la bolsa. Lo vemos en el gráfico número 3. La parte de arriba, la línea blanca, es el índice SP 500 de la bolsa norteamericana. La parte de abajo, la línea rosa, representa la valoración de esa bolsa, de forma que, cuanto más arriba está esa línea, más cara está la bolsa. Si la bolsa sube mucho, como es el caso, pero también suben

los beneficios empresariales, aunque suba no tiene por qué estar cara. Y un PER de 19,5 no es que sea barato, pero está dentro de la media histórica. La línea amarilla junto al SP 500 mide los ingresos por acción de las empresas cotizadas y, como puede verse, se mueve casi en paralelo al SP 500. Sobran los comentarios.

La mejora de los ingresos de las empresas tiene mucho que ver con las inyecciones de liquidez de los bancos centrales, pero ¿es que no se hicieron también para eso?

En el caso de la bolsa europea la situación es diferente, porque en Europa no aumentan significativamente los be-

neficios empresariales. Pero la bolsa europea ha subido mucho menos que la bolsa norteamericana desde 2010, de forma que el PER de la bolsa europea está claramente por debajo del de la norteamericana.

Quienes hablan de burbuja bursátil no mencionan estos datos ni tampoco que,

por ejemplo, la rentabilidad por dividendo de la bolsa europea (3%) comparada con el tipo de interés de los bonos a diez años (entorno al 0% o negativa) es históricamente alta, o, dicho de otra manera, que la valoración de las bolsas europeas comparando el dividendo con la rentabilidad de los bonos es históricamente baja.

¿La hora de Japón?

Normalmente en los mercados las cosas importantes ocurren cuando nadie se las espera. La mayoría de las crisis, las grandes caídas bursátiles o las grandes subidas cogieron por sorpresa a la mayoría de los analistas. Está en la naturaleza de los mercados. Y por eso que hay que vigilar casos como el de Japón.

Este país se metió hace muchos años en una situación parecida a lo que ahora tenemos en Europa: economía encorsetada e incapaz de crecer, intereses políticos y empresariales que impiden reestructurar las empresas y hacerlas competitivas, burocracia, excesos regulatorios, bancos protegidos que se vuelven complacientes y son una carga para el Estado y un lastre para las empresas, políticos mediocres incapaces de liderar reformas estructurales y, en definitiva, una economía estancada y en pleno proceso desinflacionista.

El actual primer ministro Shinzo Abe ganó las elecciones en 2012 con la pro-

mesa de sacar a Japón del agujero en que lo habían metido sus políticos. Prometió llevar a cabo una política basada en tres acciones fundamentales que denominó “los tres dardos”: drástica relajación monetaria, estímulo fiscal y reformas estructurales (especialmente en temas de gobierno corporativo).

Ocho años después Abe sigue en el poder y hay datos que avalan que, como mínimo, mostremos cierto interés en la evolución del país (además de que Japón esté fuera del radar del consenso).

Por ejemplo: en 1990, la banca poseía el 16% de las acciones de las empresas cotizadas frente a un 3% en la actualidad. Uno de los mayores problemas de Japón es que los bancos controlan las empresas e impiden procesos de modernización, bien por intereses personales y “puertas giratorias” —los directivos de los bancos son a su vez consejeros de las empresas participadas—, bien porque el único ob-

jetivo del banco es salvaguardar sus préstamos y no quieren aventuras que puedan ponerlos en peligro. Ese conflicto de interés ha pasado del 16% al 3%.

En ese mismo año, las grandes empresas no financieras eran dueñas de un 30% de las empresas cotizadas. Imagínense el cúmulo de conflictos de interés que puede suponer esa maraña de intereses accionariales cruzados. Esa cifra ha bajado ahora al 22%. Es todavía un número muy elevado, pero la tendencia es descendente.

Luego está la cuestión del envejecimiento de la población. Evidentemente no se ha solucionado. Harían falta generaciones para que los jóvenes japoneses se pongan a tener un gran número de hijos y no parecen tener intención alguna de hacerlo. Pero en lo que a las empresas y la economía se refiere, lo más importante es la renovación y la entrada de mano de obra joven, sea o no japonesa. En los últimos años la entrada de trabajadores extranjeros ha crecido al 15% anual. Y la tendencia se mantiene. La fuente de mano de obra es prácticamente ilimitada, pues viene de países como Vietnam, Indonesia Filipinas o Nepal, que desde luego no tienen problema alguno de envejecimiento poblacional.

Japón es un país exportador, tecnológicamente avanzado, que participa en la revolución digital y que está situado en una zona geográfica de alto crecimiento.

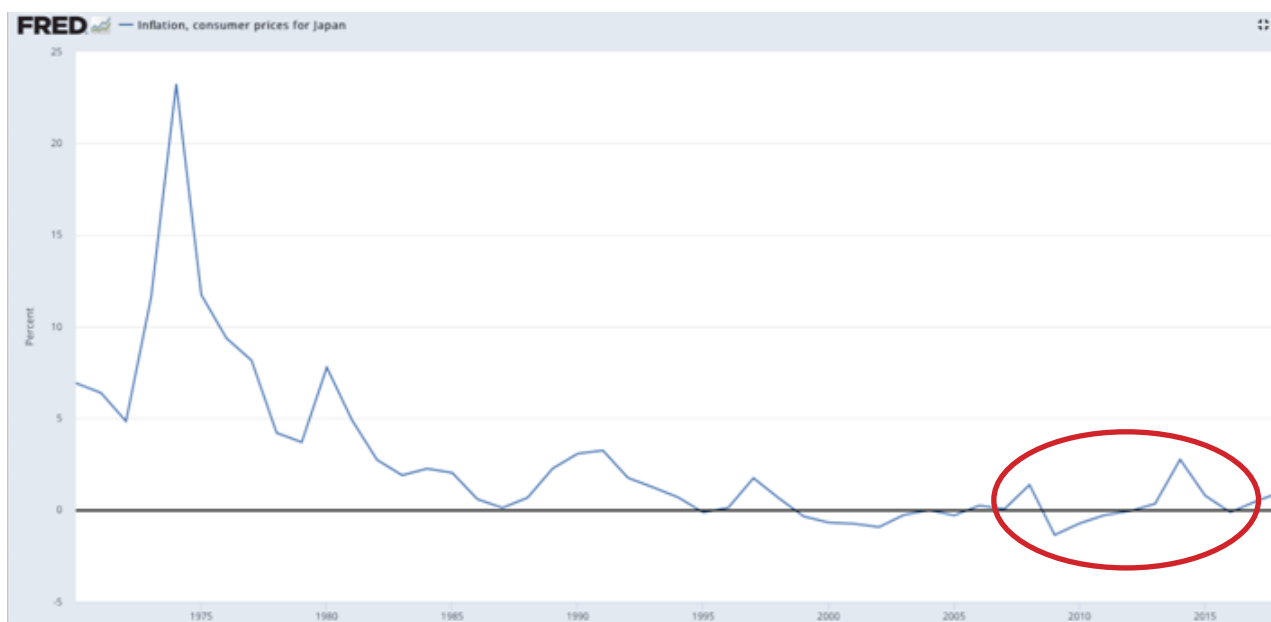
Finalmente, pero no menos importante, la deuda. Es un hecho que Japón es el país avanzado más endeudado del mundo. Pero también es uno de los países con habitantes más ahorradores. Aunque la deuda pública es espectacularmente alta, si tenemos en cuenta el posicionamiento de los hogares y las empresas la lectura es diferente: concretamente un superávit por cuenta corriente del 3,5 %. Quede claro que esto no elimina el problema de los excesos de deuda del Estado, pero tampoco sería objetivo olvidarnos de lo que ocurre en el sector privado.

Tampoco podemos olvidar que mientras los tipos de interés que paga Japón sean cero, “cero coma” o negativos, el coste de financiar esa deuda es ínfimo. De hecho, en muchos vencimientos cobran por prestar. Qué duda cabe que si suben los tipos de interés tendrán un problema, pero si eso ocurre probablemente vaya acompañado de una mejora del producto interior bruto. Normalmente, si suben los tipos de interés es porque sube la inflación, y esto suele ser consecuencia de una mejora de la actividad económica. Si es así, también aumentaría la recaudación impositiva y serviría para pagar unas deudas que, en muchos casos, lo son con vencimiento a muy largo plazo.

¿Por qué es importante todo lo anterior? Porque Japón no es España. Japón es un país tecnológicamente muy avanzado, en una posición muy buena para participar en la revolución digital, con un enorme potencial exportador y situado en el centro de una zona geográfica de alto crecimiento económico.

Además, las empresas japonesas están baratas, como consecuencia del desinterés que han mostrado los inversores internacionales, dada la situación económica del país y la falta de gobierno corporativo asimilable a los estándares del resto de países avanzados.

Gráfico n.º 4: *La inflación en Japón desde 1970*



Fuente: Federal Reserve Bank of St. Louis

Y, aunque parece que es algo que nunca llega, imagínense si finalmente Japón saliera de la deflación. Sería como si todas las empresas japonesas incrementaran sus precios de venta. El impacto en los resultados sería inmediato. Y también en las valoraciones. Esto es muy difícil porque en la deflación se entra, pero es

muy difícil saber cómo se sale y normalmente solo un *shock* externo, o a algo así, produce el cambio de tendencia. Lo que sí podemos decir es que desde 2014 hasta hoy la situación ha mejorado, aunque, también hay que decirlo, a precio de oro, estimulando la economía con enormes cantidades de dinero público.

Gráfico n.º 5: *El producto interior bruto (PIB) de Japón desde 1994*



Fuente: Federal Reserve Bank of St. Louis

El tema inflación o más bien posible salida de la deflación lo vemos en el gráfico número 4. Desde el año 2014 hasta ahora, la inflación, siendo todavía muy baja, ha conseguido mantenerse positiva o solo ligeramente negativa, Y eso mientras sufría la presión bajista de la desinflación del resto del mundo. Por otra parte, el proce-

so de estabilización de los niveles de inflación ha ido acompañado de una mejora del producto interior bruto, que vemos en el gráfico número 5.

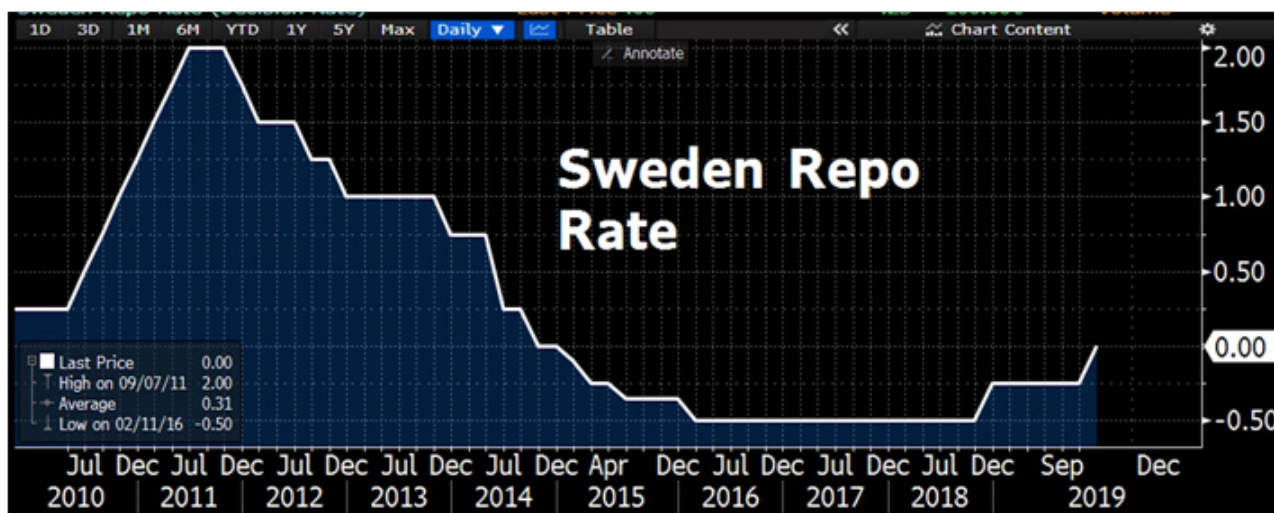
No son gráficos para certificar un cambio de tendencia, pero sí los son para mantener la mente abierta.

Renta fija

Ojo a Suecia

Recientemente el Banco Central de Suecia decidió subir los tipos de interés. Esto, así por las buenas, no parece tener mucho interés. Pero si les digo que Suecia, que es una economía muy cercana a la de la

Unión Europea, fue precursora en el proceso de bajada de tipos y de los tipos de interés negativos para tratar de reanimar la inflación, entonces entenderán por qué le dedicamos un capítulo a este asunto.

Gráfico n.º 6: Cambio de dirección de los tipos de interés en Suecia

Fuente: Bloomberg

Ha habido analistas que se han lanzado rápidamente a decir que a continuación irá el Banco Central Europeo. Creo que esa es una afirmación errónea. En ningún caso va el BCE a subir los tipos de interés en el corto o medio plazo. Si la economía sueca va mal y la inflación es demasiado baja, la de la eurozona va peor y el riesgo de deflación es mucho mayor. Puede que los tipos bajos no sean la solución, pero subirlos sería una auténtica locura.

Lo importante de la decisión del Banco Central de Suecia son los motivos de esa decisión y cómo pueden impactar en la mente del BCE y los ministros de economía europeos.

El Banco Central de Suecia ha llegado a la conclusión de

que poco más se puede hacer bajando los tipos de interés, mientras que los efectos secundarios negativos sobre la economía de bajadas adicionales son evidentes: burbuja inmobiliaria, empresas ineficientes que deberían cerrar y se mantienen abiertas porque el dinero es gratuito y así pueden seguir adelante (empresas “zombis”), burbuja en el mercado de bonos, donde se paga por prestar, países endeudados cada vez peor gestionados tomando medidas populistas porque el dinero les sale gratis, etc., etc.

Todo esto ya lo saben en el Banco Central Europeo y por eso les piden insistentemente a los políticos que hagan su trabajo y tomen medidas de

Lo importante de la decisión del Banco Central de Suecia son los motivos y como pueden impactar en la mente del BCE y de los ministros de economía europeos.

política económica que saquen a Europa de la situación de hibernación en la que se encuentra su economía. Pero que Suecia dé el primer paso diciendo “hasta aquí hemos llegado, hagan ustedes su trabajo o tendrán problemas económicos que les harán perder las elecciones” es importante. Seguro que en el BCE toman buena nota. Y probablemente también en la cancillería alemana.

En mi opinión, lo más importante de todo esto, ya sean las declaraciones de los miembros del Banco Central Europeo o la decisión del Banco Central de Sue-

cia, es que de alguna manera pudiera estar creándose un suelo a la bajada de los tipos de interés y aumentando la presión para que los políticos hagan su trabajo. Y si no tienen la valentía de quitarle el traje de cemento de burocracia, regulaciones e impuestos que le han puesto a la economía europea, que al menos lancen un programa serio de estímulo fiscal.

Las consecuencias para los inversores de una decisión así las hemos tratado en los epígrafes “Oportunidades para 2020” y “Vientos de cambio en Berlín”.

Apéndice

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 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, 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).