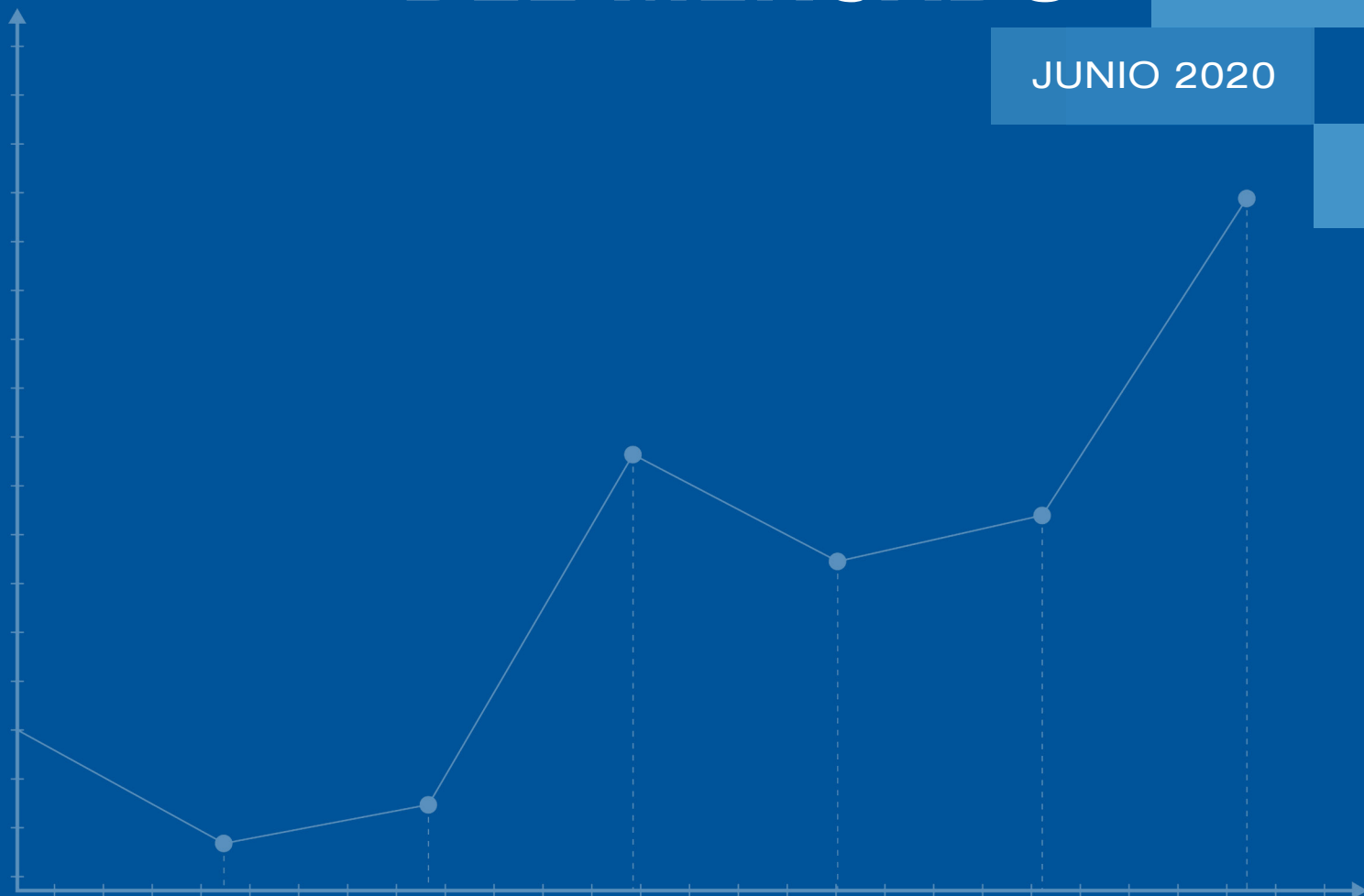


Víctor
Alvargonzález

CUADERNOS DEL MERCADO

40

JUNIO 2020



Índice

Resumen	4
Portada	
“¡Es el mercado, estúpido!”	5
Renta variable	
El “value”: ahora o nunca (literalmente)	9
Montañas de dinero	15
La vieja volatilidad indica “nueva normalidad”	19
Cómo aprovechar esta oportunidad y dormir tranquilo	21
Apéndice	
Notas y glosario de términos	23

Informe mensual de estrategia

correspondiente al mes de junio de 2020

Mientras se dedicaban a criticar el comportamiento de los mercados, la actuación de los bancos centrales o el comportamiento de los inversores, la mayoría de los analistas —y de los asesores— se han perdido una magnífica recuperación bursátil. Que un analista se dedique a demostrar su brillantez académica y se olvide de las reglas de los mercados no le sirve de nada a sus clientes. Especialmente si el resultado es que se pierdan las subidas. La lección que quedará de esta crisis es que si inviertes debes respetar las reglas del mercado. Estamos a tiempo de recordarlas.

En este número también hablaremos de los gestores “de valor” o fondos “value”. Tras 10 años haciéndolo peor que los índices, pero cobrando mucho más que los fondos indexados, los gestores de fondos de valor parecen tener los días contados. Especialmente después de haberlo hecho peor durante la crisis, donde se suponía que aguantarían mejor.

Pero, como suele ocurrir en los mercados, es posible que sea ahora, que nadie se lo espera, cuando los gestores “value” estén ante una de las mejores oportunidades de recuperar el prestigio perdido. El problema es que no todos verán la jugada, así que elegir a los gestores que aprovecharán la oportunidad va a ser difícil. Pero puede resultar muy rentable a medio y largo plazo.

En el “Cuaderno” del mes de abril del año 2017 les dije que los depósitos de gasolina de los mercados estaban llenos de liquidez. Desde entonces, el SP 500 ha subido un 50% (crisis del coronavirus incluida). Pues si antes tenían liquidez, ahora lo que tienen es un océano de combustible. Cuando se descubra un tratamiento o una vacuna contra el COVID nos acordaremos de lo que les comento en el tercer capítulo de este informe.

Y para finalizar, un consejo práctico de inversión: si uno quiere aprovechar las oportunidades que ofrecen las crisis para comprar barato, no es necesario apostararlo todo a una carta. A veces es suficiente con que sea solo la cuarta parte de nuestra inversión. O incluso menos. Nadie se ha arruinado invirtiendo una pequeña parte de su patrimonio en renta variable y, por el contrario, en el medio y largo plazo la mayoría de los que lo han hecho se han alegrado de hacerlo.

Aquí tienen las ideas y las estrategias, en nextepfinance.com las tienen con nombres y apellidos. Nuestro servicio de asesoramiento personalizado le indicará los fondos de inversión y ETF que permiten poner en práctica estas ideas. Sin necesidad de cambiar de banco o de intermediario financiero, porque podemos diseñar su cartera con fondos de su entidad o con lo mejor del mercado. Sin “tocar” en ningún momento su dinero, porque somos asesores y nos limitamos a decirle qué haríamos si estuviéramos “en sus zapatos”, si me permiten la expresión. 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



victoralvagonzalez.com
info@victoralvagonzalez.com

✓ *Es mejor asumir las reglas de los mercados que dedicarse a criticarlas y perderse las subidas.*

✓ *Los gestores de fondos de valor están ante una oportunidad única. Pero no todos sabrán aprovecharla.*

✓ *Tras la llegada de un tratamiento o vacuna contra el COVID-19 lo que quedará es una inmensa montaña de liquidez.*

Víctor
Alvargonzález

✓ *Fue una buena idea utilizar la volatilidad como termómetro de la recuperación bursátil. Ahora ayuda a saber hasta dónde llegará.*

✓ *Si no quiere perderse esta oportunidad pero quiere dormir tranquilo, siga el consejo que le dio JP Morgan a su cliente.*

El desfase entre la economía real y los mercados

Evidentemente, antes o después, lo que ocurra en la economía real acaba coincidiendo con lo que ocurre en los mercados o viceversa. Pero siempre hay un desfase. A veces los mercados se anticipan correctamente a lo que finalmente ocurre en la economía y otras se equivocan y acaban rectificando para adaptarse a lo que realmente ocurre. Pero lo normal es ese “gap” que el artículo al que hacemos referencia considera tan extraño.

Esto no significa que los inversores acierten siempre. Significa que siempre apuestan por escenarios futuros. En cualquier mercado: los inversores compran inmuebles porque *piensan* que en el *futuro* los precios serán más altos. Y con sus compras ayudan a que suban, normalmente antes de que la situación económica justifique esa subida. O compran materias primas porque piensa que, aunque esté deprimida la demanda porque hay una recesión, cuando mejore la situación económica subirá el precio. Es algo tan fácil de entender y tan básico para el funcionamiento de la economía como la propia ley de la oferta y la demanda.

Lo primero que se enseña sobre los mercados —y lo primero que se aprende trabajando en ellos— es que los tiempos de la economía real y la financiera son distintos.

Lo expresaba recientemente David Rubenstein, fundador y CEO del grupo Carlyle: “Stock markets are forward indicators: people making bets on what they think will happen” (“Las bolsas son indicadores adelantados: gente realizando apuestas sobre lo que creen que va a ocurrir”).

No dice “gente que realiza apuestas sobre lo que está ocurriendo”, sino sobre lo que piensan que va a ocurrir. Y ese es el motivo por el que es muy difícil que coincidan en el tiempo la economía real y la financiera. Que se sorprenda de esto la gente que no conoce los mercados es lógico, pero que se sorprendan los medios especializados y, lo que es peor todavía, la mayoría de los analistas, eso ya es preocupante. Pero es lo que lleva tiempo ocurriendo.

Es preocupante porque lo que dicen la mayoría de los analistas o los medios afecta a los inversores, que, como es lógico, tienden a hacer lo que dice la mayoría. Y si la mayoría de los analistas —el consenso— y los medios se equivocan, harán que se equivoquen la mayoría de los inversores. E insisto: no estoy diciendo si aciertan o no los mercados subiendo ahora, lo que digo es que es una muy mala idea trabajar con conocimientos erróneos sobre el funcionamiento de los mismos.

Porque además el consenso suele equivocarse más que acierta. Si no, todos los analistas serían ricos, y obviamente no es el caso. Pero al menos antiguamente el consenso entendía los mecanismos de funcionamiento de los mercados.

Cómo afecta ese desfase en la actualidad

Todo esto afecta al inversor en la situación actual, porque si el consenso se equivoca, quien lo sigue, además de haberse perdido la subida de entre un 20% y un 30% que han tenido las bolsas mundiales —la española es una excepción, un caso aparte—, puede perderse la que tengan hasta que se confirme la llegada de un tratamiento eficaz que nos permita convivir y trabajar aunque el virus siga entre nosotros. Y no les quiero decir si se descubre una vacuna.

Otro ejemplo muy claro de cómo funcionan los mercados y que usted debe tener muy en cuenta en la situación actual es que si se descubriera una vacuna o un tratamiento eficaz, las cotizaciones no van a esperar a que esté en las farmacias. Tan pronto se sepa que esa vacuna o esos tratamientos han pasado con éxitos las pruebas masivas se descontará en los precios. Y por las mismas, si las noticias fueran en sentido contrario, se descontará inmediatamente a la baja.

Otra regla fundamental de los mercados: se mueven por miedo. Miedo a estar dentro cuando caen, miedo a estar fuera cuando suben.

Ustedes pensarán que si la mayoría de asesores y analistas están tomando sus decisiones en base a la situación actual será por algo. Y que si la mayoría lo hace probablemente sea yo el que esté equivocado, que les he aconsejado seguir en el mercado si estaban ya o comprar si no lo estaban. Eso es perfectamente posible, por supuesto, pero ese no es el debate: el debate es sobre cómo funcionan los mercados. Y los grandes gestores y estrategias que ha habido en la historia ganaron dinero —y lo hicieron ganar— porque se anticiparon a lo que ocurriría. Compraron barato cuando las cosas estaban mal, apostando por que algún día estarían bien. Y vendieron caro cuando las cosas estaban estupidamente bien sabiendo que algún día estarían mal. Lo que está diciendo ahora mismo el consenso y la prensa es que hay que mantenerse al margen porque las cosas están mal y habrá que comprar entonces cuando las cosas estén bien. Así no se ha hecho nadie rico invirtiendo en bolsa, se lo puedo asegurar.

Se preguntarán entonces cuál es la explicación, por qué tantos analistas han abandonado de repente las reglas básicas de la inversión. La explicación es más psicológica que económica, lo cual, por otra parte, es algo muy habitual en los mercados.

En esta ocasión lo que está ocurriendo es que la mayoría de

asesores y analistas decidieron tomar sus decisiones en base a la situación del momento, es decir, vender y mantenerse al margen hasta que se aclarara la situación. Incluso vender en pérdidas. Tampoco se reincorporaron al mercado cuando se inició la recuperación porque se centraron en lo mal que estaba todo y no pensaron en el dinero que meterían bancos centrales y gobiernos ni en la posible vuelta a la normalidad. Ahora ven cómo el mercado sube, pero ellos están fuera, y lógicamente están deseando que baje, bien para entrar de nuevo, bien para poder decirle a sus clientes que acertaron. Suena simplista pero es así de sencillo. Porque la otra regla fundamental de los mercados es que se mueven por miedo: miedo a estar dentro cuando caen, miedo a estar fuera cuando suben.

Por el contrario, el propio mercado y un pequeño número de analistas y estrategas —como el que suscribe— decidieron apostar porque el mercado miraría hacia delante, hacia una vuelta gradual al trabajo seguida de algún tipo de tratamiento o vacuna que nos llevaran gradualmente primero a esa “nueva normalidad” y luego a la normalidad económica y, en consecuencia, a niveles de cotización acordes con una situación de normalidad.

Otro ejemplo clarísimo de la tendencia de las bolsas a la anticipación la estamos viendo en la evolución por sectores y países.

El mercado que más se ha recuperado es el que agrupa a las empresas tecnológicas, el NASDAQ. Hubo gente que vendió Amazon, Netflix o Microsoft, que llegaron a caer entre un 20 y un 30%, pero rápidamente llegaron un número importante de inversores espabilados que se pusieron a comprar. Y llevaron la cotización de estos valores no solo a la recuperación,

sino en algunos casos a nuevos máximos. Quien compró se dio cuenta de que, mirando a medio plazo, eran empresas ganadoras. Especialmente en este contexto de distanciamiento social obligatorio.

Lo mismo podemos decir de la diferencia entre, por ejemplo, la bolsa española y la norteamericana. Los inversores miran hacia delante y apuestan por la bolsa de un país que no depende del turismo, la restauración o la hostelería y que además es líder en la revolución digital. Un

país que se ha preocupado de cuidar a su tejido productivo para que cuando se ponga de nuevo en marcha la economía no se quede nadie atrás. Y no por un país que se va a quedar atrás. Miran el potencial de recuperación de EE.UU. y miran el de España y actúan en consecuencia.

La mayoría de analistas y asesores esta fuera del mercado y deseando por lo tanto que vuelva a caer, para entrar o para poder decirle a sus clientes que no se equivocaron.

Y para acabar, una regla de mi cosecha particular y fruto de mi propia experiencia: en los mercados es más importante ganar dinero que tener razón. Queda muy bien

criticar a la Reserva Federal o decir lo equivocados están los mercados, pero mientras tanto quienes lo hacen se pierden muchas subidas bursátiles.

Renta variable

El “value”: ahora o nunca (literalmente)

Cualquiera que tenga relación con la inversión en fondos habrá oído hablar del debate sobre si es mejor el estilo de gestión “Value” (“de valor”) o el estilo de gestión “Growth” (“de crecimiento”).

El estilo de gestión “Growth” o “de crecimiento” hace referencia a aquellos gestores de fondos que se fijan sobre todo en las expectativas de crecimiento de las empresas y no tanto en su valoración actual. Por su parte, los gestores de valor o “value” le dan mucha más importancia a la valoración de las empresas en el momento, es decir, a si paga un buen dividendo, si tiene una baja valoración respecto a su valor en libros o si tiene un PER bajo.

Esto no significa que los gestores “de valor” no miren al crecimiento de las empresas, pero en su ADN lo más importante son los parámetros fundamentales de valoración, mientras que en el ADN de los gestores de crecimiento lo importante son las expectativas de crecimiento del negocio. In-

cluso aunque la empresa no tenga todavía beneficios, por poner un ejemplo extremo.

En realidad, el debate sobre si es mejor el “growth” o el “value” es un debate estéril. No hay uno “mejor” que el otro. Es como preguntarse qué es mejor, si un Ferrari o un Range Rover. En una autopista el Ferrari no tiene rival, pero en un camino de tierra lleno de baches ganará el Range Rover o cualquier todoterreno alto y con tracción 4x4.

Los estilos de gestión son vehículos para invertir y unas veces funcionan mejor unos y otras veces funcionan mejor otros. Depende de sobre qué terreno nos vayamos a mover.

¿Ganará alguna vez el “value” al “growth”?

En los últimos años y pese a que el “value” tiene muchos defensores, empiezan a surgir dudas sobre si este estilo de ges-

ción es capaz de liderar en algún tipo de “terreno”. En la primera parte del gráfico número uno de este informe vemos que en los últimos 10 años el value (línea azul oscuro) lo ha hecho peor que el Growth (línea rosa). Especialmente en los últimos cinco. Y no solo peor que el Growth, peor incluso que el mercado en general, representado por el índice SP500 (línea azul claro). El más modesto de los fondos índice ha superado a los artistas de la gestión activa durante la friolera de 10 años.

Pero es todavía peor: ha llegado la crisis bursátil por el coronavirus, es decir, un camino de tierra lleno de baches, y el Range Rover se ha quedado detrás del Ferrari, como puede observarse en la segunda parte del gráfico número uno. Y, para más “escarnio,” no sólo ha caído más, sino que se ha recuperado peor que el resto.

Es un dato inquietante, porque en situaciones de crisis los fondos de valor solían hacerlo mejor que los de crecimiento, dado que las caídas bursátiles suelen producirse ante la posibilidad de una recesión, es decir, de una situación de crecimiento económico negativo, a la que evidentemente son más sensibles los valores de crecimiento.

Pero no ha sido el caso ahora y lógicamente los inversores se preguntan por qué.

Lo que ha ocurrido es relativamente

sencillo de explicar: el problema del coronavirus afecta más a los negocios físicos que a los negocios digitales. Y afecta muy especialmente a los que se ven más perjudicados por las medidas de distanciamiento social.

Normalmente los gestores de valor no invierten en negocios digitales, y mucho menos en “high flyers” como Netflix o Amazon. Pero en cambio estos valores están en casi todas las carteras de los gestores de crecimiento. O simplemente los fondos indexados en índices con alto peso en tecnología, como es el Nasdaq y, en menor medida, el SP500.

Como los fondos de valor son más de invertir en negocios donde hay contacto físico o afectan las medidas de distanciamiento social, no sólo no lo han hecho mejor, sino que han caído más que los de crecimiento.

El mercado tiene razón al pensar que esos negocios tardarán más en recuperar su actividad, puesto que en muchos casos dependen de que surja una vacuna o un tratamiento eficaz contra el coronavirus. Y si hacen sus productos en fábricas, aparte de ver cómo se

reduce su demanda por el periodo de recesión, tendrán que hacer frente a costes superiores para mantener la distancia social. En muchos casos tendrán que modifi-

Es precisamente ahora cuando los gestores de valor tienen la oportunidad de demostrar su capacidad de comprar buenos negocios a buen precio.

car sus cadenas de producción y tampoco es descartable que tengan que realizar fuertes inversiones en robotización para evitar aglomeraciones en fábricas y alma-

cenos. En las oficinas habrá que invertir en teletrabajo. Además muchas empresas analógicas han descuidado la venta online y eso también se nota.

Gráfico n.º 1: El “value” lo ha hecho peor, tanto al alza como a la baja.

Value stocks have lagged behind broader markets for a decade ...



... and have done particularly badly in the coronavirus crash



Fuente: FT

La cuestión ahora es saber si alguna vez volverá a superar el Range Rover al Ferrari. Y, en mi opinión, es precisamente ahora cuando los gestores de valor tienen la oportunidad de demostrar su capacidad de comprar buenos negocios a buen precio. En otras palabras, los que lo hagan bien y aprovechen la oportunidad podrían superar al Ferrari dentro de un par de años.

No será algo que podamos comprobar en el corto plazo. Pero si tienen visión y saben detectar esos negocios analógicos que ahora están deprimidos pero que dentro de un año o dos habrán vuelto a la normalidad si se descubre un tratamiento o una vacuna eficaces contra el virus, a los precios actuales son auténticas gangas. Y se notará en la rentabilidad de los fondos de quienes hayan tenido esa visión y la valentía para tomar esas posiciones.

Selección de gestores con visión de futuro

En el número anterior de “Los Cuadernos” citábamos muchos ejemplos de negocios que lo van a pasar mal pero que, mirando a largo plazo, volverán por sus fueros (Cuaderno n.º 39 / mayo 2020). Es más, en [Nextep](#) nos vamos a tomar muy en serio la búsqueda de gestores de valor que estén buscando este tipo de ideas que creemos aportarán mucho valor de aquí a un par de años.

Gestores capaces de detectar negocios que ahora están deprimidos pero dentro de un par de años habrán vuelto a la normalidad si se descubre un tratamiento o una vacuna.

La selección de los valores no es tan fácil como parece, porque no todos los negocios que se están viendo perjudicados por el distanciamiento social recuperarán su posición en el mercado. El coronavirus se ha convertido en el mejor agente de los negocios online. Por ejemplo, muchas personas mayores que utilizaban poco o nada este tipo de servicios tendrán que hacerlo casi de forma obligatoria durante los próximos uno o dos años y eso les permitirá darse cuenta de la comodidad de utilizarlos, del ahorro de tiempo y de los mejores precios. Seguirán yendo a comprar ropa en las tiendas del centro de la ciudad pero muy probablemente no pierdan el tiempo comprando una alargador o una aspiradora acudiendo a una tienda.

Se preguntarán Uds. como se localiza un fondo “value” cuyo gestor haya sido capaz de ver la jugada. Obviamente nuestro primer consejo es que utilice los servicios de [Nextep](#), porque pronto empezaremos a seguirles la pista. En la primera fase de este rebote decidimos centrarnos en fondos con expectativas de rentabilidad a corto plazo y, visto lo visto, hemos acertado. Pero habrá que empezar a pensar también en el largo plazo.

Una forma de localizar gestores que hayan visto la jugada es hablar con el gestor, escuchar sus ideas y ver cómo las

va materializando en la cartera, pero no es fácil si eres un inversor particular. Tampoco lo es si eres un asesor independiente, como nosotros, dado que en España los gestores prefieren hablar con la gente que vende sus fondos a cambio de una comisión. Son más fáciles de convencer. Los asesores independientes, que no cobramos comisión de los productos que recomendamos, tenemos que estar seguros de que los fondos sean interesantes para nuestros clientes. Pero no importa, porque hay una alternativa que en la práctica resulta mejor que hablar con los gestores.

Como dice la Biblia, “por sus actos los conoceréis”. En este caso sería “si no eres un comisionista, analiza su cartera”. Y digo que es mejor que hablar con el gestor porque el gestor te puede contar muchas cosas, pero luego la realidad es que muchos se limitan a seguir a un índice de referencia. En cambio, cuando analizas su cartera estás viendo exactamente si pone su dinero donde pone sus palabras.

Ejemplos de ideas que nos gustaría ver en ese tipo de fondos serían los hoteles, pero más los de lujo o un resort en el Caribe que si son competencia de Airbnb o empresas similares. No existe competencia online a un hotel de lujo en el centro de una ciudad europea o un resort de primer nivel en el Caribe.

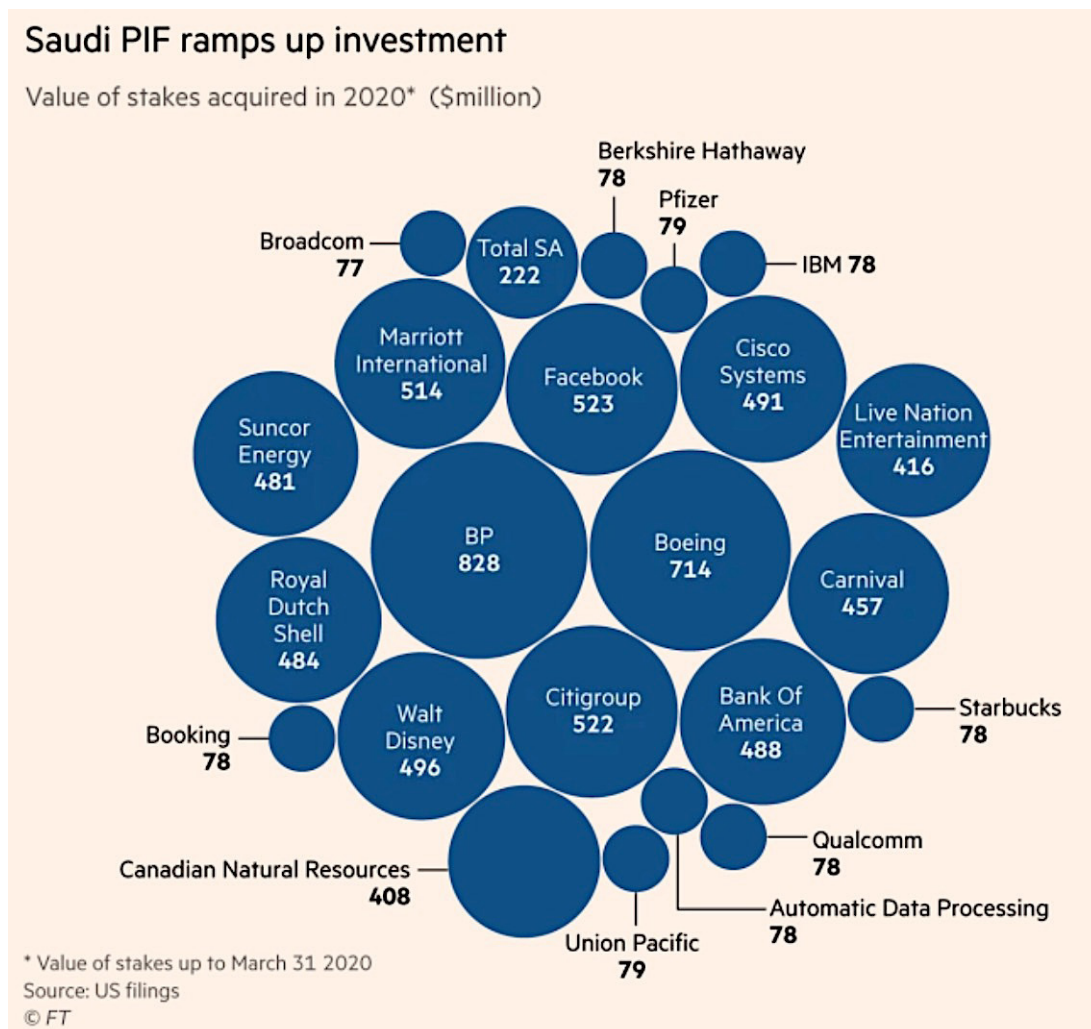
También son buenas ideas las líneas aéreas, pero no todas aguantarán el tirón.

Ahí es donde tiene que ganarse el gestor la comisión, porque muchos negocios que puedan parecer interesantes ahora a nivel de precio y que son actividades que remontarán podrían tener que cerrar antes de volver a abrir.

Otro ejemplo de lo importante que es saber elegir son los casinos. Hace poco, en plena crisis del coronavirus, se cerró una operación importante mediante la que un fondo de inversión compró una participación significativa en una importante cadena de casinos. Pese a que el juego online seguirá creciendo, la experiencia que supone para el consumidor ir a un casino físico seguirá siendo atractiva. Hace años que Las Vegas o Montecarlo conviven y compiten con el juego online y volverán a hacerlo cuando el virus pueda combatirse con un tratamiento o una vacuna.

Otro ejemplo de gestor “value” inteligente es el del fondo soberano de Arabia Saudita, que ha aprovechado la crisis para comprar un 5,7% de Live Nation —el mayor organización de conciertos en vivo del mundo— y un 7,3% de Carnival (el mayor operador de cruceros del mundo). Como puede verse, son compañías que lo van a pasar muy mal en los próximos uno o dos años, pero que cuando se descubra un buen tratamiento contra el virus o una vacuna eficaz volverán a ser líderes en su sector. En el gráfico n.º 2 vemos el tipo de empresas que han ido comprando, aprovechando los bajos precios, en crisis anteriores.

Gráfico n.º 2: El fondo soberano de Arabia Saudita sale de compras en la crisis.



Fuente: FT

Con estos ejemplos se pueden hacer una idea del tipo de gestores de valor que buscan los analistas de [Nextep](#) para incorporarlos en un futuro próximo a nuestras recomendaciones de largo plazo. Si los encontramos, claro, porque también están los gestores “value” que te dicen que comprarían acciones de El Corte Inglés si cotizara en bolsa porque está muy

barato, olvidándose de que los gigantes de la venta online seguirán quitándole cuota de mercado.

Además de tener ideas claras sobre cómo aprovechar esta oportunidad, otra cuestión importante a la hora de elegir un gestor de valor es que realmente haga lo que dice hacer. A la hora de la verdad mu-

chos gestores que dicen hacer una gestión activa se limitan a hacer lo mismo que sus colegas de inversión pasiva, es decir, replicar la composición de los índices, pero cobrando el triple en comisiones de gestión. Para esta inversión necesitamos gente con capacidad de tomar decisiones y valentía para hacerlo. Afortunadamente, de nuevo vale la frase “por sus actos los conoceréis”: basta comparar la evolución del fondo con su índice de referencia para saber si hace su trabajo o se limita a cobrar caro por seguir a un índice.

Por cierto: si les interesa el tema, en la próxima jornada online gratuita que hará **Nextep** en colaboración con Rankia trataremos esta cuestión del papel que pueden jugar los fondos de valor a la hora de mejorar los resultados de una cartera de inversión de cara al largo plazo aprovechando la crisis del coronavirus. Puede inscribirse utilizando este enlace:

<https://www.rankia.com/cursos/3148-in-virtiende-nueva-normalidad-impulso-digital-oportunidad-para-gestores-valor>

Montañas de dinero

Es mucha la gente que no entiende por qué suben las bolsas con la que está cayendo en la economía (la bolsa española no sube igual que el resto, pero es una excepción). Respondemos a esta pregunta en el primer capítulo de estos cuadernos, donde explicamos que las bolsas descuentan escenarios futuros y que actualmente descuentan una vuelta gradual de la actividad económica, que esperan se consolidará con la llegada de un tratamiento eficaz —o una vacuna— contra el virus.

Ha habido bolsas que se han recuperado mucho más que otras, bien por tener componentes relacionados con la revolución digital y no solo vieja economía, bien porque sus gobiernos se han preocupado por cuidar su tejido productivo. Pero las bolsas en general se han recuperado

sobre todo como consecuencia de la intervención de los bancos centrales, como suele ocurrir en todas las crisis.

Porque, como ya sabemos por experiencia, mucho de ese dinero destinado a la economía real acaba en los mercados financieros.

Para no complicar las cosas no voy a insistir sobre el mecanismo por el cual una parte importante de ese dinero que tendría que ir a negocios y hogares acaba en los mercados de bonos y acciones y el sector inmobiliario.

Todo el que tiene cierta relación con los mercados o la información financiera ha visto y vivido como el dinero de los programas de estímulo monetario que ha ha-

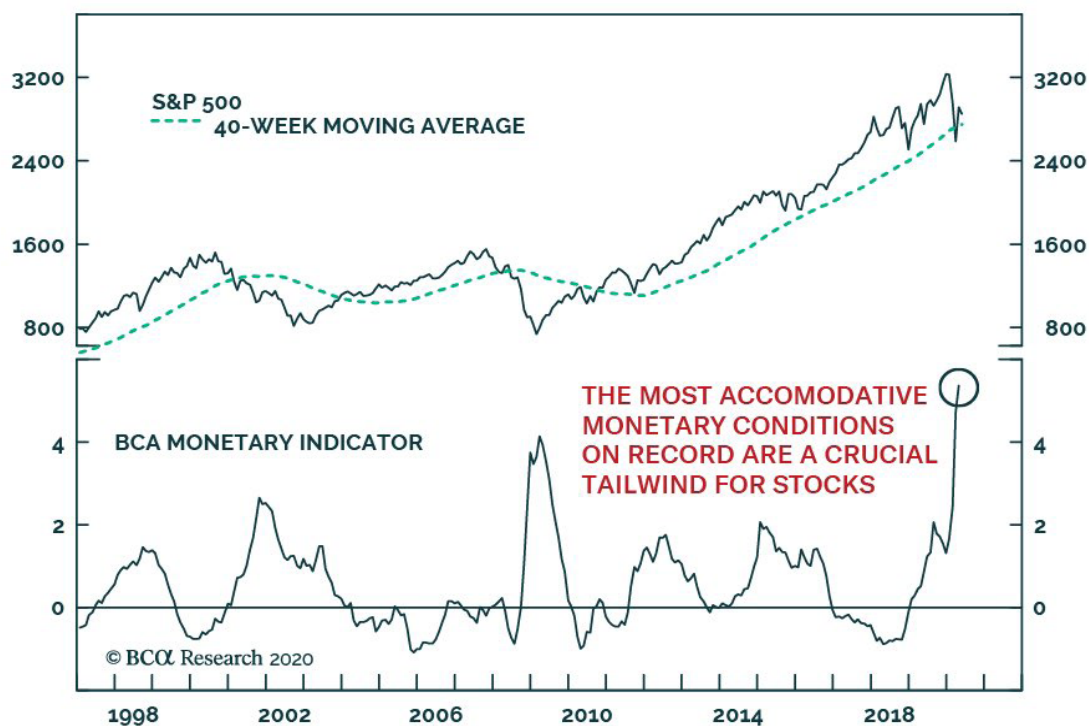
bido desde 2008 han apoyado la subida del precio de los inmuebles y de los activos financieros. Y esta vez no va a ser distinto.

Los bancos centrales no tenían más remedio que proveer de liquidez al sistema, salvo que estuvieran dispuestos a aceptar el colapso del sistema financiero mundial y su consecuencia inmediata sobre la economía real: una depresión que habría dejado pequeña a la de los años 30 en Estados Unidos, porque esta habría sido global.

Los bancos centrales han creado el entorno monetario más favorable que ha existido nunca. Y lo de “nunca” es literal.

Así, han creado el entorno financieramente más favorable que ha existido nunca, y lo de “nunca” es literal, entendido como aquel entorno en el que la liquidez en el sistema nunca ha sido tan abundante y los tipos de interés tan bajos, tanto los de corto plazo como los de largo plazo, ya se trate de préstamos bancarios, letras o bonos. Lo vemos en el caso norteamericano en el gráfico número tres, pero la situación es la misma en cualquier otro lugar del mundo.

Gráfico n.º 3: Las condiciones monetarias más favorables de la historia.



Fuente: BCAlpha Research 2020

No hace falta tener conocimientos financieros sofisticados para entender el gráfico n.º 3. Y su importancia para el inversor. En la parte de arriba vemos la evolución del índice SP 500 (la media aparece en línea azul discontinua). En la parte de abajo, un índice compuesto por distintos parámetros relativos a las condiciones monetarias (nivel de los tipos de interés, volumen de liquidez en el sistema, etc.).

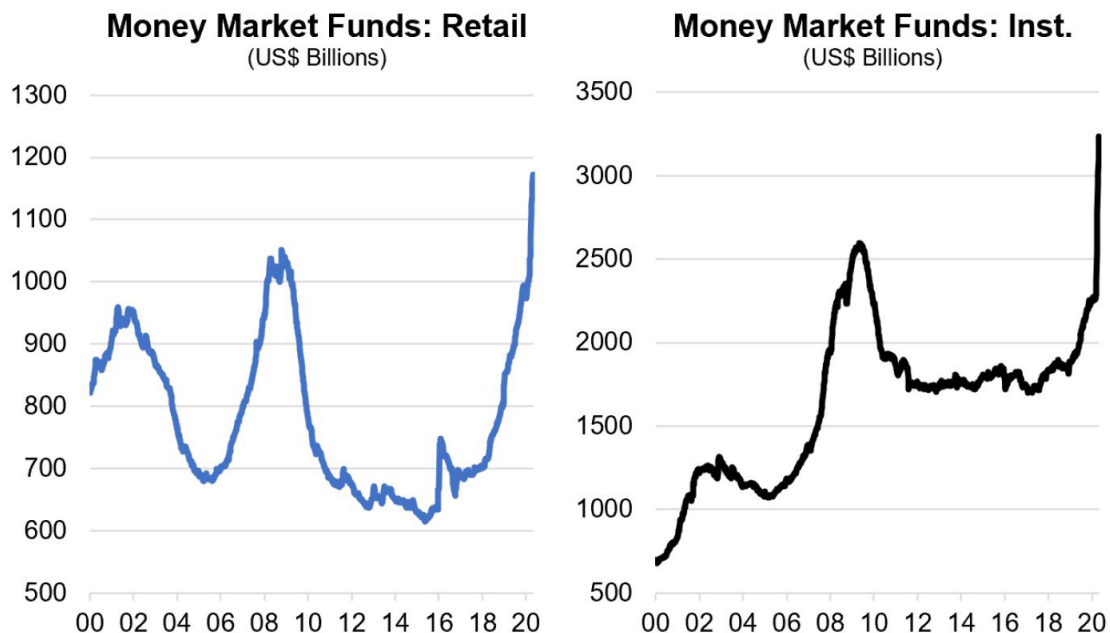
Como puede comprobarse, a más accesible y barato el dinero, mayores son las subidas que se producen en la bolsa a partir de ese momento (en este caso el SP 500). Cuando los bancos centrales inyectar liquidez no la reparten discrecionalmente. Al final los grandes inversores, ya sean particulares o bancos de inversión y fondos, son quienes tienen más fácil el acceso al crédito. Con estos tipos de interés les resulta gratis pedir prestado para invertir. Además, los grandes fondos de pensiones se encuentran con que tienen mucho dinero que invertir y los bonos dan muy poco rendimiento. En esta circunstancia y tratándose de inversores de largo plazo prefieren el alto dividendo que ofrecen las acciones.

Para nosotros la conclusión es evidente: si sigue el proceso de vuelta a la normalidad económica, aunque sea gradual y lleve tiempo, al final esa montaña de dinero generará un efecto parecido al que generó tras las otras crisis.

Evidentemente esto no ocurrirá si no se descubre un tratamiento y posterior vacuna contra el virus. Haga lo que haga la Reserva Federal la economía no podría aguantar otro proceso de cierre. Pero si se vuelve a la actividad, tarde o temprano gran parte de ese dinero irá a los mercados.

Pero no sólo se trata del dinero de los bancos centrales. También está el de los inversores particulares, que huyeron desfavoridos ante la caída del mercado y que además no se incorporaron a la recuperación porque la mayoría de los analistas aconsejaron lo contrario. El resultado es que ahora tienen gran parte de su dinero en fondos monetarios que no dan nada.

Y no estamos hablando aquí solo de inversores particulares, sino de inversores institucionales. Lo vemos en el gráfico número cuatro. A la izquierda, el dinero que han almacenado los inversores particulares en fondos monetarios. A la derecha, los institucionales.

Gráfico n.º 4: *El dinero de los inversores está en fondos monetarios.*

Fuente: topdowncharts.com

En esta ocasión hay dos grandes diferencias con respecto a las crisis anteriores. La primera es que nunca se había llegado a acumular una montaña de liquidez como esta en manos de los inversores. La segunda es que, en esta ocasión, ese dinero no recibe cupón alguno y en algunos casos está pagando por estar en liquidez. De hecho, en el caso de los inversores particulares paga en todos los casos, porque si descontamos las comisiones y tenemos en cuenta que los tipos son cero o negativos es muy difícil que cualquiera de esos fondos monetarios pueda obtener rentabilidad alguna.

Si se vuelve a la normalidad, tarde o temprano esos inversores se preguntarán

qué hacen con tanto dinero en unos fondos que no les dan nada o que incluso tienen garantizada la pérdida por la falta de cupón (tipo de interés). Normalmente el primer destino de ese dinero tan asustado son los bonos de medio y largo plazo. El problema es que, a diferencia de otras ocasiones, en esta tampoco dan cupón o es muy bajo. Así que si la economía vuelve a tener un funcionamiento razonable lo normal es que parte de este dinero vaya a fondos de renta variable y por lo tanto a impulsar a los índices bursátiles. Y hablar de “parte” de este dinero es hablar de una cifra enorme.

Para que se hagan una idea, la Fed ha puesto en el sistema seis billones de dóla-

res. Aproximadamente la mitad se intentará que vaya a la economía real —ya veremos si no se queda algo en los bancos de camino—, pero el resto son créditos sin un objetivo específico y compras de bonos para proveer de liquidez a los inversores. Por su parte, el Banco Central Europeo pone en el sistema unos tres billones de euros. Casi 10 billones de dólares en total solo entre EEUU y la eurozona, a lo que hay que añadir el resto del bancos centrales del mundo.

Por cierto: curiosamente, en el primer

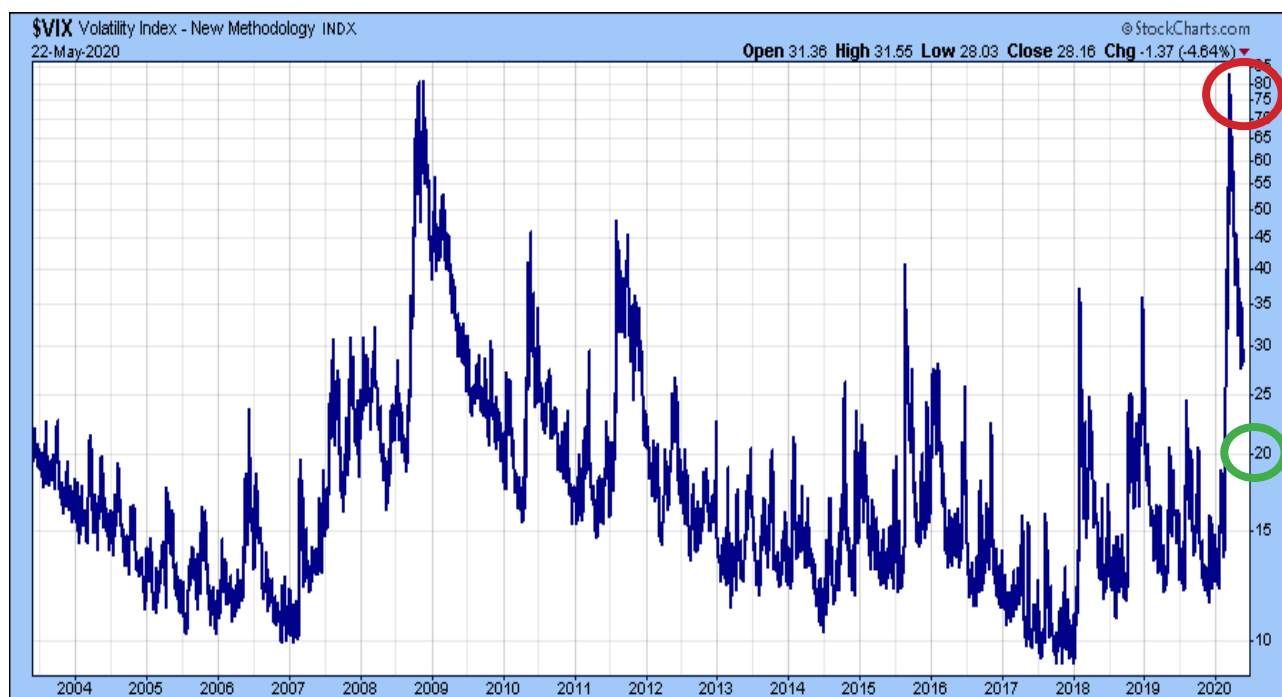
número de estos cuadernos del mercado, el del mes de abril de 2017, les decía que subirían las bolsas porque todavía tenían mucha gasolina en el depósito (pueden consultar detalles viendo dicho número en la hemeroteca de la web victoralvargonzalez.com). Desde entonces, el índice de la bolsa norteamericana, el SP 500, ha subido hasta hoy un 50%, pese a la caída que han tenido las bolsas como consecuencia del coronavirus. Pues ahora ya no es que haya gasolina: ahora estamos ante un reactor nuclear.

La vieja volatilidad indica “nueva normalidad”

En el número del mes de marzo de estos “Cuadernos del Mercado”, en el capítulo titulado “Y a corto plazo...”, decía que uno de los motivos por los que pensaba que habría una recuperación en las bolsas sería porque la volatilidad se había disparado y que tenía que volver, si no a la media, sí a niveles más bajos, tal y como ha ocurrido en otras crisis. El índice de volatilidad no se mueve como un índice bursátil que sigue tendencias a medio y largo plazo. La volatilidad sigue un movimiento pendular dentro de una banda de fluctuación. Y por mucho que se dispare siempre acabo volviendo al entorno de la media (gráfico n.º 5). Y solo podría volver a la media con un rebote en los mercados.

Exactamente igual que ha ocurrido en todas las ocasiones anteriores.

Tengamos en cuenta que en el peor momento del pánico la volatilidad alcanzó un nivel del 82%, nivel que solo se había visto en los peores momentos de la crisis financiera de 2008 (ver gráfico n.º 5). Y en aquella ocasión también acabó normalizándose.

Gráfico n.º 5: El VIX, el “índice del miedo”

Fuente: @StockCharts.com

Para poder entender el motivo que me llevaba a realizar esta afirmación, en lugar de utilizar la definición técnica de la volatilidad utilice la que se usa coloquialmente en los mercados, que dice que la volatilidad es el índice del miedo.

En otras palabras: sólo en 2008 había habido un nivel de pánico como este. Y ese miedo tenía que bajar si ocurría lo que efectivamente ha ocurrido: que los bancos centrales y los gobiernos tomaran medidas para evitar el colapso del sistema. Como en 2008, aunque al tratarse de una crisis financiera, en aquella ocasión fueron solo los bancos centrales —estímulo monetario—,

y ahora, al tratarse de una crisis de la economía real generada por el cierre por decreto de la economía, hacía falta lo que se llama técnicamente estímulo fiscal, es decir, promesa de gasto e inversión pública.

La pregunta sería: ¿y ahora qué? La respuesta es la que ha servido de base para nuestra apuesta por una recuperación bursátil y es la de la vuelta a la normalidad. Y la vuelta a la normalidad pasa por la vuelta a la “nueva” normalidad, es decir, que el proceso es pánico-nueva normalidad-normalidad. Siempre en el supuesto de que se reactive la economía, baje la mortalidad del virus y finalmente

pasemos de la “nueva” normalidad a la normalidad cuando o bien se descubra un tratamiento eficaz que convierta al virus en una enfermedad más con tratamiento y cura o que se descubra una vacuna, momento en el cual se alcanzará la normalidad “normal”.

Lo que quiero decir con esto es que la volatilidad sigue siendo un buen indicador de la vuelta a la normalidad que, en el fondo, es lo que más nos importa como inversores. Si se vuelve a la normalidad pronto y las inyecciones de dinero de los bancos centrales y los gobiernos permiten reiniciar el motor económico antes de que sea demasiado tarde, el mercado reflejará esa vuelta a la normalidad estableciendo cotizaciones “normales”, es decir, más altas que las del pánico o las de la “nueva” normalidad.

El proceso es: pánico (extrema volatilidad) -“nueva normalidad” (alta volatilidad)- normalidad “normal” (la volatilidad vuelve a la media)

Pero la vuelta a la media en la volatilidad también tiene un significado negativo y es que a partir de ese momento podría costar más que el mercado subiera si no hubiera nuevos motivos para ello. En otras palabras, estamos viendo la subida de la vuelta a la normalidad y la bajada de la volatilidad correspondiente. Necesitaremos buenas noticias en el plano del tratamiento médico o en el económico para seguir subiendo. Si no hay buenas noticias en este sentido y no van mejorando los datos económicos, a corto plazo el mercado podría perder fuelle por falta de incentivos.

La volatilidad del SP 500 está actualmente en el entorno de los 30 puntos, mientras que la media histórica se sitúa más en el entorno de 20 (ver gráfico n.º 5). Eso significa que el “miedo” todavía podría reducirse en 10 puntos, lo que le sentaría muy bien a las bolsas.

Cómo aprovechar esta oportunidad y dormir tranquilo

En el fondo todo el mundo sabe que la primera regla para ganar dinero en los mercados es comprar barato. Y quitando en esta ocasión a la mayoría de los analistas —que se han quedado al margen

de la subida—, todo el mundo sabe que cuando se compra barato es cuando las cosas están mal, porque cuando todo va bien, todo está caro. Un ejemplo que entiende perfectamente el inversor español

es el de los inmuebles. Quien ha ganado dinero invirtiendo en pisos es el que lo ha hecho en plena crisis inmobiliaria, no cuando todo iba bien en la economía y los precios estaban por las nubes.

En las bolsas ocurre exactamente lo mismo. Pero también ocurre lo mismo que cuando uno va a comprar un inmueble en plena crisis inmobiliaria: que da mucho miedo. En las bolsas da todavía más, porque la evolución de los precios se publica a cada minuto del día, con lo cual las posibilidades de asustarse u obsesionarse se multiplican.

Existe una fórmula tan simple como sencilla de aplicar si uno no quiere perderse la oportunidad de comprar fondos de renta variable a buen precio sin por ello perder la salud. Y que en caso de equivocarse no sea algo que pueda perjudicar en exceso su situación patrimonial.

Quien mejor lo explicó fue el banquero JP Morgan cuando un cliente se acercó a verle y le dijo que era perfectamente consciente de que invertir en renta variable era lo más rentable a medio-largo plazo, pero qué cada vez que invertía su patrimonio en bolsa dormía mal. Quería saber cómo podía invertir y poder dormir tranquilo.

El banquero le contestó: “Vaya vendiendo poco a poco lo que tiene en renta variable y detenga las ventas la primera noche en la que duerma usted a pierna

suelta”. No recuerdo si fueron exactamente estas palabras, pero esa era la idea.

La aplicación práctica de lo anterior es bien sencilla: dese de alta en su asesor financiero —que en mi caso obviamente le recomiendo sea [Nextep Finance](#), la empresa que tengo el honor de dirigir— y a la hora de establecer su perfil de inversión tenga en cuenta que las circunstancias actuales son especialmente complejas. Es decir, responda de manera especialmente prudente. Más prudente de lo que lo haría en una situación normal. El resultado será una cartera más prudente de lo que le correspondería, pero dormirá tranquilo. Esto no tiene nada de poco ortodoxo, también hay que tener sentido común y comprender que estamos ante una situación realmente excepcional. Por encima de cualquier directriz está el sentido común.

Más adelante, si ve que duerme a pierna suelta, puede modificar en la aplicación el nivel de riesgo que desea asumir, contestando de nuevo a las preguntas de la forma que lo haría si no estuviéramos en medio de una crisis de esta magnitud. Y, a partir de ahí, limitarse a seguir los consejos que le iremos dando a través del servicio de notificaciones para ir comprando o vendiendo en función de las circunstancias y expectativas de evolución de los mercados.

Si piensa que a medio plazo —entre uno y dos años— habrá un tratamiento contra el virus que nos permitirá volver a la normalidad económica y, por lo tanto,

a cotizaciones acordes con una situación normal, superiores a las actuales, actúe inicialmente como un inversor más conservador de lo que lo sería habitualmente.

Probablemente gane menos dinero, pero como dice el refrán, muchas veces “lo perfecto es enemigo de lo bueno”.

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 a un asesoramiento perfilado, personalizado y donde se haya analizado previamente y con detalle el perfil del inversor.

Para realizar estas tareas ponemos a su disposición el servicio de asesoramiento independiente y personalizado de [Nextep Finance](#), 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)