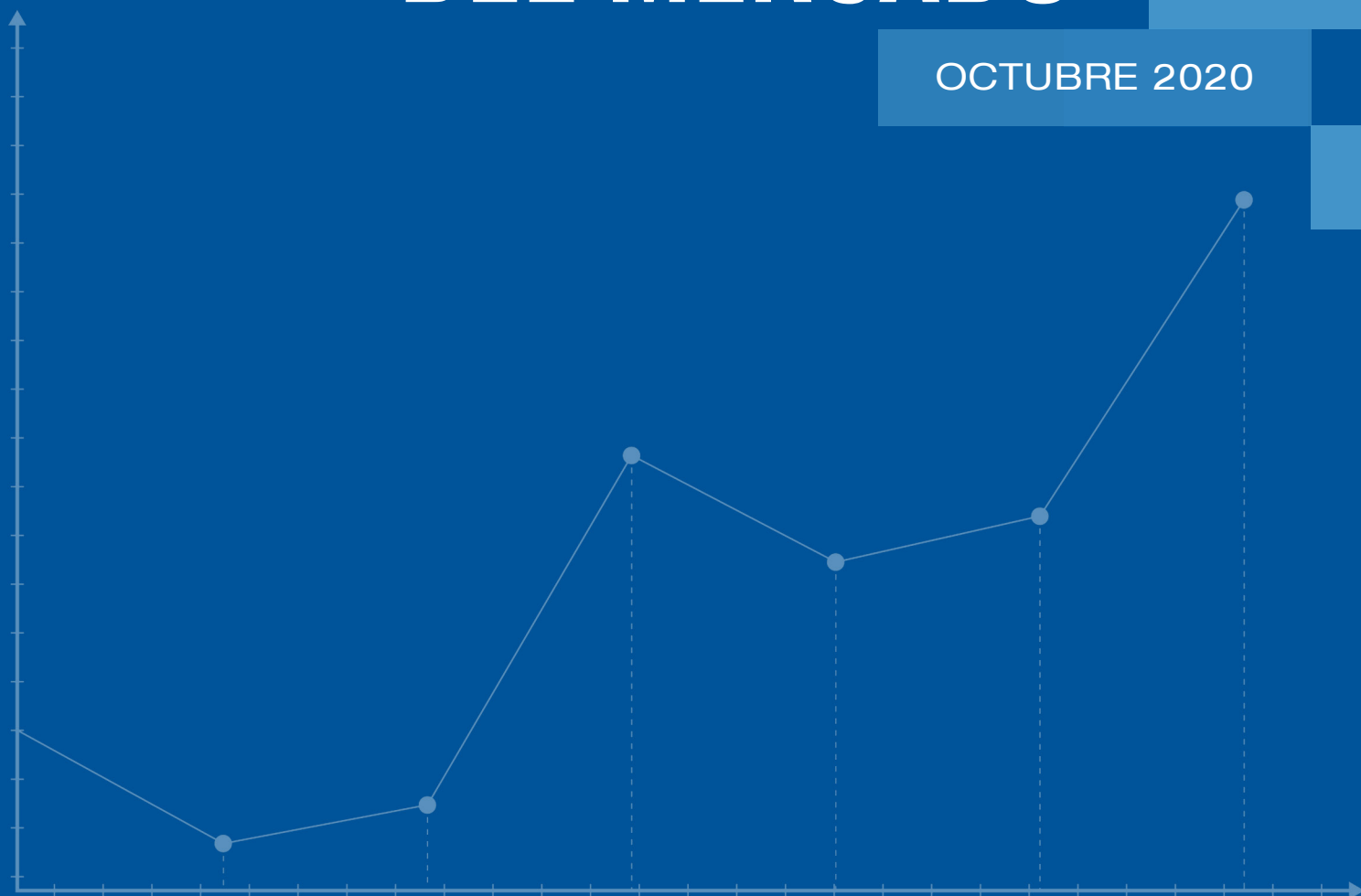


Víctor
Alvargonzález

CUADERNOS DEL MERCADO

44

OCTUBRE 2020



Índice

Resumen	4
Portada	
<u>Cómo saber si es corrección o cambio de tendencia</u>	<u>5</u>
Renta variable	
<u>El efecto espejo en los mercados</u>	<u>9</u>
<u>Más sobre el indicador de salud y recursos financieros</u>	<u>15</u>
<u>Las fusiones bancarias son una inversión a largo plazo</u>	<u>19</u>
Renta fija	
<u>Cuánto se tardaría en doblar la inversión en bonos</u>	<u>21</u>
Apéndice: notas y glosario de términos	24

**Informe
mensual
de
estrategia**

*correspondiente
al mes de
octubre de 2020*

Dos son las preguntas que más se plantean los inversores a lo largo de su vida inversora. La primera aparece siempre que caen fuertemente los mercados y es: ¿han tocado fondo? La segunda surge cuando caen de forma más moderada pero se genera la duda de si se trata de una corrección o un cambio de tendencia. En este número de los “Cuadernos” hablamos de los elementos que definen una corrección y si se dan o no en esta ocasión.

A continuación nos volvemos a plantear el tema de la rotación. Y no porque nos hayamos quedado sin cosas que contarles, sino porque de ello dependen los resultados de las carteras de fondos en los próximos meses o incluso años, así que nos tomamos el tema muy en serio. Todos los esfuerzos que dediquemos a intentar predecir si los últimos serán los primeros, si los primeros seguirán siendo los primeros o si dependerá de quien estemos hablando, serán esfuerzos bien empleados.

También será clave —y estamos encantados de repetirnos también en eso— la importancia que va a tener la gestión que hagan los distintos países de la salida del túnel del coronavirus ahora que empieza a verse la luz. Tengan la seguridad de que si hay países que han gestionado mucho mejor que otros la pandemia y la “nueva normalidad”, también habrá enormes diferencias a la hora de volver más rápido y en algunos casos, más fuertes —o más bien con economías más competitivas— a la normalidad sin adjetivos.

En el apartado de renta fija les recordamos que, aunque ahora gracias a los bancos centrales suben todos los bonos, hasta la capacidad de los bancos centrales tiene un límite. Es más, están deseando dejar de comprar todo lo que se mueve y solo están esperando a que se establezca la situación económica para anunciar el “tapering”. Sin duda queda bastante para ese anuncio, pero el día que se haga, más de uno se va a quedar con un bono al 0 % de interés durante décadas. O pagando por tenerlo, que es todavía peor.

Aquí tienen ideas, pero en nextepfinance.com las tienen con nombres y apellidos. Estrategias de inversión completas por activos, sectores y países con recomendaciones a corto, medio y largo plazo y los fondos de inversión y ETF que permiten ponerlas en práctica. Y todo sin necesidad de cambiar de banco o de intermediario financiero, porque podemos diseñar su cartera con fondos de su entidad o seleccionando 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, no a gestionar directamente su patrimonio. Su(s) banco(s), nuestro asesoramiento, sus decisiones.

Puede contar con el asesoramiento independiente y especializado de Nextep desde sólo **55 euros al trimestre** (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

✓ *Estamos ante una corrección de libro.*

✓ *Los factores que generaron la tendencia alcista de fondo están más presentes que nunca.*

✓ *La vacuna generará efecto espejo. En algunos casos los últimos serán los primeros, pero será algo gradual y no será generalizado.*

Víctor
Alvargonzález

✓ *Las economías con industrias mejor preparadas para hacer frente al incremento de la demanda no digital serán las primeras beneficiadas.*

✓ *Invertir en banca europea pensando en los beneficios de las fusiones es acertado, pero cuidado: “las cosas de palacio van despacio”.*

Portada

Cómo saber si es corrección o cambio de tendencia

Las preguntas que se hacen con más frecuencia los inversores son: 1) ¿Ha tocado fondo el mercado? (se plantea cuando se produce una fuerte caída bursátil) y 2) ¿estamos ante una corrección o se trata de un cambio de tendencia? Esta se plantea en una situación como la actual, cuando el mercado cae pero tampoco es un “crash”. Obviamente, ambas preguntas son totalmente legítimas y de hecho no solo se las plantean los inversores sino, como no podía ser menos, los asesores (como el que suscribe).

A la primera cuestión —el fondo del mercado— contestamos cuando “tocaba”, concretamente en los Cuadernos del mes de abril, mayo y junio⁽¹⁾. Y lo hicimos recomendando tomar posiciones (y explicamos los motivos). Ahora “toca” aclarar si la caída que están sufriendo los mercados desde hace aproximadamente un mes es una corrección o un cambio de tendencia. Afortunadamente existen formas de comprobarlo.

La primera y más importante consiste en analizar si los motivos que dieron lugar

a la tendencia alcista que se ha truncado con la caída siguen en vigor. En otras palabras, si los motores de la subida anterior siguen funcionando y si tienen gasolina.

Si de gasolina se trata, los mercados de renta variable van sobrados, puesto que la gasolina que ha alimentado la recuperación bursátil ha sido la que han inyectado en los depósitos bursátiles los bancos centrales. Y desde luego no tienen intención de dejar de hacerlo hasta que se establezca la situación económica. De hecho, probablemente

sea ahí donde las cosas empiezan a complicarse de verdad: cuando decidan que la economía puede andar por sí sola sin las muletas de la fábrica de billetes en que se han convertido los bancos centrales.

Mientras se mantenga el tsunami de liquidez, parte del dinero se irá a los mercados financieros. No valorar esto sería repetir la definición de Einstein de locura. Decía que locura es repetir constantemente algo que no ha funcionado antes con la esperanza de que los resultados sean distintos. En este caso el error sería repetir el de los me-

La primero que hay que ver es si los motores de la subida anterior siguen funcionando y si tienen gasolina.

ses de marzo, abril o mayo, el que cometieron quienes aconsejaron a sus clientes evitar las bolsas mientras los bancos centrales inundaban los mercados de dinero. En aquella ocasión el resultado fue que se perdieron la recuperación, en esta se perderán la rentabilidad que generará la vuelta a la normalidad.

Porque el otro motor de recuperación de las bolsas ha sido la esperanza de que se obtuviera una vacuna efectiva contra el COVID-19. Si ese “motor” ha funcionado cuando la vacuna todavía era pura especulación, mucho cuidado con vender cuando la duda no es si la habrá, sino cuánto tiempo tardará en aprobarse una vez acaben los ensayos de tercera fase que ya están en vigor. Y tengan en cuenta que los mercados descuentan expectativas y acontecimientos futuros, es decir, no necesitan que la vacuna esté en las farmacias para descontar en los precios su efecto final, que no es otro que la vuelta a la normalidad económica.

Porque lo que está impidiendo la vuelta a la normalidad económica es el miedo. Eliminen de la ecuación el miedo y tendrán normalidad económica, aderezada, además, con el deseo de vivir que surge después de épocas tan grises como esta. Basta leer crónicas y novelas escritas des-

pués de la Primera Guerra Mundial (o de la Segunda) para entender a qué me refiero. Y basta ver las cifras de recuperación económica tras esas guerras para entender cómo el deseo de vivir se convierte en consumo y producción.

De momento y por no desviarnos del tema, dejemos claro que el motor de la esperanza en una vacuna que nos devuelva a la normalidad económica no solo sigue encendido, sino que tiene más gasolina que antes.

Para los amantes de las estadísticas diremos que las correcciones suelen moverse en niveles de caída en el entorno del 10 % y, de hecho, las que

ha habido en los últimos 10 años han cumplido matemáticamente esta regla. Pero tampoco pasaría nada si no la cumplieran y cayeran las bolsas un poco más, porque las correcciones suelen ser proporcionales a las subidas anteriores. El NASDAQ, el índice más “caliente” de todos, había subido previamente un 80 %, y el SP 500, que representa mucho mejor la economía actual puesto que no es totalmente tecnológico, un 56 %.

Del Ibex no hablo, puesto que el caso español es desgraciadamente un caso aparte que no es en absoluto representativo de la evolución de las bolsas mundiales.

En los últimos diez años las correcciones han respetado la regla del 10 % de caída media, pero esta se produce después de una subida absolutamente espectacular.

Ya que hablamos del NASDAQ y de los factores que generaron la tendencia alcista, no conviene olvidar que no solo seguimos en plena revolución digital, que es la nueva revolución industrial, sino que además los beneficios para los líderes de la revolución digital se han adelantado por lo menos años como consecuencia del coronavirus.

Dicho de otra manera, si no hubiera habido coronavirus probablemente habríamos tardado mucho más tiempo en utilizar masivamente el teletrabajo o en llegar a los niveles de compra “online” de bienes y servicios en los que nos encontramos actualmente.

Lo dije en su momento y lo mantengo: el coronavirus es el mejor agente comercial de la revolución digital. Y añadido: desgraciadamente el virus seguirá activo durante una buena temporada y nos quedan meses de limitación de la distancia social. Pero todavía más importante es el hecho de que el germen de la comodidad y las ventajas del comercio online y la digitalización han prendido ya en toda la sociedad. Hasta Gobiernos como el español, muy reacios a abandonar la burocracia, se están dando cuenta de que no hay otra. Por ser justos insistiremos en que se trata de “Gobiernos”, en plural, puesto que el incremento de la burocracia y las regulaciones es

un proceso que lleva en España —y en el resto de la eurozona— más de 10 años en vigor (y es uno de los motivos por lo que estamos a la cola de la revolución digital).

Respecto a Europa y a si los rebrotes actuales son motivos para abandonar el mercado, lo que sorprende es que algunos analistas se sorprendan tanto de que

se produzcan esos rebrotes, cuando ya lo dijo Ángela Merkel: el 70 % de la población tendrá que infectarse, con o sin síntomas, y de lo que se trata es de aguantar hasta que llegue una vacuna, intentando evitar que colapsen el sistema sanitario y/o la economía. Yo, que soy infinitamente menos importante que Ángela Merkel, recomendé —y recomiendo— algo parecido: comprar (o mantener) hasta

que lleguemos a ese momento en el que tengamos una vacuna y se haya vuelto a la normalidad económica, haciendo los cambios necesarios para ir adaptándonos al proceso, que primero ha beneficiado a los valores tecnológicos y ahora empezará a beneficiar también a otros.

Y así, hasta que lleguemos a la estación término. Entonces —y sólo entonces—, veremos si la gente decide seguir confinada económicamente o, por el contrario, decide lanzarse a consumir. Y veremos también qué tal se toman los mercados

**Recomendé
—y recomiendo—
comprar (o
mantener) hasta
que tengamos
una vacuna y
se haya vuelto
a la normalidad
económica. Luego
ya veremos qué
hacemos.**

que los bancos centrales dejen de comprar. Pero para cruzar ese puente todavía nos queda camino por delante.

► ¿Cómo afecta esto a su cartera de fondos?

Como ya hemos comentado, acertar si se trata de una corrección o cambio de tendencia es fundamental para el resultado de cualquier cartera de inversión que invierta en cualquier tipo de activo.

Supongamos que está de acuerdo conmigo en que estamos ante una corrección y no un cambio de tendencia. En ese caso es probable que se esté planteando si lo que le interesa es vender para intentar comprar más abajo o si debe mantener posiciones.

A mí me parece muy bien vender con la esperanza de comprar luego más barato, pero personalmente pienso que para el inversor medio bajarse de un autobús para volver a subirse luego para ir al mismo sitio es una pérdida de tiempo, salvo que estemos hablando de una corrección que dure meses, que creo que no es el caso. De hecho, no es fácil acertar en el momento de entrada y salida y muchos inversores acaban subiéndose un par de paradas más adelante. No creo que al inversor medio le interese tomar el riesgo de equivocarse

en el “timing”, si piensa que el autobús no ha llegado todavía a la estación término.

En cuanto a tomar posiciones si se cuenta con liquidez, la respuesta es obvia. De hecho siempre digo que el valor de la liquidez está en el del activo que va uno a comprar barato aprovechando una corrección y siempre he aconsejado mantener dinero fuera de la cartera de fondos, en una cuenta corriente pura y dura, para aprovechar estas circunstancias. Y digo en una cuenta corriente porque hoy en día con tipos de interés cero y las comisiones que siguen aplicando los fondos más conservadores, sobre todo aquí en España, sale más a cuenta tener la munición guardada en una cuenta corriente.

No creo que al inversor medio le interese tomar el riesgo de equivocarse en el “timing”, si piensa que el autobús no ha llegado todavía a la estación término.

Por lo tanto la cuestión no es si hay que aprovechar esta corrección, que en mi opinión está claro que sí, sino cuál es el momento adecuado.

Otra cuestión importante a tener en cuenta es que las correcciones no tienen por qué tener forma de V simétrica. De hecho es más fácil que se parezcan a una V asimétrica (con ángulo de la pendiente de subida menos pronunciado que el de la bajada). Esto tiene toda su lógica, porque la gente cuando vende suele vender rápido y asustada, mientras que cuando compra suele hacerlo despacio y con prudencia

También es muy normal que una corrección se inicie con una bajada de mayor o menor magnitud pero que, en lugar de recuperar en forma de V simétrica o asimétrica, entre en un periodo lateral con forma de dientes de sierra, es decir, lo que en el análisis técnico se llama un periodo de distribución. Finalmente —y puede llevar tiempo—, se rompe dicho canal, al alza si efectivamente se trata de una corrección, a la baja si se trata de un cambio de tendencia. También es una información importante a la hora de decidir a qué nos enfrentamos.

Lógicamente todo lo anterior muestra lo importante que es el “timing” y resalta la importancia del seguimiento en una cartera de fondos, de contar con un asesor que te ayude a decidir cuál es

el momento de comprar, mantener o vender. De ahí que en [Nextep](#) le demos tanta importancia al seguimiento de la cartera como al diseño inicial de la misma y ofrezcamos un sistema de alarmas y notificaciones totalmente personalizado y perfilado.

En Nextep le damos tanta importancia al seguimiento de una cartera como el diseño inicial de la misma.

Porque para cuestiones de timing una Newsletter no es el mejor instrumento, entre otras cosas porque su periodicidad es mensual. Vale para dar respuesta a la cuestión fundamental —si estamos o no ante una corrección o cambio de tendencia—, pero para establecer el “timing” adecuado están los asesores (en el servicio Premium de Nextep) y las notificaciones en forma de vídeos y podcast en el servicio básico (que evidentemente también se reciben en el servicio Premium).

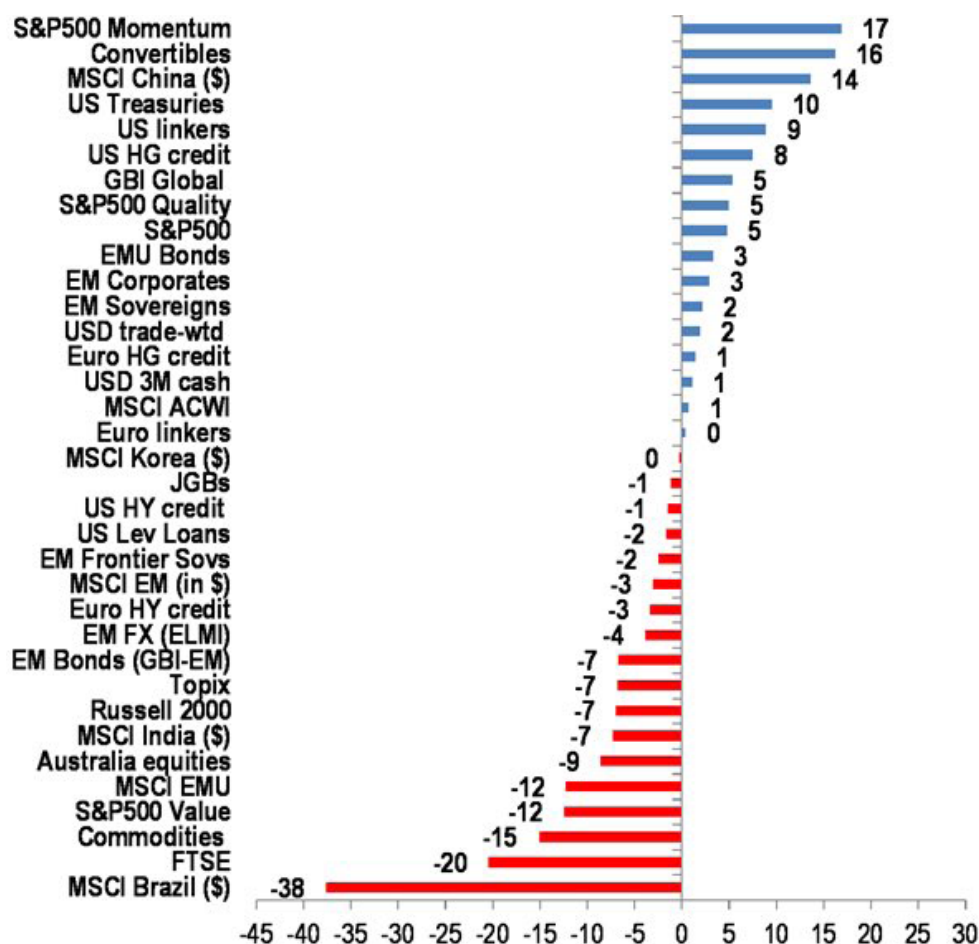
Renta variable

El efecto espejo en los mercados

Quien piense que no se puede batir a los índices que eche un vistazo al gráfico n.º 1 de este Cuaderno. Efectivamente, hace muchos años que la mayoría de gestores de fondos son incapaces de batir a los índices, pero, cómo puede verse en el gráfico, sí se les puede superar eligiendo los fondos por los sectores o

los países en los que invierten.

El gráfico n.º 1 muestra como alguien que haya invertido este año en Estados Unidos y haya sobreponderado la tecnología habrá superado a la media. Y que alguien que haya invertido en China ha superado al MSCI World, etc.

Gráfico n° 1: Comparativa de rentabilidad por sectores y países(*)

(*) A 31 de agosto de 2020

Mientras los pocos gestores de fondos que superan a sus índices de referencia lo hacen en un 2 % o un 3 % —puede ser algo más en el caso de índices muy volátiles como el NASDAQ—, los beneficios de apostar por zonas geográficas y países en lugar de gestores pueden llegar a superar los dos dígitos (el gráfico es de antes de la corrección que se está produciendo en los

mercados, pero al final la idea es la misma, aunque varíen un poco los números).

Pero ¿qué ocurriría si se produjera un efecto espejo? En otras palabras: ¿qué pasaría si los últimos pasaran a ser los primeros? Porque estas cosas pasan. De hecho la duda no es si ocurrirá, sino más bien cuándo, lo cual tampoco simplifica

las cosas, porque podría ocurrir dentro de un par de meses o dentro de un par de años.

Antes de seguir es muy importante aclarar que, de producirse, el efecto espejo no tiene por qué ser generalizado, ni afectar a todos los componentes del gráfico.

Empecemos por los sectores/países que por pura lógica tienen más probabilidades de cambiar de lado en el espejo. No olvidemos que el mejor método de análisis es el sentido común.

Curiosamente, el caso que para mí resulta más evidente no está en el gráfico: se trata de la bolsa europea (excluida evidentemente España por motivos que ya hemos comentado en muchas ocasiones).

A la cabeza de la clasificación actual en el gráfico está la tecnología, porque la mayoría de las empresas que venden online no se ven perjudicadas por los confinamientos y las limitaciones de distancia social. De hecho se ven beneficiadas. Por el contrario, las empresas afectadas por la distancia social o el ciclo económico se han visto muy perjudicadas, como es lógico. Los casos más evidentes son la hostelería o la restauración, pero piensen ustedes en una empresa que fabrica frigoríficos o automóviles. Le afecta el confina-

miento y le afecta la recesión mucho más que a una empresa como Amazon, Netflix o Google, pero atención a los matices, que son importantes: menos que a una cadena de hoteles o a una empresa de cruceros.

¿Y dónde se encuentran ese tipo de empresas industriales que fabrican productos que necesita la gente y que ya se pueden comprar aunque sea con mascarilla? Empresas que pueden funcionar perfectamente con sus fábricas porque pueden mantener la distancia social y mandar al personal de oficinas a teletrabajar? Pues en Europa. El Eurostoxx no aparece en ese gráfico, pero con los resultados de este año estaría a la izquierda, entre los malos de la clase, pero no entre los peores (salvo España). Mi opinión es que es muy probable que en los próximos meses el Eurostoxx vaya pasando al otro lado. Con diferencias muy notables por países, por cierto, como ya mencionamos en el Cuaderno anterior.

También podría producirse un efecto espejo entre los propios índices norteamericanos, y no tanto porque el NASDAQ se vaya a la zona roja, sino porque el Dow Jones mejore posiciones en la zona azul (no aparece en el gráfico, pero estaría actualmente muy por debajo del Nasdaq). El destino y la cuenta de resultados de las grandes empresas industriales de Esta-

¿Qué ocurriría si se produjera un efecto espejo? ¿Qué pasaría si los últimos pasaran a ser los primeros?

dos Unidos cambiará radicalmente cuando se inicie la distribución de los más de 200 millones de vacunas que ya tiene encargadas el Gobierno. Y por el mismo motivo pueden funcionar bien el índice alemán o el francés. Es un tema que ya estamos considerando en [Nextep](#) a la hora de diseñar carteras de fondos.

Más complicado lo tienen los países emergentes productores de materias primas. Primero, porque hace falta una recuperación muy sólida para que lo noten sus economías, y segundo, porque, como comentamos en el informe anterior, tardarán mucho más en poder vacunar a sus habitantes y volver a la normalidad.

Además, hablamos de países muy intensivos en mano de obra física, la más afectada por las medidas de distanciamiento social. Y lo mismo podemos decir de las materias primas: necesitan de una clara recuperación económica para rebotar. Pero cuidado: ya hemos comentado en otras ocasiones que no podemos descartar que cuando desaparezca el miedo lo que lo sustituya sean las ganas de vivir, lo cual en las economías de mercado significa consumir. Así que no podemos descartar en absoluto el efecto espejo en los emergentes, simplemente tenemos que ser conscientes de que las condiciones para que se produzca pueden llevar más de tiempo.

El efecto espejo es también de aplicación a países y zonas geográficas, como

hemos comentado en otras ocasiones. Dependiendo de la capacidad del sistema de salud de un país y, para qué engañarnos, de sus recursos económicos, habrá países donde se normalice la situación económica antes que en otros, que es uno de los motivos por los que personalmente soy escéptico respecto a la rapidez de la recuperación económica de los países emergentes.

► ¿Cómo afecta esto a la gestión de una cartera de fondos?

Hacer apuestas por países, sectores o estilos de gestión también puede suponer hacerlo peor que los índices, como le habrá pasado a quien haya apostado este año por los mercados emergentes o las materias primas. En el fondo, la decisión es fácil: invertir en índices (fondos indexados, ETF...) y pagar comisiones de gestión muy bajas o invertir en gestores activos. O una mezcla de ambas.

Esta última es la filosofía que practicamos en [Nextep](#) a la hora de asesorar en el diseño de carteras formadas por fondos de inversión. Sólo nos planteamos la recomendación de fondos de gestión activa cuando, o bien pensamos que el gestor puede batir al índice o el activo sector o país en el que se va a invertir requiere de una gestión especializada. Por el contrario, en aquellos fondos que básicamente se limitan a seguir a los índices por mucho que digan que hacen una gestión activa, en esos casos re-

comendamos directamente los fondos indexados, lo que puede llegar a suponer un importante ahorro en comisiones.

La cuestión gestión pasiva - gestión activa también se plantea a la hora de gestionar una cartera de fondos, no sólo los fondos concretos. La mayoría de los “roboadvisors” se limitan a crear carteras que replican a través de fondos la composición de un índice mundial y cobran una comisión relativamente baja por la gestión (en realidad yo creo que es alta, puesto que no existe una gestión propiamente dicha).

Luego están las entidades que gestionan carteras siguiendo una filosofía de gestión activa, es decir, no se limitan a imitar a un índice global sino que otorgan más peso a determinados países o sectores según consideren sus expectativas de rentabilidad futura. En estos casos la comisión de gestión suele ser más alta Y todo dependerá de si consigues o no batir a la media.

En [Nextep](#) apostamos por un modelo de asesoramiento activo, pero a un precio reducido cuyo coste se compense con el uso de fondos de gestión pasiva siempre que sea posible o siempre que resulte interesante.

En el tema del efecto espejo la decisión más importante podría estar sin embargo en los estilos de gestión de los fondos en cartera.

Fíjense en el gráfico n.º 1 en la enorme diferencia que hay entre el SP 500 “value”, es decir, la inversión en empresas por valoración pura y dura, y el estilo de gestión “growth” o crecimiento, cuyos gestores eligen las empresas por sus expectativas de crecimiento y no tanto por valoración (obviamente agrupan sobre todo empresas de la revolución digital). Con el agravante de que como podemos comprobar en el gráfico n.º 2 son muchos los años que lleva el valor detrás del crecimiento, lo que ya hace dudar seriamente de sus posibilidades.

En [Nextep](#) eso no nos condiciona, porque nada más cierto que rentabilidades pasadas no garantizan rentabilidades futuras y muchas veces a más tiempo lleva un activo obteniendo peores resultados, mayores las probabilidades de que cambie la tendencia.

El problema en la cuestión “value - growth” está de nuevo en la gradualidad en la que el mercado descuenta la vuelta a la normalidad. Los gestores de “valor” son muy extremistas y normalmente sólo quieren tener en cartera empresas que estén radicalmente baratas. El problema es que las empresas radicalmente baratas son aquellas más machacadas por la pandemia, como las de cruceros u hoteles que mencionaba antes, es decir, las que más tardarán en recuperar la normalidad. Para que se hagan una idea, fondos muy representativos del estilo de gestión valor

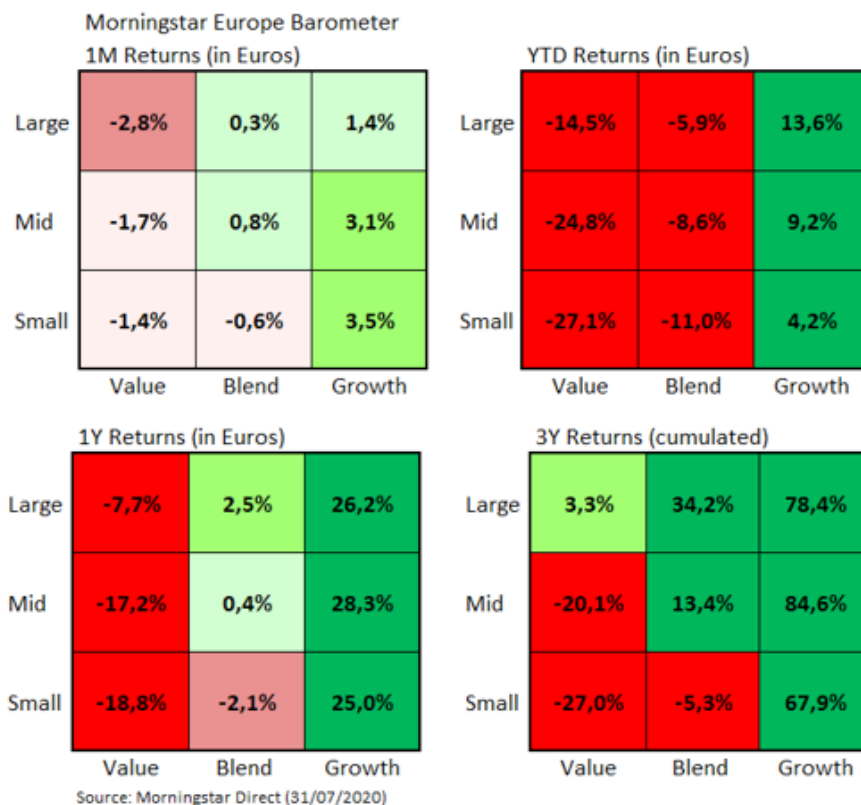
son los de las gestoras Cobas o Magallanes. Y los cito solo a efectos de poner un ejemplo, no se trata de un juicio de valor ni un análisis de los fondos.

En este sentido, en [Nextep](#) hemos optado por un proceso gradual, en lugar de pasar sin solución de continuidad desde los fondos y sectores de crecimiento a empresas analógicas machacadas por la pandemia. Creemos que existe un paso intermedio.

Los gestores de “valor” quieren empresas muy baratas, pero si lo están es precisamente porque son a las que les llevará más tiempo recuperarse de la pandemia.

Pero como digo, estamos muy atentos a la evolución de los fondos de valor. Y nos fijamos en cómo evolucionan los índices donde pesa más el “valor”, en cómo evolucionan las empresas baratas y en cosas como las que aparecen en el gráfico n.º 2. En él se ve como recientemente los fondos de valor recuperan algo de terreno respecto a los desastrosos resultados que han tenido en años anteriores.

Gráfico n.º 2: En julio el valor recortó un poco la distancia frente al crecimiento.



Fuente: @Morningstar

Pero también somos conscientes de que no sería la primera vez que se produce una reacción técnica del “value” que al final se queda en nada. Por eso estamos esperando a confirmar que el mercado empieza a descontar la normalidad sin

adjetivos para plantearnos la vuelta al “valor”, pues es esa normalidad total la que permitirá que los fondos de valor puedan superar durante un periodo razonablemente amplio a los fondos de crecimiento.

Más sobre el indicador de salud y recursos financieros

Como hemos comentado en alguna otra ocasión, hemos elaborado un indicador en el que relacionamos tres factores que consideramos muy importantes para la recuperación económica de los países tras la crisis del COVID (y en consecuencia, una herramienta muy útil para predecir qué bolsas subirán más pronto y en mayor cuantía).

Este ranking puntúa las compañías en función de tres elementos:

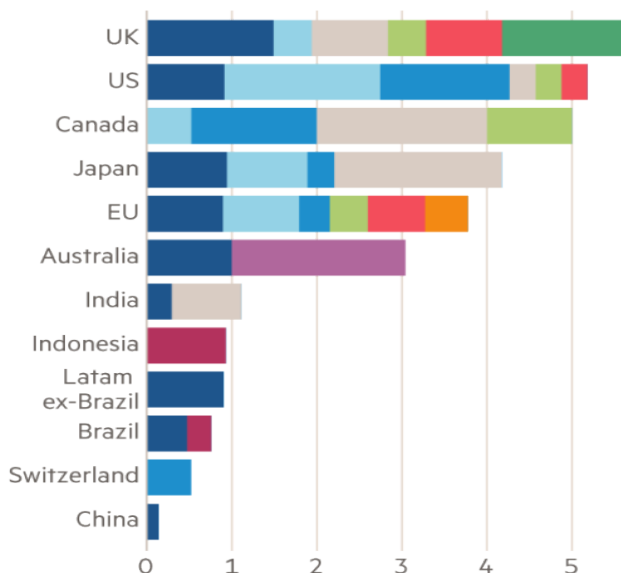
1. Recursos económicos, porque son los que permiten cuidar el tejido productivo y acceder cuanto antes a la vacuna.
2. Sistema sanitario. A más sólido y eficiente, más pronto se puede vacunar la población, antes vuelve la normalidad. Y menos impacto de los rebrotes hasta entonces.
3. Modelo de negocio. No es lo mismo un país que depende del turismo y la hostelería que uno bien situado en la revolución digital. O con potencia industrial.

Los resultados de nuestro ranking “Salud & Recursos” se concretan en las carteras de fondos recomendadas por [Nextep](#), que al ser una empresa de asesoramiento financiero registrada en la CNMV es quien está autorizada para realizar recomendaciones personalizadas de inversión. Pero en estos Cuadernos podemos poner algunos ejemplos que muestren las grandes diferencias que va a haber en resultados económicos y bursátiles por zonas geográficas, de acuerdo con el modelo que inspira nuestro ranking “Salud & Recursos”.

De hecho, algo parecido deben de pensar los analistas de Deutsche Bank y el *Financial Times*, puesto que han elaborado un gráfico, el número tres de este Cuaderno. En él cuantifican exactamente los encargos de vacunas ya realizados por países o zonas geográficas, en dosis per cápita.

Gráfico n.º 3: Vacunas per cápita encargadas por países o zonas geográficas**Who have built the biggest vaccine portfolios?**

Vaccine pre-orders (doses per capita)

Source: Deutsche Bank
© FT

Fuente: Deutsche Bank & FT

Sin entrar en las evidentes consideraciones éticas a las que puede llegar uno tras ver este gráfico —y que obviamente están fuera de la labor de un asesor financiero—, lo que reflejan económicamente hablando es dónde se va a volver antes a la normalidad tan pronto empiecen a distribuirse una o varias vacunas y dónde va a depender más del proceso de inmunidad de rebaño, más lento y desde

luego mucho más trágico. Porque en esta ocasión la normalidad sanitaria es la que lleva a la normalidad económica.

Las economías avanzadas van a jugar con ventaja en la recuperación. Cuanto antes se pueda vacunar la población, antes se perderá el miedo y, como ya se ha dicho en más de una ocasión, la economía es también un estado de ánimo. Un

pueblo asustado y confinado no consume en la misma medida que un pueblo que vive sin miedo y con libertad de movimiento. No hace falta ser un gran economista para entender esto.

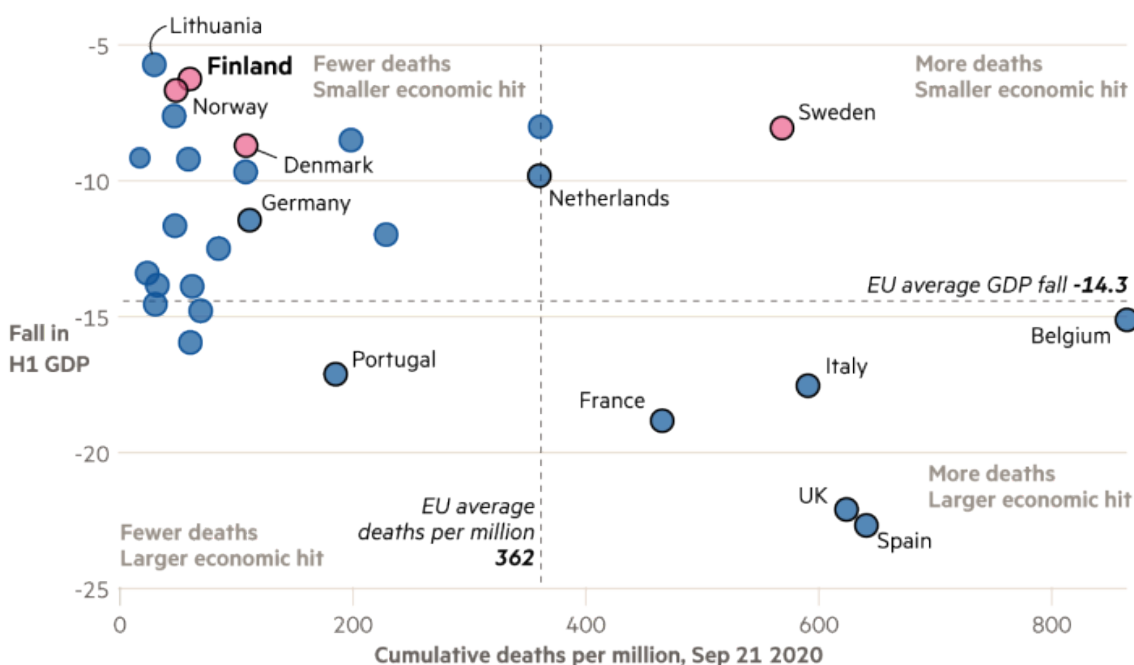
La siguiente conclusión es que algunas economías se recuperarán más y mejor que otras. Y que en Europa va a haber grandes diferencias por países. No solo en el número de vacunas distribuidas en cada

Las economías avanzadas van a jugar con ventaja, porque es la normalidad sanitaria la que llevará a la normalidad económica.

uno de ellos, también en la capacidad del sistema sanitario para vacunar lo antes posible a sus habitantes y, mientras tanto, atender los rebrotes, puesto que el virus va a seguir ahí. Es fácil de entender a qué me refiero comparando lo que estamos viendo ahora en España con lo que está ocurriendo en Alemania o Italia. Y se ve de forma general en el gráfico número cuatro.

Gráfico n.º 4: La respuesta al COVID afecta a la economía

Finland's Covid-19 response has protected its economy and citizens



Source: Financial Times analysis of data from the European Centre for Disease Prevention and Control, the UK Dept of Health & Social Care and the Spanish Ministry of Health. World Bank, ONS, Cyprus Statistical Service
© FT

Fuente: FT

En el primer cuadrante del gráfico n.º 4 —el cuadrante que está arriba a la izquierda—, aparecen los países que mejor han gestionado la crisis. No solo tienen un número menor de fallecimientos sino que el impacto económico ha sido menor que la media. En el cuadrante de abajo estarían los que han utilizado de forma masiva los confinamientos y los controles y sí, han conseguido un número de fallecimientos reducido, pero han pagado precio mayor económicamente hablando. En honor a la verdad habría que decir que en el caso de Portugal tiene mucho que ver su dependencia del turismo. Si no fuera así, probablemente estaría en el cuadrante de arriba.

Luego están los países que decidieron que había que tener más cuidado con la economía y efectivamente consiguieron que el daño económico fuera menor, pero como consecuencia de esa actitud se han acabado situando en la parte alta del número de fallecidos. Y luego están, en el cuadrante de abajo a la derecha, los “peores de la clase” que no solo han tenido un elevado número de fallecimientos sino que además han sufrido profundamente en términos económicos.

Evidentemente solo estamos hablando de la parte “salud” de nuestro ranking, la cual tiene luego que ser filtrada en función de dos aspectos muy importantes: capacidad de endeudamiento y modelo de negocio del país. No es lo mismo un país

que puede endeudarse de forma masiva al 0 % o incluso cobrando intereses que un país que tiene que pagar intereses por esa deuda, ni tampoco es lo mismo que la estructura económica dependa de la cercanía social o no dependa en absoluto de ese factor. Pero eso ya será tema para otro capítulo y otro gráfico.

► ¿Cómo puede afectar todo esto a una cartera de fondos?

No es difícil concluir que si bien el pasado no tiene por qué definir el futuro, en este caso pensamos que puede estar dando una imagen bastante aproximada. La gestión de la salida de la pandemia, es decir, el control de rebrotes, el nivel y rapidez de vacunación, etc., probablemente no difieran mucho en cuanto a su efectividad y eficacia de lo visto en el pasado. Son los mismos países y los mismos gestores.

En [Nextep](#) lo pensamos así y por lo tanto es un dato que también se incluye en nuestro ratio “Salud & Recursos”. Y que se irá adaptando a la forma de construir las carteras recomendadas (además de obviamente otro tipo de factores puramente económicos). Y digo “se irá” porque esto es un proceso dinámico en el que si bien ya tenemos una idea de lo que puede ocurrir y estamos apostando por los que harán un mejor trabajo, podría haber cambios. Por ejemplo, Italia empezó muy mal porque recibió el primer impacto, pero luego lo está haciendo muy bien.

Las fusiones bancarias son una inversión a largo plazo

Creo que tengo el honor de haber sido el primero en adelantar que se producirían fusiones bancarias en España, comparando —en un artículo de *El Economista*— a los bancos españoles con los astilleros en su día (muchos y poco rentables). Y en adelantar desde estos cuadernos —septiembre y octubre de 2019— que se producirían fusiones en Europa (aunque de momento las europeas se están haciendo de rogar).

La mala noticia respecto a lo primero es que me adelanté varios años, como podrán comprobar por la fecha del artículo. Y algo parecido puede decirse de lo segundo, respecto a la predicción que hice en estos “Cuadernos del mercado”. Idea adecuada, timing demasiado adelantado.

Así que eso que he aprendido. Las cosas de palacio van despacio. Aunque los bancos españoles que se han fusionado tenían que haberlo hecho hace mucho tiempo. Y por supuesto hace años que tenían que haber digitalizado su modelo de negocio, asunto en el que insistía en ambas ocasiones, pero al tratarse del Po-

der con mayúsculas cuentan con todas las ayudas y los apoyos políticos para evitar la restructuración que en otro tipo de negocios es inmediata y forzada por las circunstancias del mercado.

Los bancos cuentan con un apoyo político que les permite alargar la restructuración que en otro tipo de negocios sería inmediata y forzada por las circunstancias del mercado.

Evidentemente la restructuración, que yo comparaba con la de los astilleros españoles en los años 90, no se está produciendo, y para los bancos digitalizarse es cerrar oficinas y hacer una app que básicamente refleja la misma cultura y la misma forma de trabajar que el banco analógico. De hecho peor, puesto que desaparece el contacto personal y no se establecen propuestas alternativas.

Ciertamente la primera acción que tienen que realizar los bancos es la que empieza ahora con las fusiones. Tienen que poner la casa en orden y detener la sangría financiera. Pero en realidad a corto plazo se limita a ser la “gestión de una ruina”, como se dice popularmente para describir un mal negocio. No resulta especialmente atractivo invertir en un negocio que más que crecer se encoge para sobrevivir.

Los bajos tipos de interés, los excesos en las comisiones, el no poder abstraerse a la revolución de las comisiones de gestión y, en el caso europeo, la euroesclerosis que mantiene una economía en hibernación, son problemas que van a seguir ahí, y por lo tanto el primer paso tiene que ser el que están tomando, que no es muy original, pero sí necesario: reducir costes.

Ahora bien, al final hasta en la banca se confirma la selección natural, y poco a poco iremos viendo bancos no solo más eficientes en costes sino con modelos de negocio más atractivos para los clientes, lo cual acabará coincidiendo, además, con una mejora en la economía y, aunque parezca mentira, posiblemente un ajuste aunque sea ligero al alza de los tipos de interés.

Ciertamente hay que poner unas luces muy largas para ver lo que será la banca dentro de unos años: más eficiente y más digital, en el sentido de con el apoyo de la tecnología ofrecer servicios mejores y más baratos. Pero ha quedado demostrado que el apoyo político al proceso será mucho más lento que en otros sectores, lo que no significa que entrar cuando están mal no sea una buena inversión, significa que es una inversión a largo plazo.

► Como afecta esto a una cartera de inversión.

Curiosamente y por una vez sin que sirva de precedente estar en bolsa española puede ser una ventaja si te “toca” fusión en el banco del que tienes acciones. Pero eso está limitado a los bancos españoles que todavía se pueden/quieren fusionar y presenta el riesgo de la llamada ecuación de canje, es decir, que en esos procesos no siempre salen los dos ganando, al menos a nivel bursátil.

Hay que poner unas luces muy largas para ver lo que será la banca dentro de unos años: más eficiente, más barata y más digital. Pero les va a costar mucho.

En cuanto al proceso de reestructuración bancaria europea, un buen gestor debería ser capaz de tener la intuición, información y conocimientos suficientes para ganar en el proceso, pero de momento no estamos viendo a ninguno que, por ejemplo hubiera hecho una apuesta decidida en su cartera por los dos bancos españoles que se acaban de fusionar. La crítica que se hace a los gestores de que se limitan a seguir a los índices de referencia se ha mostrado de nuevo bastante acertada. Es posible que al departamento de análisis de Nextep se le haya escapado alguno, y pedimos disculpas de antemano, pero en principio parece que ha cogido a todos indexados (es decir, con el mismo peso que tienen en el índice los bancos fusionados y sin grandes apuestas al respecto).

En [Nextep](#) pensamos que en el corto plazo lo más sencillo es tener en cartera un fondo que invierta en la eurozona, que ya de por sí tiene un peso considerable en banca y luego, más adelante, cuando se vaya “animando” el baile de fusiones, uti-

lizaremos algún producto sectorial. Como siempre la clave estará no sólo en la elección del producto, que para nosotros es lo más sencillo, sino en el “timing” de inclusión del mismo en cartera.

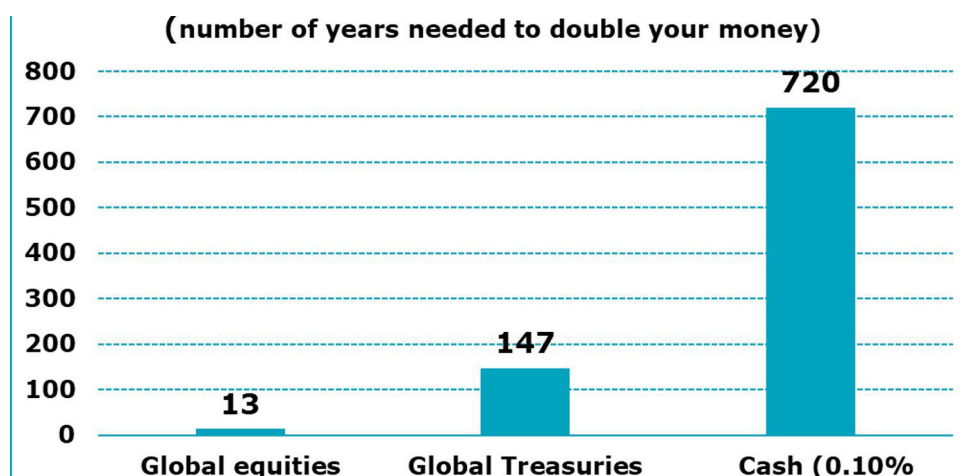
Renta fija

Cuánto se tardaría en doblar la inversión en bonos

Con el tipo de interés que pagan actualmente los bonos del Estado llevaría 147 años doblar la inversión, mientras que invirtiendo en renta variable serían 13. Y si utilizamos la forma preferida de ahorrar de los españoles, que es dejar el dinero en un depósito o cuenta corriente,

nos llevaría 720 años. Esto es lo que se desprende de un estudio realizado por la gestora de fondos internacional Robeco (ver gráfico n.º 5), una de las mayores del mundo y, por lo tanto, suponemos que tiene un buen departamento de análisis, así que daremos los datos como válidos.

Gráfico n.º 5: Años necesarios para doblar la inversión (por tipo de activo).



Fuente: Robeco

Lo digo porque, como podrán comprobar, no se trata solo de multiplicar el tipo de interés por los años, sino que intervienen los vencimientos, la reinversión de cupones, etc. Además, por deuda del Estado podemos estar entendiendo muchas cosas y muchos países. Ponernos a analizarlo todo llevaría tiempo y probablemente nos desviara de la idea fundamental, que veremos a continuación.

Respecto a las acciones o renta variable (“Global Equities”) tendremos también que confiar en el buen hacer de los analistas de Robeco puesto que es una estimación, pero también les diré que es una estimación conservadora, teniendo en cuenta que la rentabilidad histórica de la renta variable se sitúa en el 8 % o 9% (salvo excepciones muy negativas como ha podido ser Japón o lleva camino de ser España). Pero si hablamos de los índices norteamericanos, de China o de las grandes economías europeas un 5,49 % resulta conservador considerando lo ocurrido en los últimos 100 años (obviamente menos en el caso de China). Tengamos en cuenta que sólo vía dividendos el que invierta ahora mismo en renta variable europea consigue un 3 % y, teniendo en cuenta la historia, ese 3 % aumentará puesto que las compañías crecen y a largo plazo van aumentando sus dividendos.

Con el tipo de interés que pagan actualmente los bonos del Estado llevaría 147 años doblar la inversión. Invertiendo en renta variable serían 13.

Alguien dirá que los bonos han dado un resultado mucho mejor que este en los últimos años. De hecho quienes sigan estos Cuadernos desde hace tiempo saben que he sido muy partidario de la inversión en bonos, tanto corporativos como estatales. Pero cada día está más cerca el momento en el que los bancos centrales no van a poder seguir comprando bonos al ritmo que lo han hecho durante los últimos 10 años, y en ese momento se acabará la plusvalía⁽²⁾ que generaba esta demanda. Lo que quedará son unos

tipos de interés medios ligeramente por encima del 0 % cuando no negativos. Y esto vale también para los bonos corporativos de grado de inversión, es decir, los que no se consideran de alto rendimiento o “bonos basura”, puesto que los bancos centrales también están comprando bonos corporativos a mansalva.

► ¿Cómo puede afectar esto a una cartera de fondos?

Lo podemos plantear con esta pregunta: ¿qué hace el gestor de un plan de pensiones internacional, que tiene compromisos de rentabilidad con miles de pensionistas, si, en renta fija —bonos—, ve que en los próximos años no cobrará intereses de ningún tipo o incluso tendrá que pagar a los emisores? Personalmente lo tengo muy claro: entre la disyuntiva de

no cumplir mis compromisos y cumplirlos cobrando un dividendo de como mínimo el 2 % invirtiendo el grueso de mi cartera en renta variable, me quedaría con esta última opción.

¿Por qué digo que sólo les quedará el cupón (o más bien el “no cupón”)? Pues porque es cuestión de tiempo —probablemente meses— que, según se establezca la situación económica, los bancos centrales dejen de comprar bonos, porque ya están de hecho al límite sus posibilidades racionales de comprar toda la deuda que emiten estados y compañías. Cuando eso ocurra, lo mejor que podría pasar es que los bonos dejen de subir, y lo más probable es que ajusten a la baja al desaparecer el mayor comprador del mundo, con diferencia.

Si cuando sean plenamente conscientes de esa situación los grandes gestores de fondos todavía están a tiempo de comprar acciones —renta variable— con un dividendo decente, no les quepa duda de que lo harán, simplemente porque no tendrán alternativa frente a sus pensionistas. Eso supondrá una demanda importante para la renta variable global.

Lo anterior no afecta solo a los gestores de grandes fondos de inversión o de pensiones, también le afecta a usted. En este sentido no hay diferencia entre un gran in-

versor y uno pequeño: si los bancos centrales dejan de comprar bonos en algún momento de los próximos años, seas un gran gestor o un pequeño inversor te vas a quedar con un cupón similar al del gráfico n.º 5 o probablemente menor, que además se quedará en nada con las comisiones que aplican los fondos de inversión, sobre todo en España.

Si los bancos centrales dejan de comprar bonos, no habrá diferencia entre un gran inversor o uno pequeño: todos tendrán un problema con la renta fija.

Sin duda esto podría cambiar si se reaviva el fuego de la inflación, que lleva apagado décadas, pero, en primer lugar, eso puede llevar mucho tiempo, y en segundo lugar, la historia nos muestra que la inflación, si es una inflación normal, beneficia más a la renta variable que a la renta fija. Y en cualquier caso, la afirmación anterior se basa en hechos reales actuales. Lo demás son puras especulaciones.

Hay otra consecuencia: cuando los ciudadanos se den cuenta de que con el dinero en la cuenta corriente es imposible obtener rentabilidad alguna, lo más probable es que de una u otra manera trasladen aunque sea una muy pequeña cantidad de su dinero a fondos de inversión que estén dando “algo” y, por el mismo razonamiento que antes, dentro de un año lo único que estará dando “algo” serán los fondos de renta variable, al haber desaparecido el cupón —y muy probablemente la plusvalía— en los fondos de renta fija.

Apéndice: notas y glosario de términos

En este informe me limito a dar mi opinión sobre los mercados y comento, de forma genérica, cómo hago mis inversiones, sin considerar más perfil de inversión que el mío propio, el cual no tiene por qué coincidir con el del lector.

Este es, por lo tanto, un servicio puramente informativo y una opinión exclusivamente personal, que trata de aportar ideas e información y no sustituye en ningún caso un asesoramiento perfilado, personalizado y donde se haya analizado previamente y con detalle el perfil del inversor.

Para realizar estas tareas ponemos a su disposición el servicio de asesoramiento independiente y personalizado de Nextep Finance, en www.nextepfinance.com, donde le recomendaremos una cartera totalmente a la medida, con fondos de su o sus entidades financieras habituales o seleccionando lo mejor del mercado y con un servicio de seguimiento donde le avisaremos de todos los cambios que deba realizar. Además, le daremos todo tipo de ideas de inversión, información sobre noticias que afecten a los mercados y acceso a webinars de estrategia y de formación. Y todo por un precio realmente atractivo (desde **55 € al trimestre**, servicio básico con cuota trimestral).

Notas

(1) Ver:

<https://www.victoralvargonzalez.com/abril-2020/>

<https://www.victoralvargonzalez.com/mayo-2020/>

<https://www.victoralvargonzalez.com/junio-2020/>

(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.