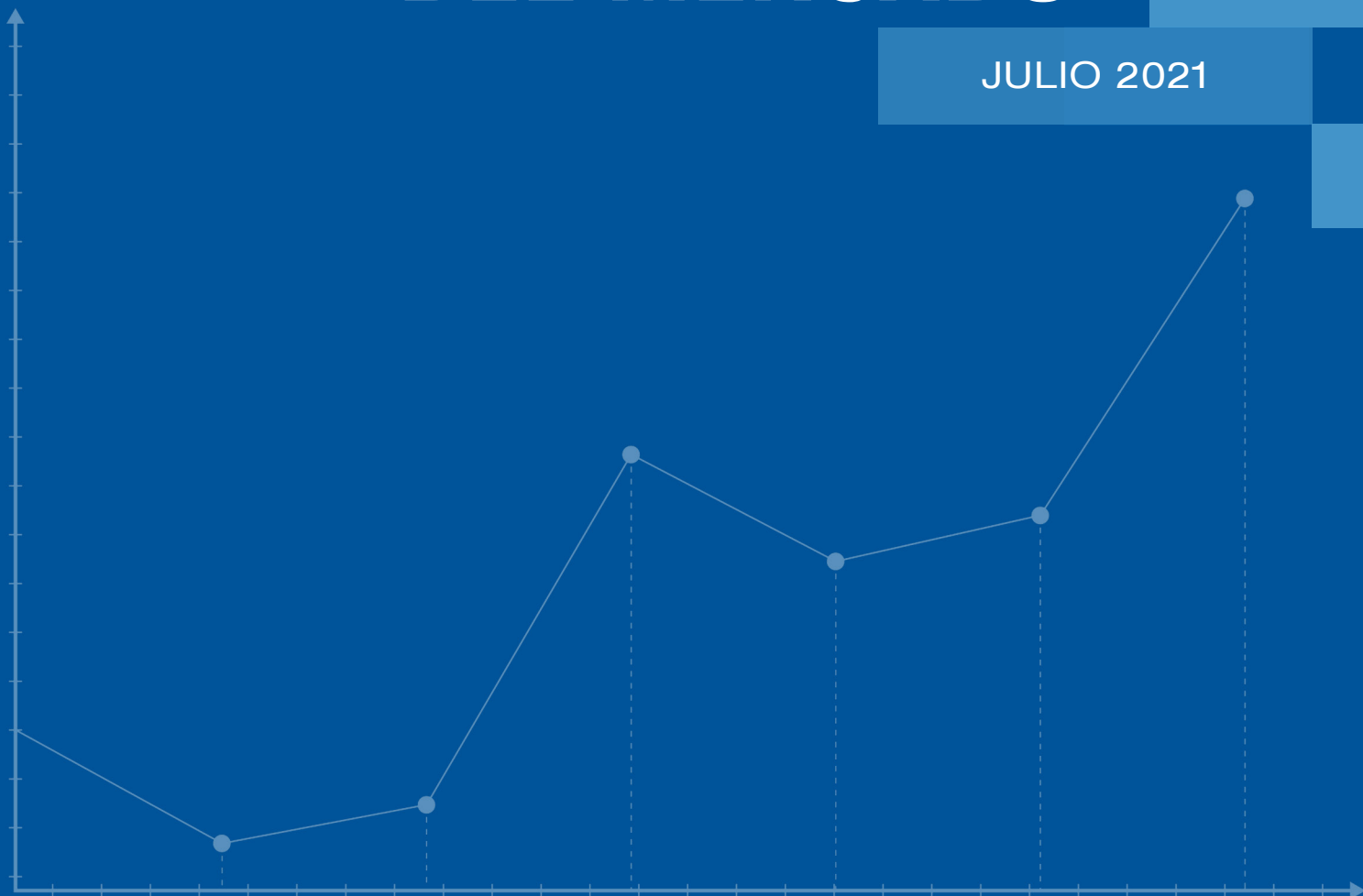


Víctor
Alvargonzález

CUADERNOS DEL MERCADO

53

JULIO 2021



Índice

Resumen	4
Portada	
Los relojes de la inflación	5
Renta variable	
Del interruptor “riesgo on/off al de “inflación on/off”	8
Acertamos: lo que importa son los resultados	10
¿Se acabó la fiesta del “value”?	12
Una teoría sobre el origen de la próxima crisis	14
Misceláneo	
Las materias primas tras una guerra	16
Apéndice: notas y glosario de términos	19

Informe mensual de estrategia

correspondiente
al mes de
julio de 2021

Los anglosajones dicen que el demonio está en los detalles. No ocurre así en los mercados, que son muy de “brocha gorda” y donde unas pocas fuerzas muy potentes —y cambiantes— van marcando el rumbo a los distintos activos financieros. Pero los detalles sí que son importantes a la hora de analizar la magnitud real de esas fuerzas.

Este razonamiento es válido para la inflación. La idea general es que la inflación será mayor en el futuro. Y nosotros coincidimos con esa opinión. Ahora bien, los efectos sobre los distintos activos, sectores y países son bien diferentes en función de que esa inflación sea alta, baja o “medio pensionista”. Y, muy importante: lo es para los bancos centrales.

Luego hablamos sobre cómo pueden utilizar los inversores las expectativas de inflación, tanto el “trader” de corto plazo como el inversor de largo plazo. Si antes el interruptor alcista o bajista lo establecía Donald Trump, ahora quien lo enciende o lo apaga son los datos que afectan a la inflación.

También les recordamos la importancia que tienen los resultados empresariales en las cotizaciones. Y luego investigamos si la mejora de los fondos de valor ha sido flor de un día. También les contamos por dónde pensamos que podría venir la próxima crisis. Que no utilicemos el miedo para captar clientes no significa que no vigilemos el horizonte. No hablamos constantemente de “la crisis” para llamar la atención, pero eso no significa que no seamos conscientes de que son parte inherente del funcionamiento de los mercados.

Aquí tienen las ideas, en nextepfinance.com las tienen con nombres y apellidos. Las estrategias de inversión completas, por activos, sectores y países con recomendaciones a corto, medio y largo plazo. Y por supuesto los fondos de inversión y ETF concretos que permiten ponerlas en práctica.

Todo ello **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.

Y sin “tocar” en ningún momento su dinero, porque somos asesores y nos limitamos a decirle lo que haríamos si estuviéramos “en sus zapatos”, si me permiten la expresión, no a gestionar directamente su patrimonio.

Puede probar el asesoramiento independiente y especializado de [Nextep](https://nextep.com) desde solo **55 € al trimestre** (servicio básico con cuota trimestral).

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



Víctor Alvargonzález



Resumen

Lo que importa en relación con la inflación no es la opinión de los analistas, sino la de los bancos centrales.

La clave está en determinar el tipo de inflación que tendremos cuando llegue la normalidad al mundo entero y sepamos cuál es el punto de equilibrio entre la oferta y la demanda.

La inflación es una aliada para el inversor. Actualmente quien le toma la medida entiende cómo funciona el interruptor de la subidas y las bajadas.

Que entre dinero en los sectores "de valor" no significa que deje de entrar en los de "crecimiento", especialmente si la revolución digital sigue su curso.

Los políticos solucionan absolutamente todos los problemas a base de deuda. Y ya ni siquiera hay voces discordantes. Ahí tienen el germen de la próxima gran crisis.

Portada

Los relojes de la inflación

Antes de nada, querría expresar mi agradecimiento a la cuenta de Twitter cuyo titular tuvo la amabilidad de compartir conmigo estos relojes (aparece al pie de la imagen, junto a los proveedores originales de la información).

A continuación —y con la ayuda del equipo de análisis de [Nextep](#)—, paso a aportar mi “granito de arena”, es decir, la interpretación de los datos. Y sobre todo ver cómo podemos utilizarlos como inversores.

El primero de los relojes, el que está arriba a la izquierda, corresponde al IPC en Norteamérica (índice de precios al consumo). Es el dato que tiene de los nervios a los mercados y que utilizan los agoreros para atraer la atención de posibles clientes. Como ocurre en los medios de comunicación, donde las ma-

las noticias llaman mucho más la atención que las buenas, en los mercados llaman más la atención los gestores y asesores que meten miedo que los que dan información objetiva.

El indicador más conocido de la inflación, el IPC, está claramente en color rojo, dado que está muy por encima del objetivo de la Reserva Federal de los Estados Unidos (el 2 %). Si la Reserva Federal se

atuviera solo a este dato, no solo estaría cerrando ya el grifo de la liquidez —dejar de comprar bonos—, sino que estaría anunciando un par de futuras subidas de los tipos de interés para el mes que viene.

El motivo por el que no lo está haciendo y por el que las han anunciado para 2023 son el resto de “relojes” que aparecen en la imagen con la que iniciamos este Cuaderno.

El de arriba a la derecha representa el nivel de inflación actual, pero excluyendo los elementos más volátiles de la misma, es decir, los alimentos y la energía. Porque



Fuente: Bureau of Labor Statistics, Bureau of Economic Analysis, Haver Analytics y @DaveCurros

hoy pueden estar muy altos y mañana pueden estar más bajos. Ese indicador es elevado en comparación con el objetivo de la Fed, pero vemos como se reduce bastante en relación con el IPC general.

A continuación tenemos el PCE, que es el que de verdad mira la Reserva Federal. Digamos, por no alargarnos, que considere que es una medida más fiable que el IPC. Además, lo importante es que lo es para la Fed. Y como vemos, también es menos preocupante que el IPC general.

Finalmente tenemos el dato más importante: el PCE una vez eliminada la volatilidad que aportan la energía y los alimentos. Y ese índice—abajo a la derecha—está actualmente ligeramente por encima del 2 %, es decir, solo ligeramente por encima del objetivo de la Fed.

No se fijen ustedes demasiado en la media de los últimos 10 años, porque, aparte de que está muy por debajo del objetivo de la Fed, corresponde a un periodo de inflación históricamente baja. En otras palabras, es un dato poco representativo de lo que ha sido la inflación a lo largo de los últimos 50 años. Pero es importante, porque nos dice cuál ha sido la inflación en un momento en el que han coincidido la revolución digital y la globalización, factores ambos desinflacionistas.

Conclusiones

► Lo más probable es que cuando se equilibren la oferta y la demanda los indicadores más extremos bajen.

► Estamos saliendo de una pandemia y hay que poner en marcha todo el sistema de fabricación y distribución de nuevo. Es lógico que se produzcan desequilibrios.

► Tampoco ha finalizado la revolución digital ni va a desaparecer la globalización. La revolución digital seguirá aumentando la productividad y la competencia entre empresas digitales y analógicas —y entre las propias empresas digitales—, lo cual tiene efectos desinflacionistas, como demuestra la bajísima inflación de los últimos 10 años.

► Tampoco vamos a volver a la media de inflación tan baja de estos últimos 10 años, simplemente porque el crecimiento económico va a ser muy superior, como

consecuencia del tsunami de liquidez que han provocado los bancos centrales para hacer frente a las consecuencias de los confinamientos. Y por los planes de estímulo de los gobiernos.

El PCE subyacente, el dato de inflación más importante para la Fed, solo está ligeramente por encima del objetivo de la Fed.

► En nuestra opinión, el último de los “relojes”, el más importante, se situará dentro de unos meses en el entorno del 2 %. Si

así fuera, la Fed seguirá con el calendario que estimamos hace ya unos meses, que repetimos en la tabla n.º 1:

Tabla n.º 1: Nuestra estimación de calendario de actuaciones de la Fed

Acción	Periodo
“Tapering” (moderar inyección de liquidez)	Cuarto trimestre 2021
Fin gradual del estímulo monetario (QE)	Primer semestre 2022
Subida de los tipos oficiales de la Fed	Tercer trimestre 2022

Fuente: Nextep

Observarán que ponemos en duda que la Reserva Federal pueda esperar hasta 2023 para subir los tipos de interés oficiales. Es lo que declararon recientemente, pero, con su permiso, diremos que lo vemos muy difícil, considerando el repunte que va a tener la inflación y el fuerte crecimiento económico que veremos en 2022. Pensamos que revisarán su previsión actual (subir tipos en 2023) y que acabarán subiéndolos en el tercer trimestre de 2022 o, como mucho, en el cuarto.

En nuestra opinión, el “reloj” más importante —PCE subyacente— se situará en el entorno del 2 % y la Fed seguirá con el calendario que estimamos hace unos meses.

Respecto al “tapering” y el fin del QE —que, insistimos, son dos cosas diferentes—, no ha habido anuncios de ningún tipo, solo globos sonda y declaraciones

individuales de miembros de la Fed, así que lo que ven en el cuadro son las previsiones del equipo de análisis de [Nextep](#).

En cuanto a la eurozona, simplemente hay que alargar entre tres y seis meses el calendario previsto para Estados Unidos (probablemente más seis que tres). La

euroesclerótica, hiperregulada e hiperburocratizada Europa no alcanzará ni el nivel de crecimiento ni el nivel de dinamismo económico de Estados Unidos,

y, por lo tanto, el BCE podrá esperar algo más de tiempo antes de actuar.

Consecuencias estratégicas

► Seguimos pensando lo que pensábamos hace meses: la inflación tiene que repuntar, pero no será tipo años 70 u 80. Al menos de momento.

► El tsunami de liquidez, el exceso de ahorro como consecuencia del confinamiento y los planes de estímulo serán motores inflacionistas, pero habrá dos frenos muy importantes: la digitalización y la globalización.

► En ese contexto el acierto estará en situarse en aquellos activos, sectores y estilos de gestión que se ven beneficiados por la entrada en un ciclo económico de mayor crecimiento y repunte de la inflación.

► Por el contrario es pronto para sobreponderar activos y sectores que para subir con fuerza necesitan que se dispare la inflación, no que repunte.

Renta

variable

Del interruptor "riesgo on/off" al de "inflación on/off"

Cuando Donald Trump llegó al poder, dije en estos "Cuadernos" que las bolsas serían el paraíso del "trader". Trump se enfada, caen las bolsas: momento de comprar. Luego se reconcilia —con los chinos, con los coreanos, etc.— y sube el mercado: momento de vender. Una vez tomada la medida a su forma de negociar y siguiendo su cuenta de Twitter era relativamente sencillo establecer el timing.

Pero Trump no era el único aliado de los operadores de corto plazo. Un amplio

grupo de "expertos" utilizaba el miedo a una supuesta "crisis"—que siempre está al caer— o la "burbuja" en los precios de la renta variable, para llamar la atención y así atraer clientes o seguidores.

Pero mientras la realidad paralela de estos agoreros profesionales tiraba a la baja las cotizaciones, la realidad propiamente dicha —la tendencia alcista— tiraba al alza. Así los "traders" trabajaban con el concepto "risk on – risk off", de forma que cuando pesaban más los agoreros o Trump se enfadaba, el interruptor de los inversores se situaba en modo "risk off" (disminuir riesgo), bajaban las bolsas, momento perfecto para comprar. Cuando se imponía la realidad se encendía el "risk on", subía la bolsa y el "trader" vendía a buen precio.

Pero, al igual que cambian las correlaciones, como mencionamos en el cuaderno anterior, también cambian los interruptores. Ahora hemos pasado del “risk on – risk off” al “inflation on – inflation off”. Y les puedo asegurar que da mucho juego, tanto para el operador de corto plazo como para el inversor de medio y largo plazo.

Desde el mes de abril el mercado se ha movido como un pollo sin cabeza. Va de un lado a otro sin saber muy bien qué dirección tomar. Hay días en los que los inversores piensan que vamos hacia una inflación tipo años 80 y otros en los que piensan justo lo contrario, que lo de la inflación es exagerado. Y para aumentar la confusión, los agoreros han cambiado “la crisis” y la “burbuja” por el espantajo de la inflación.

Para el “trader” la jugada es obvia. Pero lo es incluso más para el inversor de medio y largo plazo. Si tiene claro cuál será el nivel de inflación futura y el tipo de activos y sectores que se beneficiarán de ese nivel de inflación —la inflación puede ser alta, baja o medio pensionista—, solo tiene que aprovechar el día en el que la posición del interruptor esté en “inflación off” para comprar lo que le interesa.

Además el inversor puede jugar con los estilos de gestión, que es algo muy rentable. Si lo que le atraen son los fondos “de

valor” (“value”) puede aprovechar para comprar cuando el interruptor de inflación está en modo “off”. Y viceversa: si piensa que la globalización y la revolución digital mantendrán a raya los precios, aprovechará los días en los que el interruptor está en modo “on” para comprar barato el NASDAQ. Hay muchísimos más ejemplos, porque con fondos de inversión puedes invertir en cualquier activo, sector o país.

Ahora hemos pasado del “risk on - risk off” al “inflation on - inflation off”. Y les puedo asegurar que da mucho juego.

Y ahora tenemos acceso a los fondos de inversión de tercera generación, los ETF, que nos permiten llegar a activos, sectores y subsectores enormemente interesantes a los que no se puede llegar con fondos de inversión tradicionales. Combinando fondos tradicionales con ETF estaremos potenciando y multiplicando el resultado final de la cartera.

Evidentemente, aunque parece fácil, no lo es. Hay que tener muy claro qué tipo de inflación esperamos y cómo beneficiarnos de ella. También hay que tener un buen equipo de análisis de fondos y ETF para sacar partido a las correlaciones. Además el inversor tiene que trabajar con entidades financieras que dispongan de una auténtica arquitectura abierta y no esa versión descafeinada que llaman “arquitectura guiada”.

En el escenario actual de mercado hay que tener acceso a todo tipo de fondos y

podría ocurrir que los que ha elegido su banco o sociedad de valores para formar parte de su “arquitectura guiada” y por lo tanto muy limitada —los que le dejan mejores comisiones—, no incluyan todos los que aprovechan este nuevo y diferente mercado del nuevo ciclo postpandemia.

Y por supuesto hay que trabajar, a ser posible, con una entidad que ofrezca ETFs. Y “olvidarse” de la fiscalidad, ¿o habrían dejado pasar la oportunidad de in-

vertir en Amazon, Apple o Facebook porque los beneficios tributan y no se puede hacer un traspaso libre de impuestos al vender las acciones?

Si necesitan asesoramiento a la hora de elegir ETFs, les sugiero prueben el de [Nextep](#). De hecho es el único que existe en España donde el inversor puede recibir asesoramiento independiente a la hora de elegir estos fondos de tercera generación.

Acertamos: lo que importa son los resultados

La verdad es que nos hemos acostumbrado a ser criticados por no seguir al consenso, pero cada vez tenemos más claro que lo peligroso es seguirlo ciegamente.

El consenso de analistas se ha pasado los últimos ocho años recomendando evitar la renta variable. Que si la “burbuja”, que si la “crisis”, o que el mundo era un mal sitio para invertir como consecuencia de la “represión financiera”.

Nosotros llevamos los mismos años diciendo exactamente lo contrario: que las bolsas internacionales —que no la espa-

ñaola— habían entrado en un periodo alcista de largo recorrido y que había que aprovecharlo. Primero a través de estos cuadernos —desde el primer número— y luego, con mucho más detalle y con nombres y apellidos (de fondos y ETF) en las carteras recomendadas por [Nextep](#).

Es evidente que el consenso se equivocó y nosotros acertamos. Las bolsas norteamericanas han tenido una evolución extraordinaria, a la que recientemente se han sumado las europeas, con índices como el DAX alemán marcando máximos históricos.

Ahora la mayoría de los analistas advierten del riesgo que representa la inflación y que hay que ser “prudentes”. Nosotros lo que decimos es que hay un cambio de ciclo y que hay que aprovecharlo. Y que la inflación le viene muy bien a determinados activos y sectores.

También decimos que mientras los salarios y los costes de producción no se disparen de forma consistente, un repunte de la inflación es bueno para las empresas, ya que al subir los precios y no hacerlo sus costes laborales, aumentan su margen de beneficio. Con el nivel de paro que hay actualmente es muy difícil que suban significativamente los costes laborales. Ahora mismo hay cierta escasez de oferta de mano de obra porque mucha gente prefiere cobrar paro o en el caso de Norteamérica cheques del gobierno que trabajar, pero eso cambiará.

Y decimos que no hay que olvidarse nunca de que la bolsa es un mercado en el que se valoran empresas. Y si ocurren cosas que les vienen bien a esas empresas porque ayudan a mejorar sus resultados, se reflejará en la valoración.

Y como dijimos, el mercado ha valorado mucho más las buenas perspectivas económicas y, por lo tanto, de los resultados empresariales, que la nueva fórmula de atemorizar a los inversores, que ha pasado de “la burbuja” y “la crisis” a ser la inflación.

Los mercados han valorado los resultados empresariales y sus buenas expectativas, que es lo que tienen que hacer los mercados, y no escuchar cantos de sirena.

Conclusiones

Olviden el ruido mediático y el que generan quienes tratan de captar su atención mediante el miedo en las redes sociales. Lo importante es si los resultados de las empresas van a mejorar, si la economía va a crecer y si lo va a hacer en un entorno de inflación razonable. Y ese es un buen escenario para la renta variable.

A lo largo de los últimos 60 años solo se han producido dos mercados alcistas de muy largo plazo similares al que estamos viviendo (que sería el tercero). Son muy

pocas las ocasiones en las que tenemos la oportunidad de ganar tanto dinero en renta variable. No conviene desaprovecharlas.

¿Y cuánto le queda a este mercado alcista?.

Nuestra opinión es que ya hemos recorrido aproximadamente el 60 % o 70 % del mismo. Los motivos los hemos expuesto con detalle en otros “Cuadernos”, pero, dada la importancia de nuestra afirmación los resumimos:

- ▶ El mercado bursátil va “sobrado” de “gasolina” (porque nunca ha habido tanta liquidez en el sistema).
- ▶ La renta fija ha dejado de ser una opción rentable tanto por la falta de cupón como por la pobre expectativa de plusvalía (fin del QE).

La bolsa es un mercado en el que se valoran empresas, y si ocurren cosas que les vienen bien, se reflejará en la valoración.

► Las bolsas no están caras. Lo que ha subido mucho es la tecnología. El resto de sectores no están caros, ni por PER ni considerando la rentabilidad por dividendo frente a los “no cupones” de los bonos.

► Sobre todo si consideramos la expectativa de mejora en los resultados empresariales que trae consigo el fuerte rebote económico que, como predijimos, traería la salida de la pandemia.

► En tanto y cuanto no varíen nuestras predicciones sobre el calenda-

rio de actuación de los bancos centrales (ver tabla número uno del capítulo anterior), nuestra opinión es que el mercado mantendrá la tendencia alcista.

La prueba más importante vendrá cuando los bancos centrales detengan totalmente la compra de bonos, pero, como hemos comentado antes, para eso todavía queda tiempo. Y no nos referimos al “tapering”, que consiste únicamente en la reducción de dichas compras: hablamos de cuando cierren totalmente el grifo (de las inyecciones de liquidez).

En los últimos 60 años solo se han producido dos mercados alcistas como el que estamos viviendo. No hay muchas ocasiones así y es una pena desaprovecharlas.

¿Se acabó la fiesta del “value”?

El mes pasado se produjo un cambio importante: la recuperación en la cotización de los valores tecnológicos y, en consecuencia, de la rentabilidad de los fondos de crecimiento o “growth”.

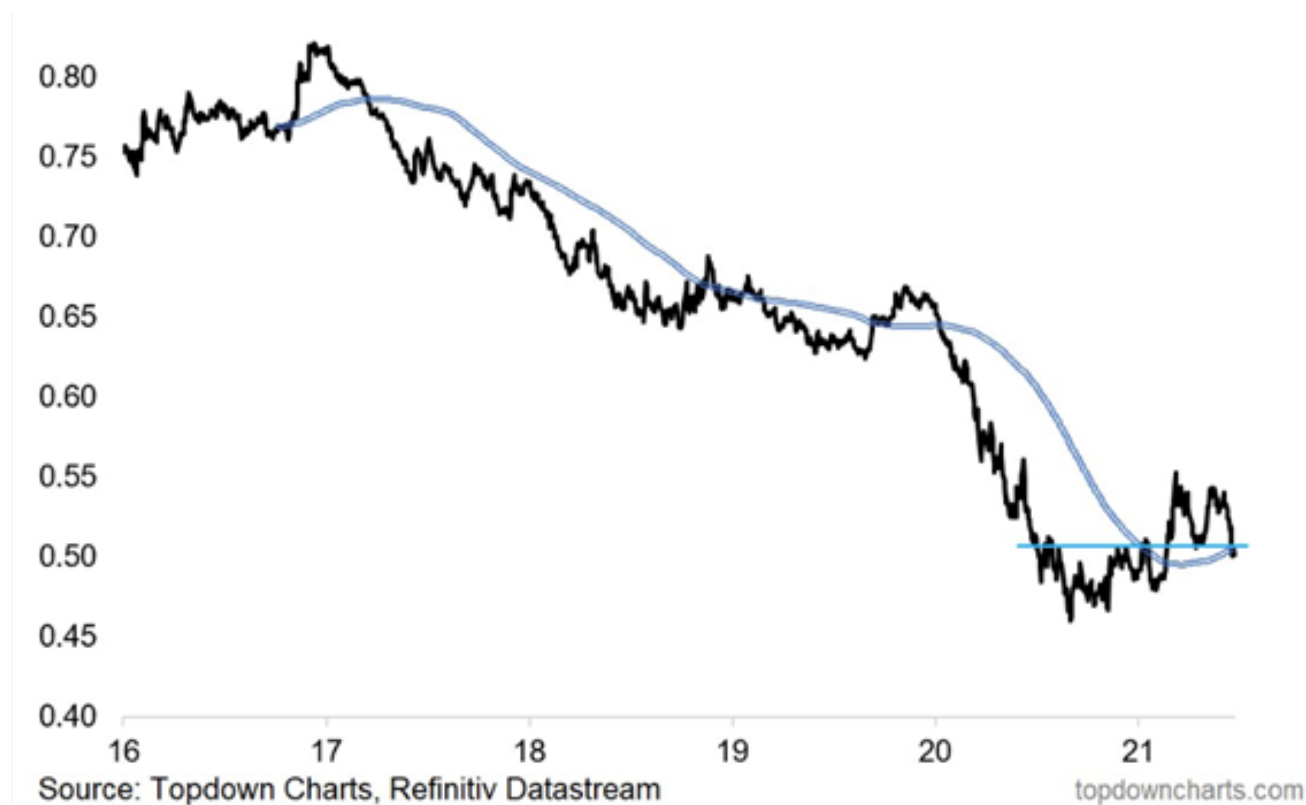
Y lógicamente surge la pregunta: ¿se acabó la recuperación del estilo de gestión “de valor”? ¿Tan poco ha durado? ¿Seis meses de hacerlo mejor que el esti-

lo “de crecimiento” y “ya está”? ¿después de tantos años de menor rentabilidad?

Lo vemos con perspectiva en el gráfico que viene a continuación, el número uno de este Cuaderno.

Cuando la tendencia de la línea principal es bajista significa que el “value” lo hace peor que el “growth” y viceversa. Por eso a lo largo de los últimos años el gráfico es claramente bajista, y como en 2021 y finales de 2020, se ha producido un cambio significativo a favor del estilo de gestión “de valor”.

Gráfico n.º 1: Comportamiento relativo del “value” respecto al “growth”



Fuente: Topdown Charts, Refinitiv Datastream

Desde un punto de vista técnico, si la línea de tendencia consiguiera mantenerse por encima de la barra azul claro, sería positivo para los fondos de valor y significaría que se confirma el cambio de tendencia.

También es muy importante la línea azul gruesa, la que mide la media móvil. Si la línea de tendencia consiguiera mantenerse por encima de ella sería muy buena señal para los fondos de valor.

Desde el punto de vista del análisis fundamental todo dependerá de si estamos

realmente ante un cambio de ciclo en el que el crecimiento será mayor, generalizado y no solo en la tecnología, y si además lo será con algo más de inflación. Porque todos esos elementos son los que benefician a los fondos de valor.

Hay que cuantificar adecuadamente cuál es la intensidad de la “Gran Rotación”, de la que hablamos en estos cuadernos desde el mes de noviembre —ver hemeroteca— y cuál es la fortaleza que tiene la revolución digital, porque lo que está claro es que no ha finalizado.

Una cuestión importante es determinar si la revolución digital le va a seguir quitando cuota de mercado a las empresas “analógicas”. Hay cierta tendencia a pensar que el fin de la pandemia es el fin del desarrollo de la revolución digital. Y nada más lejos de la realidad. Si las empresas digitales siguen quedándose con el negocio de las analógicas, el sector tecnológico no tiene por qué hacerlo peor que el resto de sectores representados en los índices.

En este sentido hay una opción muy interesante y es centrarse en aquellos sectores de la tecnología que siguen en plena ebullición, lo cual no siempre lo podemos hacer utilizando fondos tradicionales porque su peso en los mismos es inexistente o reducido, pero sí lo podemos hacer utilizando ETFs (fondos cotizados).

Todas estas son las cuestiones que ha-

brá que considerar a partir de ahora a la hora de dar mayor o menor peso al estilo de gestión “de valor” o “de crecimiento”. Y no son baladí.

Porque se habla mucho de seleccionar gestores, cuando en realidad acertar con un gestor frente a otro puede suponer una diferencia del 3 % o el 5 % si hablamos de los principales índices del mundo. Y eso cuando las hay, porque el 80 % de los gestores no son capaces de batir a los índices de referencia.

En cambio, acertar con el estilo de gestión adecuado a cada momento de mercado suele suponer diferencias anuales de dos dígitos. Por eso es algo a lo que le damos mucha importancia en [Nextep](#), aprovechando la larga experiencia que tenemos en la actividad de selección de fondos y distribución de activos.

Una teoría sobre el origen de la próxima crisis

Quienes me conocen saben que no hay nada que me guste menos que utilizar el miedo como fórmula para captar clientes. No me parece bien hablar de crisis y de burbujas para asustar a la gente para que busque tu protección como asesor, gestor o “guía espiritual”, es decir, “influencer”.

De hecho, hace años que, contra la opinión de la mayoría de los analistas e “influencers”, descarto que vaya a producirse una de esas “crisis” etéreas de las que tanto hablan los agoreros profesionales, o que haya una “burbuja” en las bolsas. Y de haberla creo que sería en los bonos.

Pero no utilizar el miedo como herramienta comercial no significa que olvidemos que las crisis son parte integrante de la economía y los mercados. Es importante vigilar dónde se pueden estar gestando, porque hay una cosa en la que sí coin-

cido con los agoreros: la próxima crisis, sea cuando sea, se está gestando ahora. La diferencia es que nosotros no la anunciamos todas las semanas.

A tal efecto creo que hay que fijarse en cómo la emisión de deuda y papel moneda se ha convertido en el bálsamo de fiebrabras de todos los problemas. La última

reunión del G7 se resume en eso: todos y cada uno de los problemas tratados se solucionarán con más deuda. Tema solucionado.

Probablemente las únicas soluciones posibles a los problemas actuales sean emitir deuda, ya se trate de problemas de crecimiento económico, compensar el daño que han hecho los confinamientos en el tejido productivo, proteger el medioambiente o poner al día en digitalización a quienes no hicieron los deberes en su día. Pero esa estrategia tendrá consecuencias.

Porque en economía todas las acciones tienen consecuencias. Y a más grandes las acciones, mayores las consecuencias. Y dado que jamás en la historia se ha emitido tanto papel moneda ni tanta deuda, es lógico pensar que podrían tenerlas. Al menos en el largo plazo. Sé que no es políticamente

Hay una cosa en la que coincido con los agoreros: la próxima crisis, sea cuando sea, se está gestando ahora. Así que hay que investigar dónde se puede estar gestando.

correcto decir todo lo anterior, pero quienes tenemos como profesión cuidar el patrimonio de nuestros clientes, tenemos la obligación de ser más realistas que políticamente correctos.

Las consecuencias de los excesos mencionados pueden ser de varios tipos. La primera, la inflación, pero ese no es un problema para el inversor, pues

lo único que tiene que hacer es saber qué activos, sectores y países se benefician de un entorno inflacionista e invertir en ellos. Y evidentemente evitar los fondos de renta fija de medio y largo plazo.

La crisis que produce más respeto es aquella en la que el mercado pierde la confianza en el papel moneda y/o en la solvencia de los emisores de deuda. Lo segundo ya lo vivimos en la crisis del euro y lo hemos visto en multitud de ocasiones en economías emergentes, así que sabemos qué tipo de activos nos protegen de esas situaciones.

Por el contrario, una pérdida de confianza en los bancos centrales y, por lo tanto, en el valor del papel moneda

que emiten, no es algo habitual. Y está por ver cuáles serían las mejores coberturas, que para tranquilidad de los clientes de [Nextep](https://www.nextep.com) pensamos que tenemos bastante

Los efectos del confinamiento, la protección del medioambiente, la falta de digitalización: todo se soluciona con deuda. Y ese es el germen de la próxima crisis.

claro cuáles serían. Con nombres y apellidos. Porque esa es la crisis más temible.

La buena noticia es que, además de los remedios clásicos, ahora tendríamos la posibilidad de que alguna criptomoneda acabe consolidándose como reserva de valor comúnmente aceptada y que para entonces cotice en mercados organizados, regulados y supervisados.

Como verán, no he dicho “bajo el control de los bancos centrales”. El punto óptimo estaría en que el mercado de esta cripto o criptos no fuera el salvaje oeste en el que viven actualmente, que exista un control

de volatilidad y protección del inversor. Pero para que nos sirva de cobertura ante los excesos de los bancos centrales, tienen que seguir fuera de su control.

Una divisa o reserva de valor con esas características e independiente de los bancos centrales podría llegar a ser una buena cobertura ante una pérdida masiva de confianza en el papel moneda. No creo que eso vaya a ocurrir ni a corto ni a medio plazo, así que a lo mejor da tiempo a que el Bitcoin —u otra “cripto” que tome su lugar en el futuro— pueda ser utilizada como se utiliza actualmente el oro o el franco suizo a la hora de buscar refugio.

El punto óptimo estaría en que en el mercado de “criptos” existiera un control de volatilidad y protección del inversor, pero siguiera fuera del control de los bancos centrales.

Misceláneo

Las materias primas después de una guerra

Uno de los mayores aciertos que hemos tenido en los últimos 12 meses ha sido utilizar las dos guerras mundiales como referencia de cuál sería la salida de esta pandemia global.

Es lo que nos ha permitido acertar en lo referente a la magnitud del rebote económico y a la catarsis de consumo post-pandemia que vendría (y que ya empieza a notarse). Y a sus efectos sobre el crecimiento y la inflación. Y, en consecuencia, a situarnos en los activos, sectores y países beneficiarios del cambio de ciclo, incluido evitar la renta fija de medio y largo plazo, que se ha visto perjudicada por la subida de los tipos de interés en el mercado, con caídas entre el 5 % y el 10 % en fondos de renta fija de medio y largo plazo de deuda pública en lo que va de año (1).

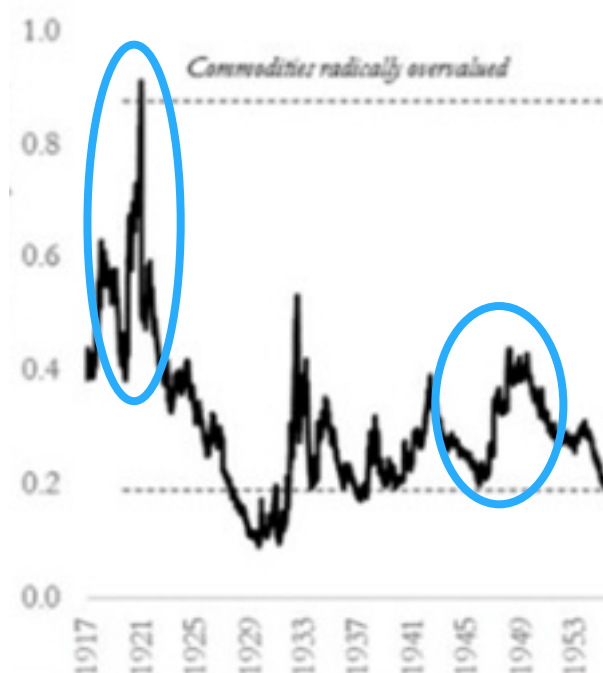
Ahora la duda es si el rebote tan importante que han tenido las materias primas con el inicio del cambio de ciclo es sostenible o si es solo flor de un día. En otras palabras, si hemos entrado en una tendencia alcista en el precio de las materias primas o se trata solo de un rebote táctico. Considerando que llevan décadas perdiendo valor.

La respuesta que podemos dar al respecto se basa en primer lugar en si la evolución de la economía va a seguir pareciéndose a la salida de las guerras mundiales. En ese caso podríamos estar ante el inicio de un ciclo alcista de cierta duración.

Aunque no es de esperar una demanda similar a la de las posguerras mundiales, sí tiene cierta base pensar en una demanda mucho mayor que la de antes de la pandemia. En el gráfico número 2 vemos cuál fue la evolución del precio de las materias primas tras finalizar la Primera (1919) y la Segunda Guerra Mundial (1945).

El gráfico no muestra la evolución en el precio de las materias primas, que de hecho fue alcista, sino en qué medida lo han hecho mejor o peor las materias primas que el Dow Jones desde 1917 hasta 1954.

Gráfico n.º 2: Evolución de las materias primas (Índice GSCI) vs Dow Jones



Y vemos que, tras la Primera Guerra Mundial, las materias primas lo hicieron mucho mejor que el Dow Jones y que después de la Segunda Guerra Mundial lo hicieron mejor, pero en menor medida.

La duda es si el rebote que han tenido las materias primas con el inicio del cambio de ciclo es sostenible o si es flor de un día.

Esto no significa que lo hicieran mal, en ninguno de los dos casos. Tengamos en cuenta que tanto tras la Primera Guerra Mundial como tras la Se-

gunda, el Dow Jones tuvo una subida importante. Simplemente haberlo superado es un buen resultado.

Evidentemente ahora no hay que reconstruir ciudades, carreteras y toda la infraestructura de un país que queda destruida después de una guerra, pero la recuperación actual se basa en gran medida en cambiar la estructura energética de occidente y, sobre todo en el caso de Estados Unidos, en la renovación de sus infraestructuras. En el caso europeo también va a haber renovación de infraestructuras, pero sobre todo va a haber mejora de las estructuras digitales. Y tanto en Estados Unidos como en Europa habrá un importante incremento del consumo.

Tanto la transición energética como la renovación de infraestructuras y el incremento del consumo se traducen en un incremento de la demanda de materias primas, aunque sin llegar a lo que implica la reconstrucción de un país.

Ejemplos de lo anterior son el cobre, los componentes de los paneles solares o los materiales para construir molinos de viento. Por no hablar de las pilas de los coches eléctricos, etc., etc.

La otra forma de determinar cuál puede ser en el futuro el precio de las materias primas es tratar de determinar cuál puede ser el nivel de inflación. Normalmente a las materias primas les viene muy bien la inflación, porque suele coincidir con inflación en el precio de las propias materias primas. De hecho es muy habitual que el origen de la inflación sean precisamente los precios de las materias primas.

Como hemos escrito mucho al respecto sugerimos a nuestros lectores que visiten la hemeroteca de los últimos tres o cuatro meses, dado que ha sido un tema recurrente en estos cuadernos. Y tienen nuestra opinión al respecto en los dos primeros capítulos de este Cuaderno.

Pensamos que la inflación será un 2 % o 3 % superior a lo que hemos vivido en la década anterior, lo que justifica también un precio superior para las materias primas. Pero sin llegar a incrementos tan importantes como el de las posguerras y desde luego nada que ver con los de las épocas de alta inflación, como fueron los años 70 y 80.

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) La 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 superior al 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. De hecho ya está pasando.

V́ctor
Alvargonzález