

Víctor
Alvargonzález

CUADERNOS DEL MERCADO

61

MARZO 2022



Índice

Resumen	4
Renta variable	
Análisis de probabilidades sobre la guerra y la macroeconomía	5
Las oportunidades que crea el pánico	9
El nuevo escenario de inversión que crearán las sanciones	15
Misceláneo	
Ya vamos viendo para que sirve —y para que no— el bitcoin	17
Renta fija	
El error que no se debe cometer	20
Apéndice: notas y glosario de términos	23

Informe mensual de estrategia

correspondiente
al mes de
marzo de 2022

Iniciamos este informe reconociendo un error. Pensábamos que Putin iría por fases: negociación (con la pistola encima de la mesa), invasión del Donbás (para que se viera que iba en serio), vuelta a negociar (con el enemigo asustado) y, finalmente, patada a la mesa (si la respuesta era negativa). Desgraciadamente decidió saltarse la tercera fase.

Aunque lo nuestro es realizar predicciones en base a datos económicos o financieros, no nos queda más remedio que seguir intentando entender cuál puede ser la evolución de este conflicto. Por eso hemos preferido esperar un poco antes de enviar este informe y contar con la valiosa información que dan los primeros días de la guerra. Hemos intentado no elucubrar y limitarnos a un análisis de probabilidades en base a la información política y militar existente.

Aunque ahora parezca inimaginable, no descartamos la posibilidad de que en algún momento no tan lejano haya un alto al fuego. Y puestos a modificar la composición de las carteras de inversión, ese será el momento adecuado, y no malvender en medio del pánico. Analizamos un escenario con crecimiento pero con todavía más inflación.

Mantenemos que los momentos de máximo pesimismo son los que generan las mejores oportunidades. Y encima ahora se unen el pánico y la locura colectiva, los mejores aliados del comprador. Analizamos dónde se están generando las mejores oportunidades de compra.

También estamos recibiendo valiosa información sobre las criptomonedas como posible refugio ante la tensión geopolítica y el “corralito”, igual que anteriormente la obtuvimos ante un cambio en la política monetaria. Una información importante en un activo que empieza.

Aquí tienen las ideas, en www.nextepfinance.com las tienen **con nombres y apellidos**. Estrategias de inversión personalizadas por activos, sectores y países, con fondos de inversión y ETF concretos (la legislación española establece que el asesoramiento personalizado deben realizarlo entidades registradas en la CNMV, como Nextep Asesores Financieros EAF, registrada en la CNMV con el número 226).

El asesoramiento de **Nextep** se realiza sin necesidad de que tenga Ud. que cambiar de banco o de intermediario financiero. Podemos diseñar su cartera con fondos de su entidad o, si lo desea, con lo mejor del mercado. Sin “tocar” en ningún momento su dinero, porque somos asesores y nos limitamos a decirle lo que haríamos si estuviéramos “en sus zapatos”, no a gestionar su patrimonio.

Puede probar el asesoramiento independiente y especializado de **Nextep** desde sólo **55 € al trimestre** (servicio básico con cuota trimestral). **Además seguirá recibiendo estos cuadernos**, porque están incluidos en todos los servicios de Nextep.

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

Resumen

No descartamos que la intervención armada masiva sea relativamente rápida. Conseguidos los objetivos fundamentales, a Putin no le interesa una guerra larga.

En la práctica Putin está cerca de conseguir sus objetivos. Crimea y el Donbás ya son suyos. Y pronto "desmilitarizará" Ucrania (destruyendo gran parte de su ejército).

Rusia no es un motor de crecimiento global. El efecto de su aislamiento se notará sobre todo en la inflación, no tanto en el crecimiento mundial.

El pánico genera oportunidades y este no será una excepción. Pero habrá que tener en cuenta que será un escenario de más inflación y con nuevos beneficiarios.

Quienes buscan refugio en fondos de renta fija se meten en una trampa. Cuando "escampe", los bancos centrales tendrán que emplearse a fondo contra la inflación.

Renta variable

Análisis de probabilidades sobre la guerra y la macroeconomía

Cierto: no tenemos la bola de cristal. Y menos en temas geopolíticos. Menos todavía si dependen de lo que le pase por la cabeza a una sola persona. Y no les quiero decir cuando esa persona es Putin, que además no tiene que dar cuentas a nadie.

Pero como asesores financieros tenemos la obligación de realizar un análisis de probabilidades en base a la información disponible y, sobre todo, a las opiniones de los expertos en aquellos campos que desconozcamos. Con el COVID tuvimos que localizar a los mejores expertos en pandemias, vacunas y virus. En el caso de la guerra en Ucrania, sobre todo expertos militares. La verdad es que echamos mucho de menos la época en la que nuestro trabajo se centraba en realizar predicciones macroeconómicas y financieras.

Por supuesto que nuestro cálculo de probabilidades puede fallar, para eso son probabilidades y no certezas. Pero no por eso podemos dejar de hacerlo.

1 ▶ *Le damos una alta probabilidad a que la guerra, tal y como lo estamos viendo ahora, finalice en un plazo relativamente corto, es decir, más en semanas que en meses.*

Luego podría quedar una guerra de guerrillas o, en el mejor de los casos, un alto al fuego que dé paso a una nueva negociación. Los ucranianos les han puesto muy difícil las cosas a los rusos

y podrían ponérselas todavía más, pero no como para ganar la guerra. La diferencia de fuerzas es demasiado grande.

Es importante tener en cuenta cuáles son los objetivos de Putin:

desmilitarización de Ucrania y que se reconozca que Crimea y el Donbás pertenecen a Rusia. Esta segunda parte en la práctica ya la tiene, se lo reconozcan o no. Y en una semana habrá infligido tal daño al ejército de Ucrania y a sus infraestructuras que, en la práctica, también habrá conseguido en gran medida el primero.

Nos referimos al daño infligido a la parte más importante del ejército, es decir,

En la práctica, Putin está a punto de conseguir sus objetivos. Crimea y el Donbás ya son suyos y pronto "desmilitarizará" Ucrania (destruyendo gran parte de su ejército e infraestructura).

la fuerza aérea, los aeropuertos y bases militares, las estaciones de radar, los tanques o la artillería pesada.

Además y como tétrica “cobertura”, Putin tendrá pronto como rehenes a las poblaciones civiles de las principales ciudades del este de Ucrania, capital incluida. Y eso, como decimos, en semanas, no en meses.

La aportación de material militar por parte de la Unión Europea y EE. UU. puede resultar muy útil en una futura guerra de guerrillas, pero no va a alterar tanto al equilibrio de fuerzas. Y no es tan sencillo hacer llegar maquinaria de guerra, sobre todo pesada, al ejército ucraniano.

Otro motivo por el que pensamos que la guerra en su configuración actual será relativamente corta es que le cuesta a Putin 20.000 millones de dólares al día. Y a eso hay que añadir el impacto económico de las sanciones. Dentro de un mes la economía rusa estará sufriendo de hiperinflación, falta de recambios en la maquinaria y productos de origen occidental, incluida toda la tecnología, desabastecimiento de muchos bienes importantes y una lista de penurias que ocuparía todo un capítulo de este informe. Eso, unido a que habrá alcanzado el grueso de sus

objetivos, podría “animarle” a sentarse a la mesa de negociación y hacer algunas concesiones a cambio de reducción de sanciones.

2 ▶ Una posible guerra de guerrillas tendría un efecto muy distinto sobre los mercados que la guerra convencional que estamos viviendo ahora.

Sería el nuevo Afganistán o Chechenia de Rusia, aunque algo más llamativo por ser en Europa. Y mucho más letal para el ejército ruso de lo que lo fueron aquellos conflictos. Pero ese tipo de guerra no genera tantos titulares en los medios ni llama tanto la atención en las redes y por lo tanto no afecta tanto a las bolsas.

3 ▶ Escenario de mayor inflación pero con crecimiento, no de estancamiento más inflación (estanflación)

Lo analizamos con más detalle en el capítulo de las oportunidades, pero adelantamos que pensar que un país con un PIB similar al de España, que además no es ninguna potencia industrial ni tecnológica, vaya a ser capaz de llevar al mundo a una recesión, cuando además están en marcha planes de estímulo económico y monetario de una magnitud desconocida hasta la fecha, nos parece un poco exagerado.

Al plan de estímulo económico dirigido a la transición energética y la digitalización habrá que añadir ahora el del rearme. Y a la primero habrá que ponerle el “turbo”, incluido el nuclear.

De hecho, ahora al plan de estímulo económico dirigido a la transición energética o la digitalización hay que añadir el de rearme al que se ha comprometido la Unión Europea. Y ha creado un fondo dedicado a dicha inversión.

En lo que respecta a ir eliminando la dependencia energética de Europa, ahora que los políticos le han visto las orejas al lobo tendrán que apretar, tanto en las inversiones en energías limpias como posiblemente en la construcción de nuevas centrales nucleares. Una inversión muy importante.

Donde sin duda influirá el aislamiento económico de Rusia será en el nivel de inflación, como consecuencia de las sanciones, cuya magnitud y duración dependerán de si hay negociación o no. Pero las sanciones, una vez establecidas, le va a costar mucho a Putin que se retiren. Y occidente lo pagará con un mayor nivel de inflación, aunque pensamos que no tan grave como para impedir el crecimiento.

En resumen, le damos una alta probabilidad al escenario de mayor inflación con crecimiento y una menor probabilidad al de “estanflación”.

La cuestión de la inflación es por lo tanto la que tenemos que vigilar con más

atención. Dependerá del nivel y duración de las sanciones, lo que a su vez determinará el tipo de activos, sectores y países en los que sea interesante invertir. Por ejemplo, una inflación disparada justifica la inversión en oro incluso aunque ya haya subido. Pero si no se dispara seguramente no merezca la pena.

Lo mismo podemos decir de los bancos centrales. Si se dispara la inflación dejarán de comprar bonos mucho antes y procederán antes a subir los tipos de interés (una vez se haya recuperado el equilibrio geopolítico).

El nivel de inflación también va a depender mucho de cuál sea la actitud de los supuestos aliados energéticos de Occidente. De momento países como

Arabia Saudita y las monarquías del golfo en general no se han dado por aludidos. Hasta el punto de que se está negociando con países como Venezuela o Irán para poder aumentar la producción.

¿Sería realista esto? Como vemos en el gráfico número uno de este cuaderno, Rusia es el tercer productor del mundo, pero los esfuerzos coordinados de Estados Unidos más los países productores con capacidad extra de poner petróleo en el mercado, es decir, Arabia Saudí, Irán, Irak, Venezuela y Emiratos, serían más

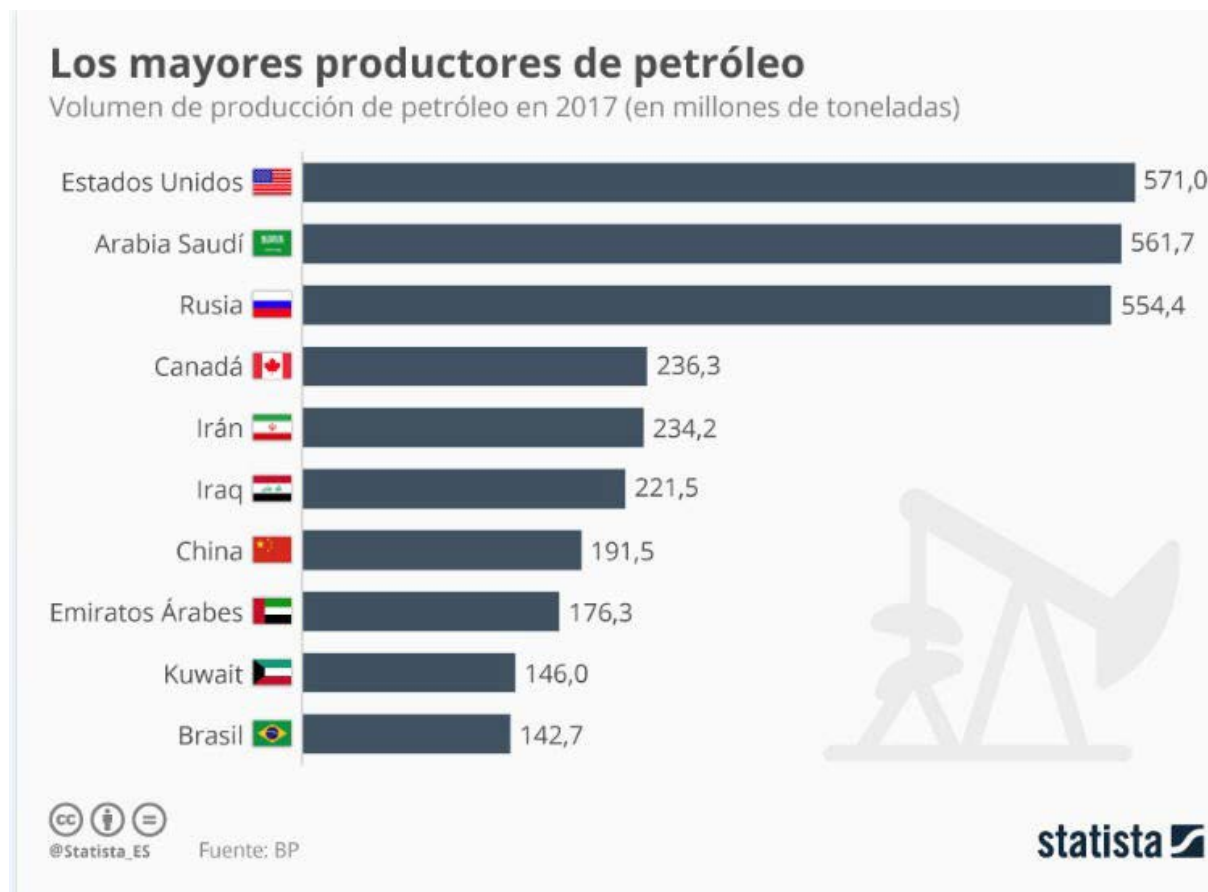
Rusia exporta a occidente 4,3 M de barriles diarios. Arabia Saudí, Irán, Irak, Venezuela y Emiratos podrían incrementar su producción en 4 millones de barriles diarios.

que suficientes para limitar la subida del precio del crudo.

Tengamos en cuenta que la suma de lo que podrían poner en el mercado todos los anteriores en un plazo relativamente corto pone 4 millones de barriles diarios y Rusia

exporta a Occidente 4,3 millones. “Ergo” se podría equilibrar la oferta y la demanda y el petróleo bajaría a niveles parecidos a los de antes de la invasión. En ese caso habría más inflación, por la vía de las materias primas y el gas, pero no tanta como espera ahora mismo el mercado.

Gráfico n.º 1: Los mayores productores de petróleo



Fuente: Statista, vía @egabrog

EE. UU. también podría incrementar su oferta vía fracking, pero Biden no quiere

problemas con los ecologistas.

Las oportunidades que crea el pánico

En los mercados hay que comprar cuando suenan los cañones y vender cuando suenan los violines.

NATHAN DE ROTHCHILD,
barón de Rothchild

Aunque ahora parezca mentira y suene raro decirlo, la guerra acabará. O por lo menos el enfrentamiento militar masivo que estamos viendo ahora mismo. En el capítulo anterior hemos explicado por qué somos de esa opinión.

Como inversores tenemos que plantearnos las oportunidades que pueda estar generando este conflicto en los mercados financieros. Y lo primero es valorar cuál es el impacto del aislamiento de Rusia de la economía global, que es básicamente el objetivo de las sanciones.

Rusia es importante en la economía mundial a nivel de impacto inflacionista, especialmente en Europa, pero no tanto en la actividad económica. Como podemos ver en la tabla número uno, los motores de la economía mundial son otros. Rusia tiene un peso solo ligeramente superior al de España y, además, una gran parte de su PIB son materias primas, petróleo y minerales. No es una potencia industrial, financiera o tecnológica.

Por eso decimos que sin duda su aislamiento económico tendrá consecuencias sobre la inflación (suponiendo que en una negociación “de posguerra” no se levanten algunas de esas sanciones).

Pero lo que estamos viendo en los mercados es que se le está dando una importancia económica que no corresponde con la realidad.

Tabla n.º 1: Rusia no es tan importante en la economía mundial.

Pos. ↕	País	PIB nominal (millones de USD) ↕
	Mundo	102 404 010
1	 Estados Unidos	24 796 076
2	 China	18 463 130
—	 Unión Europea	18 353 725
3	 Japón	5 383 682
4	 Alemania	4 557 350
5	 Reino Unido	3 442 205
6	 India	3 250 078
7	 Francia	3 140 031
8	 Italia	2 272 269
9	 Canadá	2 189 786
10	 Corea del Sur	1 907 661
11	 Brasil	1 810 612
12	 Rusia	1 703 527
13	 Australia	1 677 451
14	 España	1 570 910
15	 México	1 371 635

Fuente: FMI

Pero es que, además, no solo son otros los motores de la economía: es que esos motores están girando a un alto régimen de revoluciones. La economía norteamericana, por ejemplo, acaba de añadir la impresionante cifra de 678.000 empleos en el mes de febrero.

En cuanto a China, ha entrado en un proceso de relajación monetaria que debería de apoyar el crecimiento. Y va a ser quien le compre a Rusia la mayoría de las materias primas a precio de saldo, puesto que es una de las pocas vías que le va a quedar a Rusia de exportarlas.

La Unión Europea se verá más afectada, pero viene de índices de actividad en el entorno de 56 puntos (por debajo de 50 es recesión, por encima es crecimiento). Y eso que incluye el impacto de la variante ómicron del COVID. Pero la reacción de los políticos europeos, como era de esperar, es incrementar todavía más el gasto público. Y mantener la relajación fiscal. Ahora, a un plan de estímulo económico que ya era fuertísimo y unas inyecciones de liquidez que no se han visto nunca, los políticos europeos añadirán inversión pública adicional en energía y rearme, que suele ser también un importante motor económico. No será suficiente para compensar la dependencia del gas ruso y su influencia sobre los precios de la energía en Europa,

El aislamiento económico de Rusia tendrá consecuencias sobre la inflación, pero su influencia sobre el crecimiento económico será más moderada. No es un motor de la economía global.

pero seguro que se nota. Otra cosa será cuando nuestros hijos y nietos tengan que pagar esos bonos de largo plazo, bonos que por cierto se emitirán a tipos bajísimos con la “ayuda” del Banco Central Europeo.

El otro motor, que sería Japón, hace tiempo que es una economía que crece poco, pero que últimamente se está viendo beneficiada por la salida del COVID. Además, y muy importante, es un país al que incluso le viene bien cierto nivel de inflación, puesto que su mayor problema es la deflación.

En cuanto al Reino Unido, sus índices de actividad económica son actualmente superiores a los de la Unión Europea (58 en el último dato de PMI) y el impacto de la sanciones a Rusia llegará más por la vía de la inflación que por la del crecimiento.

Finalmente conviene aclarar que, aunque el riesgo de estanflación (estancamiento más inflación) es real, también es cierto que no será la primera vez que el mundo crece aunque haya un cierto nivel de inflación. Y estamos dando por hecho que Putin no conseguiría ningún tipo de reducción de sanciones en una mesa de negociación, y lo primero que querrá es dar salida a sus materias primas para obtener divisas.

► Dónde están las oportunidades

Nosotros añadiríamos algo a la frase del barón de Rothschild, y es que las guerras a nivel bursátil son como las liquidaciones por cierre de negocio: todo se vende rebajado, tanto lo bueno como lo malo.

En el caso actual diremos aquello que realmente se va a ver afectado a medio y largo plazo como consecuencia del conflicto (lo “malo”) y también lo que sólo se verá afectado en el corto plazo (lo “bueno”).

De hecho si hay una norma que se cumple casi siempre es que caídas de esta importancia y esta brusquedad casi siempre, por no decir siempre, son grandes oportunidades de compra. Lo vemos en el gráfico número 2. Es del índice Dax alemán y, como puede comprobarse, en el medio y largo plazo todas estas caídas, ya fueran rápidas y violentas —como la actual— o más pausadas, han sido oportunidades de compra.

Grafico n.º 2: El Dax y sus descensos más importantes.



Fuente: Bloomberg

De hecho, si nos fijamos, normalmente esas caídas suelen ser para apoyarse en la tendencia alcista de largo plazo del índice, que es la que hemos dibujado en color azul. Y no hace falta que llegue a tocarla, es decir, el Dax no tendría por qué caer hasta los 12.200 puntos para rebotar.

También conviene aclarar que nos hemos saltado intencionada pero ligeramente las reglas a la hora de trazar la línea, puesto que no hemos respetado el mínimo de la caída que se produjo en el peor momento de la pandemia. Hemos realizado ese ajuste porque entre el momento del hundimiento final y el del rebote pasó muy poco tiempo y, además, estamos hablando de una situación excepcional y nunca vista desde 1918 (la última pandemia global).

En otras palabras, consideramos que esa línea azul refleja correctamente la tendencia alcista de largo plazo del Dax.

Para entender dónde están las oportunidades hay que pensar como los expertos en supervivencia, que cuando los abandonan en una selva o algo así lo primero que hacen es subirse a un punto elevado para poder orientarse y establecer un rumbo.

Nosotros para orientarnos lo que tenemos que hacer es pensar dónde podemos

estar dentro de seis meses. No tenemos la bola de cristal, pero podemos realizar un cálculo de probabilidades de acuerdo con la información más seria que podamos recopilar. Es lo que hemos hecho en el primer capítulo. Y el resultado ya lo conocen: dentro de seis meses estaremos en un escenario muy distinto al actual, que en nuestra opinión será un escenario con un crecimiento bastante fuerte a nivel global y con una inflación bastante alta.

En números estamos pensando en un crecimiento global en el entorno del 4 % - 5 % y una inflación similar entre el 3 % y el 4 %, dependiendo de cuánto duren las sanciones y si se consigue o no que baje el precio del petróleo.

Si como consecuencia de estas sanciones se fuera a enquistar la inflación en la economía occidental, cuando se alcance un nuevo equilibrio geopolítico los bancos centrales tendrán

que actuar de forma rápida y agresiva para controlarla. Si, por ejemplo, el BCE ya se preparaba para hacerlo con una expectativa de inflación del 3 % para 2022 y del 2 % en 2023, imaginen cuando tengan que modificar esa expectativa y subirla como mínimo al 4 % y el 3 %, respectivamente.

En lenguaje de los bancos centrales “actuar” significa reducir al máximo las

Hay que pensar como los expertos en supervivencia: lo primero es subirse a un punto elevado, para orientarse y establecer el rumbo adecuado.

compras de bonos y subir los tipos de interés. Y ya sabemos perfectamente, porque lo hemos visto antes de la guerra, que todo lo que sea hablar de subidas de tipos y comprar menos bonos lo que hace es bajar el precio de los bonos.

Mientras dure la guerra los bancos centrales estarán atados de pies y manos puesto que no pueden empeorar la situación con políticas monetarias agresivas, pero en cuanto pase la guerra tendrán que deshacer el entuerto y eso hará mucho daño al precio de los bonos.

Por eso una oportunidad evidente la encontramos en los productos que permiten aprovechar la caída del precio de los bonos, que ahora están baratos porque el precio de los bonos ha repuntado como consecuencia del miedo, puesto que mucha gente se refugia en los bonos.

Si la guerra acaba en un nuevo Afganistán o Chechenia para los rusos, y desde luego si hubiera algún tipo de acuerdo, lo más lógico es que la población mundial siga queriéndose quitar la espina de los confinamientos y las malas noticias en general, en las que lleva viviendo mucho tiempo, y que eso se traduzca en un mayor consumo. En consecuencia, todos los sectores que se beneficien de ese mayor

consumo resultan oportunidades ahora que cae todo sin distinción.

Por otra parte, la guerra no detendrá los planes de estímulo económico y muy especialmente las construcciones de infraestructuras de todo tipo. Además ahora habrá que reconstruir Ucrania, rearmar a Europa y acelerar el proceso de transición

energética para eliminar en un plazo razonable la dependencia europea del gas ruso.

Siguiendo con los sectores, ahora mismo los bancos europeos están sufriendo toda esta situación, pero si hacemos abstracción de los bancos euro-

peos, el resto del sector financiero global no se ve tan afectado por lo que ocurra con Rusia. Y la inflación alta les beneficia, puesto que aumentan los tipos de interés y, por lo tanto, sus márgenes.

En estos pánicos cae todo, ya sean bancos, empresas que realizan infraestructuras, hoteles o casinos: todos ellos sufren. Y en esos sectores que dentro de seis meses estarán beneficiándose de un entorno económico relativamente favorable están las oportunidades.

Estas son las oportunidades que dan la rebajas, pero luego están las que genera el nuevo entorno económico. Y no nos re-

Mientras dure la guerra los bancos centrales estarán atados de pies y manos, pero en cuanto pase la guerra tendrán que actuar con decisión. Y eso hará mucho daño al precio de los bonos.

ferimos tanto a las materias primas u otros activos cuyo recorrido alcista obviamente ya está en gran parte descontado, sino a sectores o países donde todavía no se ha reflejado lo bien que les viene el nuevo escenario de mercado.

En todos los casos el timing va a ser muy importante. Los valores que hayan caído como consecuencia de la guerra y que sean interesantes de cara al medio plazo habrá que comprarlos "mientras suenen los cañones", como diría el barón de Rothschild.

Los activos, sectores o países que tienen por delante un buen recorrido porque ha cambiado el escenario y ahora el viento sopla a su favor tienen un timing diferente.

En cualquier caso hemos sacado de Twitter (perdonen la calidad) un gráfico muy interesante (el número 3) para entender a qué nos referimos, especialmente en el caso de las oportunidades. Hay que identificar en qué parte del ciclo de la caída estamos —¿miedo, pánico, rendición, desaliento?— y hasta dónde pueden caer esos activos, para así poderlos comprar al mejor precio.

Gráfico n.º 3: Los ciclos psicológicos de los inversores y las oportunidades que crean



Fuente: EsBolsa, vía @inviertacional

Gráfico n.º 4: Miedo y volatilidad generan las mejores oportunidades de compra.

*"Never bet on the end of the world. It never ends, and if it does, who will you settle the trade with?"
- Art Cashin (2009 interview)*



Fuente: MacroCharts

En cualquier caso ponemos a su disposición los servicios de [Nextep](#), donde, aparte de informarles del timing adecuado, recomendamos carteras que tendrán en cuenta todo lo anterior y le pondrán

nombre y apellidos tanto a lo que hay que comprar aprovechando el ruido de los cañones como lo que habrá que vender cuando suenen los violines.

El nuevo escenario de inversión que crearán las sanciones

No sabemos lo que durará la guerra —aunque tenemos nuestras predicciones y nuestro

cálculo de probabilidades en el primer capítulo de este “Cuaderno”—, lo que sí sabemos es que las sanciones van a durar bastante tiempo.

Incluso si hay negociación, las negociaciones duran tiempo. Y si sigue la guerra, ya hemos visto lo que le está costando a Putin invadir. Nada de guerra relámpago. Las sanciones durarán todo el tiempo que dure la guerra. Y si finalmente no acaba en una mesa de negociación sino en la victoria militar de Putin, entonces permanecerán “sine die”.

Si hay una negociación en la mesa estarán las sanciones, en cuyo caso no serán tan duraderas, ya que si Occidente quiere concesiones de Putin tendrá que ceder en las sanciones. Pero esa negociación puede durar mucho tiempo.

Invertir en materias primas era una de las ideas fundamentales de la Gran Rotación y recomendamos utilizar ETF (fondos cotizados), que son la mejor forma de invertir en índices.

El efecto estructural de las sanciones es doble:

- a. Reduce el flujo de materias primas que necesita la economía mundial.
- b. Aumenta el nivel de inflación de la economía global.

La primera de las consecuencias ya la hemos visto en el precio de las materias primas y probablemente está ya descontada en los precios ¿Quién no sabe ya que el aislamiento económico de Rusia va a suponer un recorte en la oferta de materias primas? Y lo que sabe todo el mundo ya está descontado en los precios.

Nosotros ya dijimos en su día que la idea de invertir en materias primas era una de las ideas fundamentales de la estrategia de la Gran Rotación y recomendamos la toma de posiciones vía ETFs (fondos cotizados), porque son la mejor forma de invertir en índices de materias

primas. No existen fondos indexados (tradicionales) de materias primas. Existen fondos tradicionales de gestión activa, con elevadas comisiones de gestión que en el momento en el que introdujimos esta recomendación no pensamos que merecía la pena

pagar. ¿Para que pagar una comisión de gestión activa a productos que se limitan a seguir a los índices?

Por el contrario, las bolsas de algunos países latinoamericanos probablemente todavía no han descontado el efecto beneficioso que tendrán a largo plazo las sanciones. O dicho de otra manera, que las sanciones permanecerán en el tiempo, como han permanecido en Irán u otros países sancionados.

Las bolsas de determinados países latinoamericanos probablemente no han descontado el efecto beneficioso que tendrán a largo plazo las sanciones en sus economías.

Pero ni son todas las materias primas ni son todos los mismos productores. Hay países que son más potentes en minerales y otros más en materias primas agrícolas, y estas últimas al ser Ucrania uno de los grandes productores probablemente no sufran sanciones si vienen de dicho país. Entendemos que, dominado o no por Rusia, no se querrá perjudicar al pueblo ucraniano mientras trata de reconstruir su país.

En cambio somos optimistas respecto a los minerales, aunque no recomendamos comprar justo cuando las cosas están peor y su precio ha subido. En esto el timing es importante, tanto como el tipo de fondos y ETF que puedan beneficiarse de esta situación.

Respecto al aumento de la inflación, ya hemos comentado en el capítulo anterior lo interesante que puede ser aprovechar que el miedo ha generado búsqueda de protección en los bonos para incrementar posiciones en los productos que se beneficiarán del momento en el que, cuando vuelva la tranquilidad, los bancos centrales retomen la normalización de la política económica.

Apostar contra los bonos es una de las mejores ideas posibles, puesto que si hay algo claro es que los bancos centrales van a tener mucho trabajo para controlar la inflación.

La evolución del oro dependerá de si el escenario de alta inflación es estructural o solo de un fuerte repunte de medio plazo.

La evolución del oro dependerá de si el escenario de alta inflación es estructural o solo de un fuerte repunte de medio plazo. Hasta justo antes de la guerra el oro no ha funcionado especialmente bien, probablemente

porque el mercado no se acababa de creer que la inflación pudiera estabilizarse en niveles muy superiores a los de la década anterior, cosa que probablemente haya conseguido Putin.

Misceláneo

Ya vamos viendo para que sirve —y para que no— el bitcoin

Ha quedado claro que el bitcoin no protege contra un cambio de política monetaria de la Reserva Federal de los Estados Unidos. Como vimos en el número anterior, ante la posibilidad de dicho cambio se movió en la misma dirección que el SP 500, pero con una caída mucho mayor (ver los “Cuadernos” de febrero).

Ahora también sabemos que no protege ante un incremento de la tensión geopolítica como lo hacen los refugios habituales (oro, dólar, bonos, franco suizo) y que, de hecho, en los momentos de mayor tensión bélica ha venido a caer tanto como el índice bursátil de referencia, el SP 500. Al menos en los vividos hasta la fecha.

En honor a la verdad hay que decir que el rebote que ha tenido desde mínimos ha sido muy potente y superior al del SP 500 y al de los índices europeos. Además estos últimos han caído bastante más.

Queda claro que, a efectos de refugio en momentos de pánico, el oro “de toda la vida” lo hace mucho mejor

Ahora sabemos que el bitcoin no es un activo refugio ante la tensión geopolítica. Lo siguen siendo los “de siempre”: el oro, el dólar, los bonos y el franco suizo.

mientras que el bitcoin en todo momento ha estado en negativo.

que el “nuevo oro” que se suponía que era el bitcoin. Lo vemos en el gráfico n.º 5. Y aquí solo se coge el momento inicial de la guerra. Esa tendencia ha ido a mucho más, hasta el punto de que el oro ha llegado a subir un 8 % como consecuencia del conflicto bélico

Gráfico n.º 5: El oro frente al bitcoin al inicio de la tensión Rusia – Ucrania



Fuente: Bloomberg

En cambio si se ha mostrado útil para las víctimas de un corralito, en este caso las víctimas rusas. En primer lugar porque se ha mostrado esquivo frente a los controles de capitales y la sanciones externas, en segundo porque, como vemos en el gráfico número 6, subió claramente su valor en rublos, aunque también hay que aclarar que subieron mucho más el dólar o el franco suizo.

La diferencia es que en estas dos divisas ha sido imposible realizar transacciones mientras que en el bitcoin sí ha sido posible. Un dato interesante a tener en cuenta frente a futuros corralitos, aunque suponemos que las autoridades habrán tomado nota e intentarán evitarlo. Pero es complicado controlar las transacciones en bitcoin.

Gráfico nº 6: El bitcoin, en rublos.



Fuente Bloomberg

Argumentarán ustedes que eso también ha ocurrido con el dólar o con el euro. La diferencia es que los rusos, como consecuencia de las sanciones, tienen muy difícil cambiar rublos por dólares, euros o cualquier otra divisa occidental.

A día de hoy los responsables financieros de las sanciones a Rusia no han encontrado todavía la forma de controlar de forma efectiva las transacciones en bitcoin, lo cual es lógico, puesto que una de las características de las cripto es que

puedan moverse fuera del sistema tradicional.

Estoy seguro de que los rusos que cambiaron sus rublos por criptomonedas están encantados de haberlo hecho y por lo tanto hay que reconocer que el bitcoin u otra cripto puede ser una buena protección frente al control de movimiento de capitales, más conocido como "corralito".

Nos queda por ver qué tal funcionan las

Viendo lo ocurrido en Rusia se puede decir que el bitcoin podría ser una buena protección frente al control de movimiento de capitales, más conocido como "corralito".

criptomonedas o el bitcoin en particular si en algún momento se pierde la confianza en un Banco Central. Hemos visto que no sirven para hacer frente a la decisión de un Banco Cen-

tral de subir los tipos de interés. Lo que no sabemos es cómo lo haría una criptomoneda si en un momento dado el mercado perdiera la confianza en lo que hace un Banco Central o una divisa. Esperamos que pase mucho tiempo antes de que podamos comprobarlo.

Renta fija

El error que no se debe cometer

Si existe una consecuencia clara de la invasión de Ucrania es que la inflación será mayor que la prevista antes de la guerra.

Rusia es uno de los mayores productores de petróleo, gas y materias primas del mundo. Ucrania lo es de trigo. El impacto del corte de suministro, bien por cuestiones logísticas en el caso de Ucrania, bien por la sanciones en el caso de Rusia, afecta al precio de todas esas materias primas. Más en caso de que las sanciones duren mucho tiempo (y viceversa).

Como es lógico, el Banco Central Europeo no quiere crear más tensión en el sistema financiero y seguramente aparcará temporalmente cualquier comentario sobre subidas de los tipos de interés. Y también aparcará el tapering (reducción de las compras de bonos que hace para inyectar liquidez en el sistema). Pero no será eternamente.

Si lo que vamos a tener es más inflación, que ya de hecho había aumentado antes de la guerra como consecuencia de la salida de la pandemia, es fácil entender

que tarde o temprano los bancos centrales tendrán que redoblar sus esfuerzos antiinflacionistas. Y a más tardar en hacerlo, más agresivos tendrán que ser, porque más descontrolada estará la inflación.

Y todos sabemos cuál es la herramienta de los bancos centrales para luchar contra la inflación: subir los tipos de interés. Y por supuesto dejar de comprar bonos, porque eso está pensado para que aumente la inflación, no para que se reduzca.

Si vamos a tener todavía más inflación, es fácil entender que los bancos centrales tendrán todavía más motivos que antes para dejar de comprar bonos y subir los tipos de interés.

En otras palabras, si en lugar de quedarnos en el corto plazo miramos a seis meses vista, el escenario con el que nos encontraremos será de mayor inflación y con los bancos centrales luchando por controlarla. Para entonces probablemente se habrá moderado la tensión geopolítica y los bancos centrales podrán actuar.

En realidad aunque los inversores compran bonos por miedo, el mercado ya descuenta una inflación mayor. En el gráfico número 7 vemos cuáles son esas expectativas de inflación para el largo plazo.

Gráfico n.º 7: Expectativas de inflación en Alemania (*)



Fuente: Bloomberg

(*) Medidas por el cupón del bono a 10 años ligado a la inflación

Si las expectativas de inflación para los próximos 10 años están en el 2,60 %, ¿qué lógica tiene que el bono alemán a ese mismo plazo tengo una rentabilidad del 0,20%?

Solo tiene una explicación: el miedo. Así que, salvo que el miedo permanezca durante mucho tiempo, cosa que evidentemente no es descartable, tarde o temprano ese desequilibrio se solucionará. Lo hará el mercado subiendo el tipo de interés de los bonos (en todos los plazos) y lo hará el Banco Central Europeo subiendo los tipos oficiales. No podrá mantener sus tipos oficiales en el 0%.

En este sentido, es interesante recordar que cuando en el año 2011 la inflación era como la que se espera ahora para los próximos años, el tipo de interés del bono alemán era del 2,50%.

Si el tipo de interés del bono alemán pasara por ejemplo del 0,20 % actual al 2 % para adaptarse al nuevo escenario de inflación —y se quedaría corto—, la caída en el precio de los bonos sería espectacular (1). Y para eso lo único que haría falta es que desapareciera el escenario bélico y reapareciera el escenario de inflación y normalización de los tipos de interés que ya teníamos antes de la guerra.

Quienes están comprando fondos de renta fija como protección hacen bien si lo hacen con una visión de protección de corto plazo y son conscientes de que solo tienen que tenerlos en cartera el tiempo que sea necesaria esa protección. Pero deben tener claro que bajo ningún concepto deben tenerlos cuando el Banco Central Europeo y la Fed redoblen sus esfuerzos antiinflacionistas.

Si antes de la guerra había dudas de que la inflación podría ser transitoria, ahora hasta la Sra. Lagarde tiene claro que, de transitoria, nada.

Tampoco son una buena idea los bonos ligados a la inflación. Aunque la cuantía de los cupones que pagan esté ligada a la inflación, son títulos de largo plazo y también cae su valor cuando cae el del resto de bonos de medio largo plazo por los tipos de interés.

Lo hemos visto recientemente: entre diciembre y los días anteriores a la invasión ha caído significativamente el valor de los bonos con vencimiento a largo plazo, por la expectativa de más inflación, tapering y futuro incremento de los tipos de interés. El valor de los bonos ligados a la inflación ha caído exactamente igual. La protección de este tipo de bonos viene del cupón, que es variable y se adapta la inflación,

Cuando en el año 2011 la inflación era como la que se espera ahora para los próximos años, el tipo de interés del bono alemán era del 2,50%. Ahora es del 0,20%.

pero no hay protección frente a la pérdida de valor de los bonos en caso de subida de los tipos de interés en el mercado.

Solo hay que ver lo que ha ocurrido con los fondos que invierten en bonos ligados a la inflación entre finales de 2021 y el periodo anterior a la guerra de Ucrania. Puestos a protegerse contra la inflación, mejor utilizar productos que se quedan

con “lo bueno” —un cupón cada vez mayor— pero “cubran” lo malo, es decir, que cubran con posiciones cortas la posición larga en bonos. Éstos productos se pueden comprar en España y en [Nextep](#) se los recomendamos desde hace varios meses a nuestros clientes en forma de ETF (no existen en formato fondo de inversión tradicional). Con muy buenos resultados.

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 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, 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 1%. 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