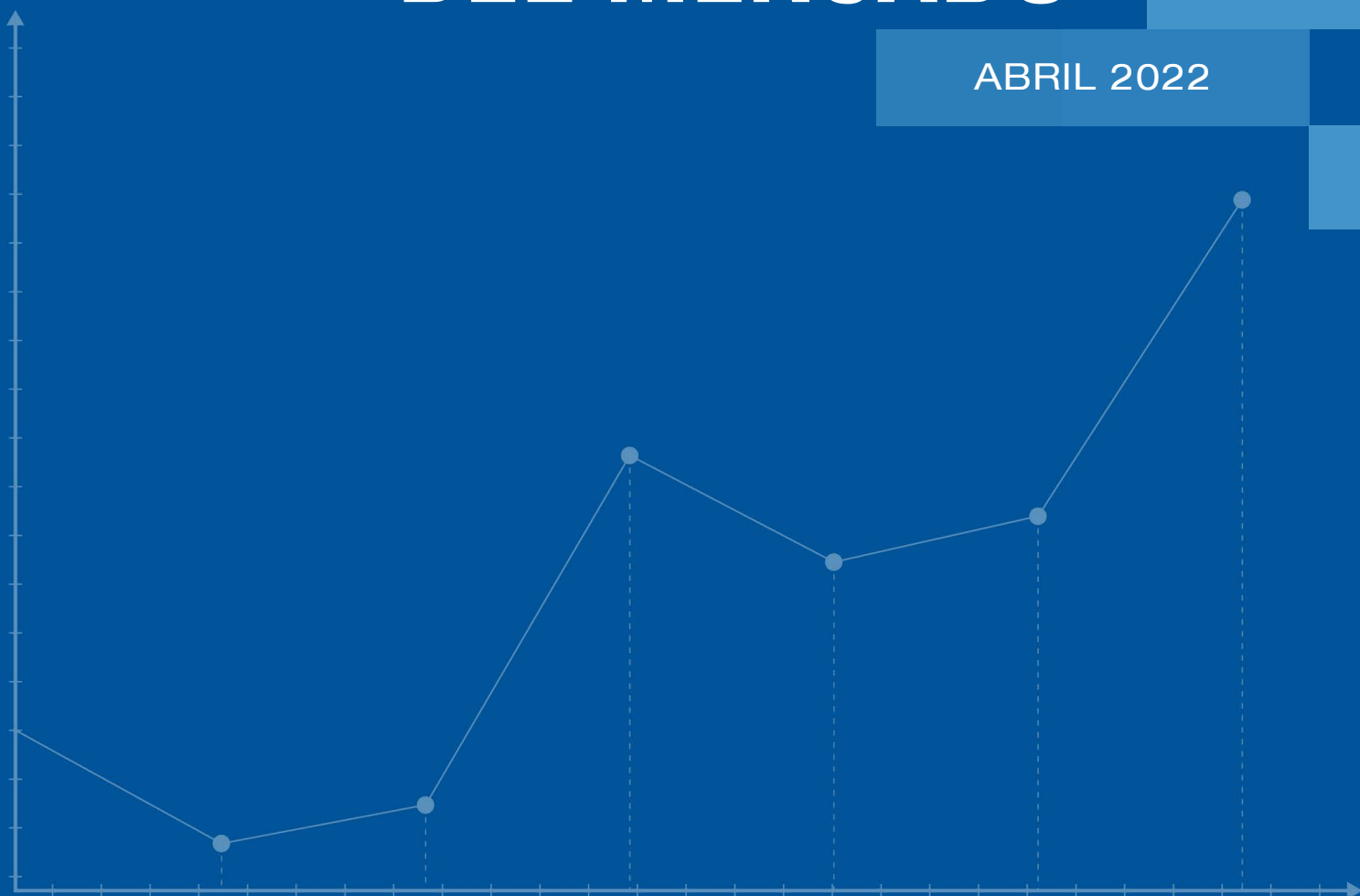


Víctor
Alvargonzález

CUADERNOS DEL MERCADO

62

ABRIL 2022



Índice

Resumen 4

Portada

Escenarios para la 2.^a parte del conflicto de Ucrania (según el RUSI) 5

Renta variable

Viene un buen año —incluso un buen ciclo— para la gestión activa 9

El mercado USA no está caro. Y menos aún el europeo 11

Ganan EE. UU., India y China, pierde la Unión Europea 14

Frente a inflación, dividendos de “Blue Chips” 16

Fondos que invierten en tecnológicas chinas: cuestión de timing” 18

Renta fija

Era una burbuja y todavía se puede aprovechar el pinchazo 21

Apéndice: notas y glosario de términos 24

Informe mensual de estrategia

correspondiente
al mes de
abril de 2022

Siempre que la evolución de los mercados depende de factores que no son puramente económicos o financieros tratamos de buscar fuentes de información y opinión expertas. Lo hicimos durante la pandemia, con muy buenos resultados, por cierto, y ahora que dependemos de la evolución de un conflicto armado nos apoyamos en expertos militares. En este cuaderno compartimos con ustedes una de esas fuentes y sus conclusiones sobre hacia dónde se dirige el conflicto de Ucrania.

Luego, y ya entrando en nuestro “negociado”, analizamos cómo nuestra idea estratégica de “La Gran Rotación” también afecta a la gestión activa, sobre todo ahora que uno de los componentes de la gran rotación, la inflación, toma especial protagonismo y afecta muy especialmente a las políticas monetarias.

Y, como cada cierto tiempo, repasamos las valoraciones, tema especialmente interesante cuando se producen correcciones.

También analizamos cuáles pueden ser a largo plazo los beneficiarios de este conflicto, la importancia del dividendo en un entorno en el que la renta fija hace aguas por todos sitios y estudiamos los valores tecnológicos chinos que, si no fuera porque hay que tener mucho cuidado con el “timing político”, serían una de las más claras oportunidades de compra del mercado.

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 solo **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,



Víctor Alvargonzález



Resumen

Un alto al fuego relativamente rápido, un empeoramiento antes de la mejora o una larga guerra de desgaste. Son los escenarios más probables en el conflicto de Ucrania.

El ratio de fondos de gestión activa que supera a sus homólogos de gestión pasiva ha pasado del 20 % habitual al 40 % actual. Y en 2022 podría aumentar.

Las correcciones acompañadas de pánico nos indican cuál es la banda baja de los precios, igual que la euforia nos muestra la banda alta.

Las empresas tecnológicas chinas representan una oportunidad increíble, pero es porque el riesgo político de esa inversión es igualmente elevado.

Tal y como dijimos, la burbuja estaba en la renta fija. Y sigue estando. La buena noticia es que se puede seguir aprovechando su colapso.

Portada

Escenarios para la 2.^a parte del conflicto de Ucrania (según el RUSI)

Como saben, en estos cuadernos también incluimos opiniones de terceros, especialmente en temas que no sean nuestra especialidad. De hecho últimamente empieza a convertirse en norma. Durante la pandemia tuvimos que apoyarnos en expertos en vacunas y epidemiología y ahora tenemos que apoyarnos en expertos en temas militares y geopolíticos.

No les negaremos que estamos deseando que los mercados vuelvan a ser tan “fáciles” como cuando las predicciones sobre la inflación, los tipos de interés, el crecimiento económico o los resultados empresariales dependían de factores económicos o financieros, y no de elementos tan fuera de nuestra especialidad.

En todo caso siempre procuramos “acompañarnos” de los mejores expertos. En esta ocasión nos apoyamos en un magnífico estudio realizado por el británico Royal United Services Institute, el más antiguo centro de estudios de defensa y seguridad del mundo, que ha publicado un artículo sobre los escenarios futuros de la guerra y que hemos considerado deberíamos trasladar a nuestros clientes y suscriptores.

Como lo seguimos desde hace tiempo hemos podido comprobar la independen-

cia de criterio de este instituto, algo muy importante porque ya sabemos que la primera víctima de las guerras es la verdad, especialmente la verdad informativa. Como es lógico, para Occidente Ucrania está ganando la guerra y para los rusos no solo no es una guerra —la llaman “operación militar especial”— sino que obviamente están consiguiendo todos sus objetivos.

Probablemente se pregunten por qué no se lo transmitimos íntegramente. La respuesta es que es muy largo y probablemente prefieran un resumen. Tampoco tenemos claro si podemos publicar un enlace —por cuestiones legales—, pero sí sabemos que si mencionamos la autoría podemos publicar un resumen, así que, sin más dilación, vamos a resumir los principales escenarios que plantea este estudio. Son muy importantes, porque que se produzca una u otra situación afectará a la evolución de los mercados financieros, especialmente en lo que referente a la inflación.

1 ▶ *Las conversaciones en vigor consiguen que se llegue a un alto al fuego de forma relativamente rápida.*

Parece que las negociaciones son cada día más serias y van tratando temas concretos en lugar de ser solo un intercambio

de acusaciones. Ya se habla seriamente de poder acordar algún tipo de neutralidad para Ucrania. Asimismo se acepta hablar de una agenda concreta para Crimea y el Donbás, con algún tipo de referéndum y un régimen político autónomo que sea aceptable para ambas partes.

El estudio insiste en que para que este escenario pueda producirse tendría que haber un “interlocutor racional en el Kremlin”. Vamos, que no tienen claro que así sea. Pero también señala que de nada serviría una actitud positiva de Rusia si Occidente no está dispuesto a ofrecerle a Rusia incentivos, lo cual yo interpretaría como que Occidente y Ucrania estén dispuestos a ceder en algo. Señala concretamente que no parece que la negación total vaya a producir cambios por el lado de Putin.

2 ▶ *Las cosas empeorarán antes de mejorar*

Cinco o seis meses más de guerra abierta, con intercambio continuo de territorios como consecuencia de acciones militares. El resultado sería una especie de empate, pero que arruinaría a Ucrania y dejaría exhausta a Rusia. En esta última el apoyo a Putin iría disminuyendo poco a poco como consecuencia de las bajas militares y las sanciones, pero también se

iría reduciendo el apoyo de la sociedad civil de Ucrania para seguir soportando sobre sus hombros el coste de la guerra.

Rusia seguramente sería capaz de mantener la posesión de los territorios ya conquistados, pero con un altísimo coste económico y humano.

Aquí introduzco yo una nota personal y es que cada vez llegaría más armamento sofisticado norteamericano, británico y de la UE en apoyo de los ucranianos. Y ese armamento sofisticado ha sido clave para detener el avance del no tan sofisticado ejército soviético.

En este escenario probablemente las élites rusas empezarían a perder el miedo a transmitir su opinión, lo cual, combinado con el malestar de la población por las bajas y por el impacto económico de las sanciones, llevaría al Kremlin a aceptar una especie de tregua

al estilo de los acuerdos de Minsk.

El resultado sería un estancamiento parecido al que ya había previamente en la zona este de Ucrania, en la que llevan ya muchos años en estado de guerra soterrada. Sería como volver al inicio, aunque con Rusia mejor asentada en el sur del país y en el Donbás, donde cuenta con la ventaja de tener el apoyo de la mayoría de la población.

Varios meses más de guerra abierta, con intercambio de territorios por las acciones militares. Una especie de empate que arruinaría a Ucrania y dejaría exhausta a Rusia.

3 ▶ *Larga guerra de desgaste*

La tercera opción sería una especie de “Siria 2. 0”, en la que Rusia se interna en una guerra larga que causa enorme sufrimiento y devastación, donde los frentes serían “fluidos” (expresión utilizada por los autores) y por toda Ucrania, con la posibilidad de que intervengan otros actores locales que creen sus propios centros de poder, algo parecido a la aparición del Isis y otros grupos dentro de Siria, apoyados y financiados a su vez por poderes extranjeros.

En este escenario la economía de Ucrania literalmente se detiene, la población tiene que sobrevivir a base de ayuda externa, es una situación de caos. Por el contrario, Rusia, que tiene muchos más recursos y una población muy superior, y teniendo en cuenta que la guerra se desarrollaría fuera de su territorio, aguantaría mejor una situación de desgaste. Pero en ningún caso conseguiría ganar la guerra. Llegados a este punto, la única forma de acabar la guerra —que no el conflicto— sería un cambio político en Rusia, que probablemente tendría que “ir incluso más allá de la salida de Putin del poder” (no sabemos a qué se refieren exactamente con esta enigmática frase en el estudio, porque no la explican, pero nos podemos hacer una idea).

La 3.ª opción es la que llaman “Siria 2. 0”. Rusia se interna en una guerra larga de desgaste que causa enorme sufrimiento y devastación, con frentes “fluidos” y nuevos actores locales.

Los autores de este estudio concluyen que esta guerra es imposible de ganar. Puede evolucionar en alguna de las formas descritas u otra que surja de forma novedosa, pero ninguno de los dos bandos está en condiciones de cantar victoria. De ahí la importancia de intentar llegar a un alto al fuego lo antes posible y evitar un deterioro mayor de la situación.

Consideran también que no se pueden poner condiciones previas demasiado estrictas para un alto al fuego, como la que pide Ucrania de que se retiren todas las tropas. Eso simplemente no va a ocurrir. También avisa que los altos al fuego no suelen llevar directamente a la paz, sino más bien a aliviar la catástrofe humanitaria.

El RUSI considera como más probable el escenario número dos, es decir, que las cosas empeoren antes de mejorar, pero que ese empeoramiento suavice las posiciones tanto de Putin, que se vería muy presionado internamente, como del Gobierno ucraniano, que también se vería presionado por el sufrimiento de su población. Y que de ahí se llegue a algún tipo de alto al fuego y que, en el mejor de los casos, ese alto al fuego lleve luego a una tregua.

El caso es que —y ya abandonamos el resumen del estudio— el fondo del problema seguirá ahí y volverá a emerger. La buena noticia —para los europeos occidentales— es que probablemente de esta nuestros gobiernos hayan aprendido y la próxima vez no les coja una dependencia energética de Rusia como la actual, una imprevisión que ha sido un auténtico despropósito.

Así que como inversores tendremos que vigilar cuán seria es la decisión europea a la hora de reducir al máximo posible su dependencia del gas ruso, porque de ello dependerá cuál sea la evolución de las bolsas europeas si no hubiera una tregua o acabáramos en el escenario n.º 3.

Tener claros los posibles escenarios militares y geopolíticos van a ser muy importante, puesto que este conflicto va a se-

guir siendo un elemento importante en lo referente a la evolución futura de los mercados en general y sectorial en particular. Sobre todo en lo referente a la evolución de la inflación, puesto que Rusia no es un actor muy importante como motor de crecimiento global, pero sí lo es como motor de la inflación global.

Como no podemos dedicar más espacio a esta cuestión en este cuaderno, les invitamos a asistir a la jornada gratuita que ofreceremos el próximo jueves 28 de abril para analizar cuáles pueden ser esos escenarios de mercado en función precisamente de estas predicciones realizadas por el instituto RUSI. Pueden apuntarse a través de la web de [Nextep](#), en el lugar que aparecerá habilitado para ello en la página principal a partir de la segunda quincena de abril.

Renta variable

Viene un buen año —incluso un buen ciclo— para la gestión activa

En los próximos meses se va a reavivar el debate gestión activa versus gestión pasiva. Y se va a reavivar porque, por segundo año consecutivo y después de una sequía que ha durado muchos años, se va a incrementar el número de fondos de gestión activa que consigue superar a sus índices de referencia. Y más importante todavía: este año se va a notar mucho que subirse a unos cuantos índices importantes no es suficiente para obtener buenos resultados en una cartera formada por fondos de inversión.

Antes de continuar, dos matices importantes. En primer lugar, aclarar que quien suscribe es consciente de que en el largo plazo son muy pocos los fondos de gestión activa que consiguen batir a sus índices de referencia y, lo que es peor, muchos fondos que se dicen de gestión activa en realidad son fondos de gestión pasiva que cobran como si hicieran una gestión activa.

En segundo lugar, [Nextep](#) es una empresa de asesoramiento financiero realmente independiente, es decir, no cobramos comisiones de los productos que

recomendamos. No tenemos ningún interés en promocionar fondos de gestión activa o de gestión pasiva. Nos interesa recomendar lo que mejor vaya a funcionar y salga más barato. Punto.

Aclarado esto, les explico por qué creo que este año los fondos de renta variable de gestión activa mejorarán ese ratio que la empresa de análisis Morningstar denomina “tasa de éxito”, es decir, porcentaje de fondos que consiguen batir a sus competidores de gestión pasiva.

En los últimos 10 años, ese porcentaje ha sido del 25 %. Y si cogiéramos los últimos 20 sería similar. Por eso digo que, a largo plazo, son pocos los fondos de gestión activa que aportan valor y justifican su elevada comisión de gestión. Ahora bien, en el corto y medio plazo hay excepciones importantes porque la economía es cíclica. Y hace un año que hemos entrado en uno de esos periodos excepcionales.

En 2021 el ratio de éxito subió al 40 %, cumpliéndose lo que dijimos al inicio del año de que, en gestión de fondos, “a río

El ratio de fondos de gestión activa que supera a sus homólogos de gestión pasiva ha pasado en 2021 del 20 % habitual al 40 % actual. Y en 2022 podría aumentar.

revuelto, ganancia de pescadores”. Y revuelto no significa que sea un año malo para la renta variable, sino que hay rotación interna en las bolsas (por activos, sectores o países).

La rotación revolvió el río y no solo hubo sectores como el financiero o las materias primas que superaron a los grandes índices de referencia e incluso al sector tecnológico, sino que estilos de gestión que parecían destinados a la extinción volvieron a la vida. Todo ello hizo que casi se doblara la tasa de éxito en los fondos de gestión activa.

Otro ejemplo de río revuelto que modificó el ratio de éxito se produjo en los años posteriores a la gran crisis financiera. Los fondos “de valor”, cuyos gestores suelen ser más hábiles en buscar gangas que en detectar empresas con potencial de crecimiento, hicieron su agosto gracias a los precios tan bajos que produjo la crisis y cuya cosecha recogieron con la recuperación.

Ahora llega una nueva tormenta que vuelve a remover el río, creándose corrientes que pueden ser muy positivas para gestores activos dignos de tal nombre. Un nuevo escenario económico en el que, a un contexto que ya era diferente al que había antes y durante la pandemia, se añade el aislamiento económico del mayor productor mundial de materias primas (y tercero de petróleo). En otras palabras, se añade

inflación. Así, el cambio será todavía mayor de lo previsto en las políticas monetarias de los bancos centrales. Si a lo ocurrido en 2021 lo llamamos en **Nextep** “La Gran Rotación”, a esto le vamos a llamar “La Gran Rotación al cuadrado”.

La inflación y su consecuencia más importante para los mercados —el cambio en las políticas monetarias de los bancos centrales— son auténticos remolinos para la rotación interna y generan grandísimas oportunidades para los gestores activos. Y, muy importante: generan fuertes cambios a nivel sectorial y en los resultados de los distintos estilos de gestión.

Pero no acaba ahí la cosa. Porque una cosa es la gestión pasiva de fondos —que normalmente suele superar a la activa— y otra muy distinta es la gestión pasiva de carteras formadas por fondos de inversión, esa que realizan las entidades que se limitan a colocar el dinero de sus clientes en unos cuantos índices grandes. La gestión activa de carteras suele superar con cierta frecuencia a la gestión pasiva (de carteras), porque siempre hay activos, sectores y países que lo hacen mejor que los índices generales y, en cuanto se les da cierto peso en la distribución de activos, se supera a los grandes índices. Y resulta que donde más se aprecia esto es cuando el río baja revuelto.

En otras palabras, si en 2020 hubo países y sectores (China y Nasdaq, por ejem-

plo) que superaron a los grandes índices y lo mismo ocurrió en 2021 (sobre todo a nivel sectorial), en 2022 se va a notar mucho más, porque el río baja bastante más revuelto. A la salida definitiva de la pandemia —que de por sí ya supone un cam-

bio— se añade otro no menos importante en las políticas monetarias de los bancos centrales. Otro año para ser activos, tanto en la selección de fondos como en la gestión de carteras formadas por fondos.

El mercado USA no está caro. Y menos aún el europeo

Lo único bueno de las correcciones es que ponen las cosas en su sitio. Y digo “corrección” por-

que, al menos según escribo, el mercado norteamericano medido por el SP 500 solo ha caído un 5 % desde máximos y el europeo un 10 %. Y este último es un nivel de caída cercano a la media (9 %) de las correcciones de los últimos 20 años. Insisto: correcciones, no mercados bajistas.

Las correcciones que mejor ponen las cosas en su sitio son las que se producen en medio del pánico, como el que se ha producido en esta ocasión. Cuando se habla en medios y redes de la tercera guerra mundial, de un enfrentamiento directo de Rusia con la OTAN y del corte del suministro de gas a Europa, estamos hablando más de pánico que de miedo.

Cuando se produce el pánico, tanto el que tenía en mente vender, como los que invirtieron y no estaban preparados para una situación así, todos venden. Se produce algo parecido al “baldeo” que se realiza en un barco de pesca al acabar la faena.

Todo esto afecta lógicamente a las valoraciones. Pero no solo porque bajen los precios, lo cual es obvio, sino porque en el mercado la valoración más realista es aquella que la gente está dispuesta a pagar.

Las empresas valen lo que los inversores estén dispuestos a pagar. Pero no es lo mismo lo que están dispuestos en momentos de euforia (caro) que en momentos de pánico (barato).

Este razonamiento pudiera hacer pensar que, en consecuencia, la valoración que se produzca en plena euforia del mercado con los múltiplos de valoración disparados es lo que vale realmente un activo. La respuesta es que sí, es lo que vale en ese momento, pero es una valoración cara.

Por las mismas, cuando la valoración se realiza en un contexto de pánico, podemos decir que estamos ante la valoración

más pesimista posible. En otras palabras, el estado de ánimo de los inversores es una muy buena indicación de cuáles son los límites de precio de un valor.

En consecuencia, tras una corrección basada en el pánico sabemos dónde se sitúa la banda baja de valoración. Y está claro que la invasión de Ucrania y el miedo casi pánico a las consecuencias nos lo han mostrado. Es una información muy interesante de cara al futuro.

Pero, además de la cuestión puramente psicológica y subjetiva del precio que se produce en el momento de máximo

pesimismo o máximo optimismo, está la cuestión objetiva de los beneficios empresariales. Recordemos que un mercado es un sitio donde se valoran las empresas y sus expectativas. De ahí la importancia de valorar los ingresos que puedan tener las empresas de cara al futuro.

Así que ahora que ya sabemos que desde un punto de vista psicológico el mercado está barato, ya que los precios actuales descuentan mucho miedo, veamos cómo lo están en base a los dos parámetros más importantes de valoración que se manejan en los mercados financieros. Los tenemos en el gráfico número uno.

Gráfico n.º 1: las empresas del SP 500 han seguido aumentando sus ingresos en 2021



Fuente: Bloomberg & Liz Ann Sonders

El gráfico nos muestra las estimaciones de ingresos de las compañías norteamericanas (índice SP 500, línea color naranja) y como se han ido ajustando al alza desde finales del año 2020.

También muestra la evolución del ratio PER (línea azul), el más conocido de los múltiplos de valoración que se utilizan en el mercado. La interpretación del PER es que, a más baja, más se está abaratando el mercado.

Nótese que se trata de un cálculo en base a cuáles eran las magnitudes al final de 2020, que sería la base 100. No se trata de cuál es el PER actual o los ingresos por acción actuales en términos absolutos, sino cómo han evolucionado en los últimos 15 meses.

El gráfico muestra que, desde finales de 2020 hasta hoy, las estimaciones de ingresos han seguido mejorando —como a lo largo de los últimos 10 años—, mientras que la corrección ha reducido los precios medidos por el PER, calculado en base a la estimación de ingresos de los próximos 12 meses.

Podría argumentarse que los ingresos de las compañías van a caer y por lo tanto cambiar la tendencia de este gráfico. Pero es que, incluso aunque la guerra de Ucra-

nia redujera en medio punto porcentual el crecimiento, la economía norteamericana estaría creciendo en el entorno del 3 % anual, tal y como pronostica por ejemplo el prestigioso Conference Board.

Una economía que crece al 3 % anual es una economía que permite a las empresas incrementar sus ingresos, igual que una economía en recesión los reduce. Téngase también en cuenta que las compañías norteamericanas no están teniendo ningún problema en pasar los incrementos de costes a sus clientes, por eso la inflación actual es tan elevada.

Respecto al crecimiento, volvemos a insistir en que el efecto de las sanciones a Rusia es mucho más por el lado de la inflación que por el lado del crecimiento, dado que Rusia no es un motor de crecimiento global (ver Cuaderno del mes de marzo).

Esto en cuanto al mercado norteamericano. El europeo se verá más afectado por el efecto de las sanciones a Rusia. Pero estamos hablando de una pérdida del 1 % en las estimaciones anteriores del PIB, lo que significa que las economías europeas no acabarían 2022 en recesión, sino que el crecimiento sería modesto y, eso sí, más inflacionista. Tengamos en cuenta que la guerra no ha anulado, sino más

Ya sabemos cuál es la "valoración del pánico" en las acciones europeas: el precio al que estaban cuando entraron los tanques rusos en Ucrania. Ahora es más de miedo que de pánico.

bien incrementado, los planes de estímulo económico. Y que ahí seguirá durante bastante tiempo la inundación de liquidez creada previamente por el BCE.

En el caso europeo la valoración vía “pánico vs euforia” es mucho más evidente, porque donde más pánico ha habido es en Europa. Si queríamos saber cuál es la valoración del pánico de las acciones europeas ya lo sabemos: el precio al que estaban las acciones europeas cuando entraron los tanques rusos en Ucrania. Así que con la reciente recuperación estamos hablando de precios no de pánico, pero sí de miedo. Es obvio que la bolsa europea todavía genera mucha cautela entre los inversores.

Más importante todavía que todo lo anterior, incluso que cualquier cálculo de PER —que en el caso europeo sería más favorable que en el norteamericano—, en Europa lo más llamativo es la rentabilidad por dividendo, que sigue siendo espectacular.

Estamos hablando de que compañías sólidas, estables y que solo en situacio-

nes excepcionales han reducido su dividendo, están pagando por tal concepto entre un 3 % y un 4 %. Y eso mientras, pese a las últimas subidas de tipos de mercado, el bono alemán con vencimiento a 5 años —que sería la referencia más lógica para el inversor de medio plazo—, solo paga un cupón del 0,50 %.

Evidentemente el valor de las acciones podría caer, pero es que el de los bonos también. De hecho son muchas las probabilidades de que así sea, por motivos que ya hemos explicado ampliamente en cuadernos anteriores y sobre los que volvemos en el último capítulo de este. Eso o esperar al vencimiento.

Pero no conviene desviarse: a la hora de las valoraciones dividendo vs cupón no se tienen en cuenta ni los vencimientos ni que se trate de renta fija o variable, sino de cuál es la diferencia tipo de interés versus dividendo. Y está claro que en Europa es todavía muy favorable a las acciones (renta variable).

Ganan EE. UU., India y China, pierde la Unión Europea

Las sanciones a Rusia tienen la particularidad de que hacen mucho daño al que las aplica.

Y Putin seguramente lo sabía. Sin la guerra de Ucrania, las estimaciones sobre la inflación en Europa en el medio plazo se movían entre el 2 % y 3 %. Con la guerra suben al 4 % - 5 %, eso si la guerra es corta y en las negociaciones se relajan esas sanciones. Si no se relajan, esas es-

timaciones se van a quedar muy cortas. En cuanto al corto plazo, qué les vamos a contar, si en España estamos a dos décimas de una inflación de dos dígitos y el resto de Europa no anda muy lejos.

Pero no todos los sancionadores sufren por igual. Quien paga la mayor parte de la factura de las sanciones es Europa, dada su mayor dependencia de las materias primas que exportaba Rusia y muy especialmente de las materias primas energéticas.

En cambio, Estados Unidos sufre mucho menos puesto que su dependencia energética es mucho menor y encima obtiene grandes beneficios políticos y geoestratégicos de esta situación. Es más, se convierte en un lugar más atractivo para invertir que la vieja Europa, a cuya carga burocrática y regulatoria y su indigencia digital se añade ahora tener de vecino a Putin, que además es su principal proveedor de energía. Menudo panorama.

Pero además de EE. UU. hay otros dos ganadores: India y China. Rusia tiene que dar salida a su enorme producción de materias primas, petróleo y gas incluidos, y los únicos que tienen fuerza para desafiar a Occidente y comprar esa producción sin problemas son India y China.

La situación es especialmente atrac-

tiva para China, que es una máquina de devorar materias primas. Hasta tal punto que lleva décadas diseñando su estrategia política con la prioridad de hacerse con recursos naturales por todo el globo, especialmente en África y Sudamérica.

Ahora tendrá todas las que necesite a precio de saldo (literalmente) de Rusia.

¿Significa esto que hay que invertir ya en China? ¿Y en India? Vayamos por partes. Como saben

nuestros clientes de [Nextep](#), hace tiempo que abandonamos China como destino de inversión, justo a tiempo para evitar la mala evolución que ha tenido este mercado en los últimos meses. Y en nuestra opinión es un poco pronto para plantearse volver. Antes tenemos que estar seguros de que China:

- a. No pretende seguir con la purga del sector empresarial, que tanto ha asustado a los inversores.
- b. No será objetivo de sanciones por parte de EE. UU. por alinearse en exceso con Putin.

En esta ocasión el timing importa. Y mucho. Está claro que China quiere jugar a dos bandas, es decir, aprovecharse de la debilidad y necesidades de Putin sin perder el acceso a la tecnología nortea-

No todos los sancionadores sufren por igual. Quien paga la mayor parte de la factura de las sanciones es Europa, dada su mayor dependencia de Rusia.

americana o sus mercados de capitales. Es un equilibrio difícil y habrá que estar atentos para ver hacia dónde se equilibra la balanza, o si al menos se mantiene equilibrada.

Respecto a India, no ha dejado nunca de ser un mercado interesante y podría cobrar interés adicional. Si alguien ha utilizado nuestro servicio de consultas sobre fondos concretos habrá comprobado que los fondos que invierten en India aparecían como “aceptados”, no como “recomendados”. Qué duda cabe que hay que empezar a mirar a India como una buena alternativa de inversión a medio plazo como consecuencia de lo mucho que va a conseguir a cambio de seguir apoyando a Putin, con la ventaja de que nadie se lo echa en cara, como ocurre con China.

Frente a inflación, dividendos de “Blue Chips”

¿Sabían ustedes que la Coca-Cola nunca ha dejado de pagar un dividendo y que ese dividendo nunca ha sido inferior al del año anterior y en todo caso superior?

¿Y que ahora mismo es del 3 % sobre el valor de la acción? Pero es que resulta que, si miramos hacia Europa, el dividendo medio de los valores que componen el índice Eurostoxx 50 también es del 3 %, es decir, ni siquiera hay que acertar en

Pero insistimos: cuidado con el timing. Si, por ejemplo, nos planteamos reducir posiciones europeas para aumentarlas en emergentes o en India, habrá que hacerlo cuando la bolsa europea haya recuperado todo aquello que pueda recuperar como consecuencia de una mayor tranquilidad “en el frente”. Ya hemos visto cómo sube la bolsa europea cada vez que se habla de que aumentan las probabilidades de un alto al fuego.

Antes de acabar, un matiz: que Europa tenga económicamente poco futuro a largo plazo no significa que no pueda tener cierto futuro bursátil a corto plazo como consecuencia de determinados factores temporales. Lo vemos a continuación, en el próximo capítulo.

elegir una compañía que pague un buen dividendo, basta con comprar el índice. Y que decir del índice FT 100 de la Bolsa de Londres, donde el dividendo medio es del 4 %.

En el caso del Eurostoxx 50 es fácil encontrar compañías muy sólidas que pagan dividendos muy estables en el tiempo que superan esas cifra, por ejemplo BASF, BMW o la compañía de seguros Zúrich, entre otros. Y todas ellas cotizan por encima de donde estaban hace cinco o diez años, es decir, han generado dividendos y no han generado pérdidas por minusva-

lías. De hecho han generado plusvalías. Y algo parecido se puede decir del índice principal de la Bolsa de Londres.

En el otro lado de la carretera, el de los fondos de renta fija, ahora solo dan pérdidas. Hasta un 11 % lleva perdido desde máximos el índice Barclays de renta fija global. Y un 8 % su equivalente norteamericano, lo mismo que el europeo. Ha quedado claro que no nos equivocamos el día que dijimos que la burbuja estaba en la renta fija y no en la renta variable, la cual, si no hubiera sido por la guerra de Ucrania, seguiría en máximos históricos. Incluso con la guerra, el índice MSCI World de renta variable global ha caído menos que el de los bonos (- 4%).

Los bonos tienen muchas probabilidades de seguir cayendo, sobre todo en Europa, ahora que su principal comprador, el BCE, va a dejar de comprarlos. Y encima va a coincidir con el momento en el que suba los tipos de interés oficiales. Recordemos que el precio de los bonos se mueve a la inversa de lo que hagan los tipos de interés (1). Y pese a que han subido los tipos, si compras directamente un bono español con vencimiento a medio plazo y descuentas los gastos del intermediario financiero, te queda en el entorno del 1 % y además tienes que mantener la inversión durante 10 años.

La estrategia es sencilla: hacer lo que hacían nuestros abuelos. Comprar unas acciones que den un buen dividendo de empresas que casi nunca lo hayan reducido y sentarse a cobrar.

Otra enorme ventaja de invertir en acciones que tengan un buen dividendo que además sea estable es que los dividendos suelen adaptarse a la inflación. Aumentan lo que aumente la inflación para evitar que el accionista vea reducida la rentabilidad real de su inversión, que es la rentabilidad nominal menos la inflación. Más todavía si la compañía obtiene buenos resultados e incrementa por este motivo su dividendo.

Por el contrario, los intereses de los bonos no se incrementan de año a año en función de la inflación, salvo que se trate de bonos ligados a la inflación, con el inconveniente de que dichos bonos pierden valor cuando suben los tipos de interés, ya que suelen ser bonos de muy largo plazo. Para comprobarlo solo tienen que ver cuál ha sido la rentabilidad en los últimos seis meses de los fondos que invierten en bonos ligados a la inflación.

La estrategia de inversión es muy sencilla: hacer lo que hacían nuestros abuelos. Comprar una cesta de acciones con un buen dividendo de empresas que nunca o casi nunca lo hayan reducido y sentarse a cobrar dicho dividendo sin preocuparse demasiado por los avatares de la evolución bursátil del valor. Y la historia demuestra que, aunque haya muchas oscilaciones, en el largo plazo esas accio-

nes no suelen perder valor. Y si ocurriera, que todo es posible, al menos seguiríamos cobrando el dividendo.

Está claro que entre sentarse a cobrar un cupón del 1 % durante 10 años, que es lo que nos va a dar un bono español una vez deducidos los gastos que apli-

ca la entidad financiera, o cobrar un 3 % —también neto, porque estamos hablando de valores que pagan más del 3 % de dividendo anual— sale más rentable “sentarse” en renta variable que en un bono. Especialmente cuando la inflación va a ir dejando obsoletos los cupones de la renta fija.

Fondos que invierten en tecnológicas chinas: cuestión de timing”

Aclaremos en primer lugar, que, aunque hablamos de fondos, en esta ocasión hablamos de ETF, es decir, de fondos cotizados.

Porque una de

las grandes ventajas de los ETF es que son fondos que centran el tiro, es decir, diversifican, pero puede ser dentro de un subsector o unos valores con determinadas particularidades. Se puede invertir en China utilizando fondos de inversión, pero si uno se quiere centrar exclusivamente en valores tecnológicos debe hacerlo vía ETF. Otro ejemplo de que tener una cartera de fondos tradicionales y una de ETF es algo complementario y no antagónico.

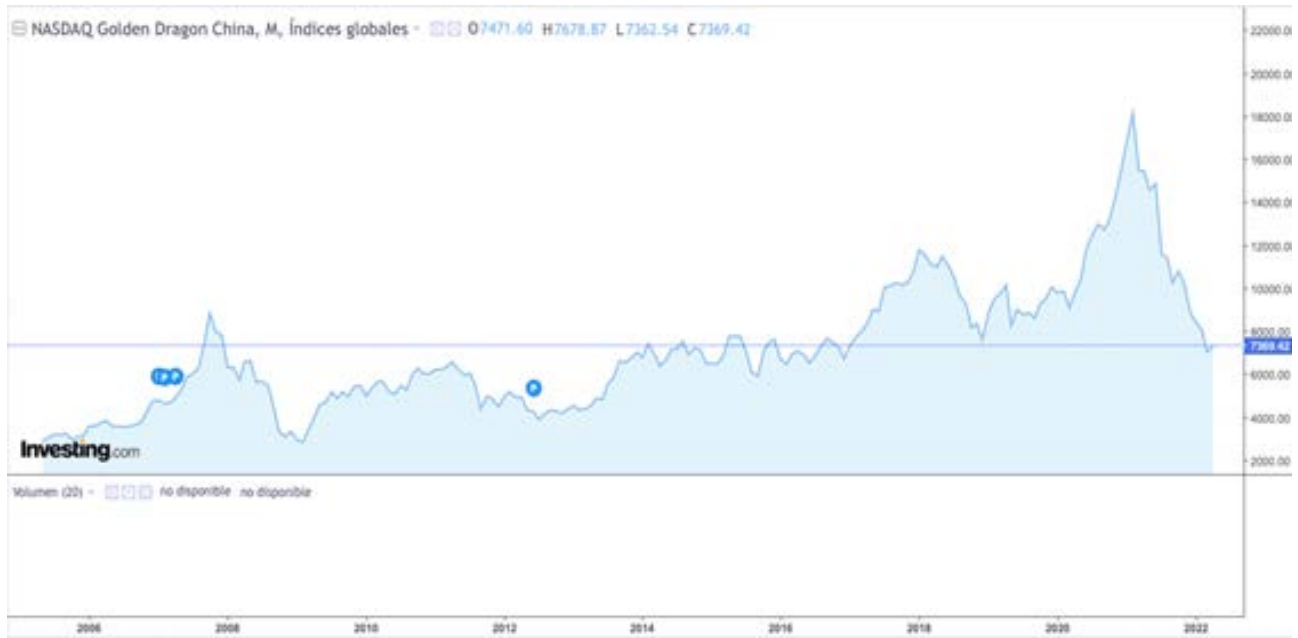
Los valores tecnológicos chinos se pueden localizar tanto en el índice Nasdaq Golden Dragon como en el índice Hang Seng de Tecnología. El primero tie-

ne la ventaja de que para cotizar allí hay que cumplir con los requisitos contables y de “due diligence” que se les exigen a los valores norteamericanos, lo cual siempre es una garantía.

En el caso del índice de Hong Kong la garantía no es tan buena en cuanto a supervisión, pero mejor que la que habría en China continental, pues el mercado de Hong Kong se creó cuando era una colonia británica y era, ha sido y sigue siendo un mercado muy importante a nivel mundial. Existen ETF para invertir en ambos mercados.

Pero, realizadas estas aclaraciones, volvamos a lo más importante, y es que los valores tecnológicos chinos están a precio de saldo. Literalmente. Lo vemos gráficamente en los que cotizan en EE. UU. (gráfico n.º 2), que es muy parecido al de Hong Kong.

Gráfico n.º 2: Valores tecnológicos chinos que cotizan en la bolsa de Nueva York



Fuente: investing.com

Solo visualmente ya se puede sacar la conclusión de que estamos ante una gran oportunidad de compra. Estamos hablando de que estos valores han vuelto a cotizaciones nada menos que del año 2008, pero sus ventas e ingresos actuales son muy superiores. Algunos incluso no existían por aquel entonces y ahora forman parte del índice, lo que normalmente aumentaría la capitalización del mismo en lugar de dejarla igual o reducirla.

¿Cómo es posible que se haya llegado a esta situación? ¿Cómo es posible que modelos de negocio tecnológicos con enorme capacidad de crecimiento coticen un 50 % o incluso un 80 % más baratos que sus homólogos occidentales? ¿Cómo es posible que Alibaba cotice a un

PER de 16 y Amazon lo haga a un PER de 52? Porque si hay algo en lo que sobresale empresarialmente China es precisamente en empresas de comercio online y tecnológicas en general.

La respuesta a estas preguntas es política. Estamos ante un problema político de doble vertiente. Por un lado, la purga que hace tiempo decidió realizar el poder político chino sobre el poder empresarial. Demasiado poder y demasiado dinero en manos de personas fuera del control del partido comunista.

El otro inconveniente que presenta ahora mismo la bolsa china, que también es político, es la cercanía del gobierno chino con Putin. Ya sabemos cómo acabó la cosa

cuando Donald Trump decidió emplear este arma en su guerra para conseguir un cambio en la relaciones comerciales entre China y EE. UU. Una escalada de sanciones no les vendría nada bien a estos valores, que ya están sufriendo la mala relación existente entre Washington y Pekín y que es uno de los motivos de la caída en vigor.

En cualquier caso, desde un punto de vista inversor está claro que estamos ante una oportunidad de oro, motivada por motivos políticos y no relacionados con la calidad y capacidad de crecimiento de las

compañías. La idea está en el radar de **Nextep** y, tan pronto consideremos que los riesgos están a un nivel asumible, notificaremos cuáles son los productos adecuados para realizar esta inversión.

Para finalizar, una curiosidad que puede ser una casualidad pero que no deja de ser interesante. Como vemos en el gráfico n.º 3, la caída del índice tecnológico de la bolsa de Hong Kong se parece muchísimo a la que tuvo el NASDAQ cuando luego se desinfló la burbuja de las empresas puntocom.

Gráfico n.º 3: La burbuja de las puntocom ¿y la de la tecnología china?



Fuente: Sofía Horta e Costa

De repetirse la historia habría que tener cuidado ante cualquier rebote, porque el NASDAQ subió un 33 % en 11 días antes de volver a caer y realmente tocar fondo.

Pero permítanme insistir en que, en el caso de los valores tecnológicos chinos, dependerá de cuál sea la evolución de los acontecimientos que provocaron la caída. En eso se va a basar nuestro timing de entrada.

Renta fija

Era una burbuja y todavía se puede aprovechar el pinchazo

En febrero del año pasado publiqué un artículo (2) en el que insistía en que la famosa “burbuja” no estaba en la renta variable, sino en la renta fija.

Quienes llevan años hablando de la famosa burbuja de la renta variable no han tenido en cuenta la variable más importante a la hora de valorar las acciones de las empresas que cotizan en un mercado, que son los ingresos de las compañías y sus expectativas de crecimiento.

Un ejemplo: el año 2021 fue el mejor para las empresas norteamericanas desde 1950. Y ese crecimiento de los beneficios empresariales lleva produciéndose casi ininterrumpidamente durante todos los años en los que se ha estado hablando de la famosa “burbuja”, con la excepción de la breve recesión que produjo el COVID —que no tuvo nada que ver con una burbuja de valoración sino con la llegada de un virus—. Lo podemos comprobar en el gráfico n.º 4.

Gráfico n.º 4: Beneficios de las empresas USA



Se interrumpió de forma muy puntual con los confinamientos, y no precisamente en las empresas donde se decía que había más “burbuja”, las que vendían online, que fueron las que mejor lo hicieron en ese periodo.

Qué duda cabe que algún día se generará una burbuja bursátil que acabará explotando y que el mercado es cíclico y acabará teniendo un periodo bajista, pero eso ocurrirá cuando se trunquen las expectativas de crecimiento de los beneficios empresariales, no porque alguien se levante una mañana y decida que hay una burbuja “porque el mercado ha subido mucho”.

Mientras miraban a la renta variable, los agoreros profesionales no se dieron cuenta de que donde se estaba creando una burbuja era en la renta fija. Y para detectarla bastaba un análisis fundamental serio, ni siquiera era necesario fabricarla mentalmente.

El grueso del dinero que inyectan los bancos centrales va, como es lógico, a la renta fija. El famoso estímulo monetario consiste precisamente en comprar bonos con dinero que fabrica el banco central, con la esperanza de que ese dinero con el que se pagan los bonos acabe en el sistema financiero y, de ahí, en la economía real.

Si acaba o no en la economía real, es indiferente a efectos de nuestro análisis. Lo importante es que se compran cantidades ingentes de bonos, se manipula el precio de los bonos al alza y, en consecuencia, los tipos de interés a la baja (2). Y cuando se manipula el precio de un activo es cuando se crea una burbuja, porque el precio no responde a la realidad sino a la manipulación.

Cuando se manipula el precio de un activo es cuando se crea una burbuja, porque al final el precio no responde a la realidad, sino a la manipulación. Y eso es lo que ha hecho el BCE.

Eso es lo que ha hecho el BCE con los bonos europeos. También lo ha hecho la Reserva Federal con los bonos norteamericanos, pero en menor medida. Las compras de bonos del BCE suponen ya un 83 % del PIB de la Unión Europea, mientras que las compras de la Reserva Federal son de “solo” un 37 %

del PIB de los EE. UU. Además ya han anunciado que van a reducir esas compras en breve —lo que se conoce como “tapering”— y a finalizarlas en un par de meses.

El caso es que en el momento que repunta la inflación los bancos centrales no pueden seguir tomando medidas creadas para generar inflación, que es para lo que se inyecta liquidez. Y es entonces cuando se derrumba el castillo de naipes de los bonos. Y con ellos la valoración de los fondos de renta fija.

Y es donde estamos. El índice global de bonos de Barclays cae un 11 % desde

máximos históricos, que para la renta fija es una barbaridad. El correspondiente a los bonos norteamericanos cae un 8 % y los bonos europeos caen aproximadamente lo mismo, pero con una importante diferencia: les queda margen de caída, ya que en EE. UU. están descontadas la mayoría de las subidas de tipos de interés y el hecho de que van a dejar de comprar bonos, puesto que ya lo han anunciado oficialmente.

Estas caídas en renta fija son el equivalente a un auténtico pinchazo de una burbuja en la renta variable o en el mercado inmobiliario. En renta variable o en el mercado inmobiliario nos parecerían relativamente normales, pero es que estamos hablando de renta "fija". Y una cosa es que no sea tan "fija" como la venden y otra muy distinta que un acti-

vo pensado para inversores conservadores caiga un 8 % en unos meses. De hecho, hacía décadas que no se veía algo así.

En el gráfico n.º 5 vemos la disfunción financiera que ha generado el BCE. Cuando en noviembre de 1981 había en Alemania una inflación similar a la actual (línea amarilla), el tipo de interés del Bundesbank (línea blanca) era del 11,4 %. Esto puede sonar excesivo, pero en realidad tiene más lógica económica que la situación actual, ya que nadie invierte en bonos para no ganar nada o, peor todavía, para perder dinero. Que es lo que ocurre ahora con los tipos de interés de los bonos alemanes en rentabilidad negativa o del "cero coma" en los plazos más largos.

Si vuelve la inflación los bancos centrales no pueden seguir tomando medidas para generar inflación (comprar bonos). Y es cuando se derrumba el castillo de naipes de los bonos.

Gráfico n.º 5: Tipos de interés del Bundesbank / BCE e inflación en Alemania



Fuente: Bloomberg, vía

La cuesti3n es que ahora los tipos est1n al -0,4 % y aunque no pensamos que en ning3n caso el nivel actual de inflaci3n sea sostenible, tampoco es sostenible pensar que vaya a bajar a los niveles previos a la pandemia o algo as3. El propio BCE espera una inflaci3n del 5 % para este a1o y del 3 % para el que viene, probablemente con una visi3n muy optimista.

Lo que est1 claro es que si la inflaci3n se va a mover en el entorno del 4 % o 5 % en los pr3ximos dos a1os no tiene ning3n sentido que los tipos de inter3s est3n en el

0 % —de hecho el -0,4 %— y que el BCE est3 comprando bonos, cosa que a d3a de hoy sigue haciendo.

Por eso en [Nextep](#) hemos estado recomendando productos que se beneficiaban del aumento de las expectativas de inflaci3n en EE. UU. y seguimos recomendando productos que se benefician de la subida de los tipos de inter3s en Europa. De hecho, y ante la confirmaci3n de nuestra hip3tesis y los buenos resultados obtenidos, hemos incrementado esta 3ltima posici3n.

Ap3ndice

Notas y glosario de t3rminos

En este informe me limito a dar mi opini3n sobre los mercados y comento, de forma gen3rica, c3mo hago mis inversiones, sin considerar m1s perfil de inversi3n que el m3o propio, el cual no tiene por qu3 coincidir con el del lector.

Este es, por lo tanto, un servicio puramente informativo y una opini3n exclusivamente personal, que trata de aportar ideas e informaci3n y no sustituye en ning3n 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 disposici3n 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. Adem1s, 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 cercano al 1,5%. 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.

(2) https://blogs.elconfidencial.com/mercados/telon-de-fondo/2021-02-17/renta-fija-abrochese-cinturon_2954403/