

Víctor
Alvargonzález

CUADERNOS DEL MERCADO

66

AGOSTO 2022



Índice

Resumen	4
----------------	---

Portada

¿Dónde estamos? (de acuerdo con las estadísticas)	5
---	---

Renta variable

Seguimiento de las condiciones para la formación de un suelo	10
Un poco de visión a largo plazo puede aportar mucho	13
Los gestores alternativos no son tan buenos como se los venden	17

Renta fija

A mayor recesión en Europa, mejor para los bonos europeos	21
---	----

Apéndice: notas y glosario de términos	22
---	----

Informe mensual de estrategia

correspondiente
al mes de
agosto de 2022

Quitando crisis financieras internacionales o virus desconocidos y altamente contagiosos, casi todo lo que ocurre en los mercados suele ser una repetición de situaciones anteriores. No es la primera vez que tenemos un problema de inflación que obliga a los bancos centrales a subir los tipos de interés y que eso genera un mercado bajista. Así que tenemos muchos ejemplos sobre qué ocurre a continuación. Hoy los analizamos como tema de portada.

En este número también tratamos la cuestión más importante actualmente: dónde puede estar el suelo del mercado. En el anterior explicamos cuáles son los elementos que permiten la formación del mismo. En este analizamos el grado de implementación actual.

A continuación escribimos sobre lo que menos interesa a los inversores: la inversión de largo plazo. Y dedicamos un capítulo a una idea de inversión a más de cinco años vista. Y para “compensar” hacemos un trabajo de rabiosa actualidad para prevenir a quienes les estén ofreciendo carísimos fondos de gestión alternativa como si fueran el “bálsamo de Fierabrás”.

Y como aquí hablamos de todo tipo de activos y muchos inversores tienen renta fija en sus carteras, les traemos una “buena” noticia: la recesión a la que se dirige con convencimiento y decisión la eurozona permitirá la recuperación de los fondos de renta fija. Pero hay que ir con cuidado, porque en la euroesclerótica Europa la recesión puede ir acompañada de inflación.

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](http://www.nextepfinance.com) 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](http://www.nextepfinance.com) 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



victoralvagonzalez.com
info@victoralvagonzalez.com

Resumen

Cada vez se cumplen más condiciones para que hayamos visto los mínimos del mercado bajista actual. Todo dependerá de qué ocurra con la inflación.

Si la inflación empieza a descender se confirmará el suelo del mercado. Y si baja más de lo previsto tendríamos un rebote de mayor magnitud. Y viceversa.

Porque de la inflación depende lo que haga la Fed y si la Fed levantara el pie del freno los mercados pisarían el acelerador.

Si las sanciones a Rusia se mantienen en el tiempo, se generará una oportunidad de inversión a largo plazo en China e India, las grandes beneficiarias de las sanciones.

La recesión le hará el "trabajo sucio" al BCE. Si Europa deja de consumir bajarán los precios. Los beneficiarios son los fondos de renta fija. Pero hay que ir con cuidado.

Portada

¿Dónde estamos? (de acuerdo con las estadísticas)

► Antecedentes históricos

La sensación que transmiten los medios de comunicación y las redes sociales es que lo que ocurre ahora no ha ocurrido nunca. Que estamos ante un desastre sin precedentes.

Es obvio que es un desastre. No puede calificarse de otra manera cuando se desploman tanto la renta variable como la renta fija. Especialmente esto último, ya que no suele ocurrir y menos en estas proporciones.

Pero también es cierto que no es una novedad. Los repuntes de la inflación y sus consecuencias —subidas de tipos de interés y debilitamiento de la economía— son parte del funcionamiento de los mercados financieros. Y las guerras son parte habitual del funcionamiento del ser humano —o más bien de sus dirigentes— y también afectan a la economía.

Es cierto que en esta ocasión se han juntado el hambre con las ganas de comer. A la típica subida de tipos que realiza la Reserva Federal de los Estados Unidos para controlar la

inflación, en esta ocasión se une una guerra que exagera el problema inflacionista como consecuencia del efecto rebote de las sanciones a Rusia.

Rusia no es Irán o Cuba: Rusia es el mayor productor del mundo de materias primas y gas y uno de los principales productores de petróleo. Como economía no “pinta” mucho, pero como proveedor de materias primas y energía es fundamental. Y si se corta el flujo de materias primas y energía como consecuencia de las sanciones, entonces surge un problema económico muy serio, especialmente si a su vez Rusia decide hacer lo mismo con el gas del que depende Europa.

La situación actual es desastrosa, pero no nueva. Los repuntes de la inflación son parte del funcionamiento de los mercados, y las guerras, inherentes al funcionamiento humano.

Insistimos en esta particularidad “política” del mercado bajista actual, porque es importante a la hora de ponernos en situación. Porque es precisamente lo que vamos a hacer a continuación.

El mercado bajista que estamos viviendo no es muy diferente de los que hemos vivido en el pasado. Lo ve-

mos en la tabla n.º 1.

Tabla n.º 1: Mercados bajistas, duración, magnitud de la caída y recuperación**Bear Market Recoveries****S&P 500 Index Length To Recover From A Bear Market**

Month of Peak	Month of Low	Length of Bear (Months)	% Decline	Length of Recovery (Months)	Recession?
August-56	October-57	14	-22%	11	Yes
December-61	June-62	6	-28%	14	No
February-66	October-66	8	-22%	7	No
December-68	May-70	17	-36%	21	Yes
January-73	October-74	21	-48%	69	Yes
September-76	March-78	18	-19%	17	No
November-80	August-82	21	-27%	3	Yes
August-87	December-87	4	-34%	20	No
July-90	October-90	3	-20%	4	Yes
July-98	August-98	1	-19%	3	No
March-00	October-02	31	-49%	56	Yes
October-07	March-09	17	-56%	49	Yes
April-11	October-11	6	-19%	4	No
September-18	December-18	3	-20%	4	No
February-20	March-20	1	-34%	5	Yes
Average For All Bear Markets		12	-30%	19	
Average Bear Market (In Recession)		18	-36%	27	
Average Bear Market (No Recession)		7	-24%	10	

Source: Ryan Detrick, YCharts 7/24/2022

Fuente: Ryan Detrick - YCharts

La tabla recoge mercados bajistas desde el año 1956 y el resumen es bien sencillo: el mercado bajista actual, que ha llegado a tener una caída del -20 %, se mueve —de momento— por debajo de la media histórica (caída del -30 %), aunque dentro de la media de mercados bajistas que no coinciden con una recesión (caída media del -24 %).

El mercado bajista actual estaría dentro de la media si la recesión norteamericana se queda en recesión leve, por debajo si hubiera una recesión más profunda.

Esto último hay que tenerlo muy en cuenta porque, aunque ahora mismo EE. UU. está técnicamente en recesión, de momento es muy leve. En realidad se podría identificar más con un crecimiento plano.

En cuanto a la duración media de los mercados bajistas (12 meses, 7 si no coinciden con una recesión), tendrían que pa-

sar algunos meses más antes de la recuperación. Pero cuidado: estamos hablando de la *media*. Ha habido mercados bajistas más cortos, es decir, que se han recuperado antes, incluso con recesión por en medio.

Ahora vamos a la cuestión más importante para quienes hayan sido bien asesorados y tengan liquidez —fondos monetarios, dinero en cuenta corriente— para invertirla cuando el mercado toca fondo, y esa cuestión es: ¿cuánto

suele durar la recuperación una vez que el mercado rebota? Porque es como decir durante cuánto tiempo va a poder “subirse” el inversor a una recuperación alcista sostenida donde ganar dinero.

La respuesta es que, en caso de que no se produzca una recesión o sea muy leve, el inversor tendrá por delante 10 meses de recuperación. En el caso de que haya una recesión “normal” la recuperación sería mucho más larga (27 meses). En otras palabras: suele haber una proporcionalidad entre la caída anterior y la duración —y magnitud— de la recuperación.

Lógicamente ustedes querrán saber qué va a pasar en esta ocasión. La respuesta es que si empezaran a bajar las cifras de inflación en EE. UU. coincidirían con un periodo bajista bursátil dentro de la media histórica, es decir, que podríamos haber entrado en la zona en la que el mercado empieza a establecer un suelo a dicha tendencia bajista e inicia su recuperación.

Si baja la inflación tenemos por delante algunos meses de recuperación. Si baja mucho, la Reserva Federal dejaría de subir los tipos de interés y tendríamos una recuperación que podría durar más de un año. Al menos esto es lo que nos cuentan las estadísticas.

Evidentemente queda en el aire la baza política, que es imposible de predecir, porque es imposible de predecir lo que se le esté pasando por la cabeza a Putin o cuál puede ser la actuación de los líderes occidentales. Pero también estamos viendo que el mercado tiene bastante descontada la situación actual y solo un cambio importante —como por ejemplo el cierre definitivo del suministro de gas a Europa— podría modificar dicha percepción.

► Pistas

Por si pudiera servir de pista, un dato importante es qué ocurre en meses posteriores en función del tipo de rebote que se produce al establecerse el suelo del mercado. Como podría llegar a ser el que se ha producido en el mes de julio (en el siguiente capítulo detallamos los motivos por los que pensamos que se ha producido y las implicaciones del mismo).

Como podemos ver en la tabla n.º 2, en función del tipo de rebote tenemos también una indicación de cuál puede ser la subida una vez se retome la tendencia alcista.

La forma y la magnitud del rebote bursátil nos dan una pista muy interesante de cara a cuál puede ser la duración y magnitud del siguiente periodo alcista.

Tabla n.º 2: Qué ocurre después de tres subidas consecutivas superiores al 1 %**Three Straight 1% Gains Could Be A Bullish Signal****S&P 500 Index Returns After Three Consecutive 1% Gains (Past 20 Years)**

Date	3-Day Return	S&P 500 Index Future Return			
		1 Month	3 Month	6 Month	12 Month
8/8/2002	8.5%	-0.3%	2.0%	-8.4%	8.0%
1/2/2009	7.2%	-10.0%	-9.6%	-3.6%	21.6%
4/2/2009	5.9%	8.7%	7.4%	23.4%	42.3%
6/1/2009	5.6%	-2.5%	9.1%	15.8%	13.6%
10/6/2011	6.0%	7.6%	9.7%	18.6%	25.4%
2/17/2016	5.3%	5.9%	6.2%	13.4%	21.9%
6/30/2016	4.9%	3.4%	2.5%	7.9%	15.5%
11/1/2018	3.8%	1.8%	-0.1%	6.5%	12.3%
3/26/2020	17.6%	9.4%	17.3%	24.8%	51.1%
11/4/2020	5.3%	7.4%	12.9%	20.9%	35.9%
3/17/2022	5.7%	-16.9%	?	?	?
7/29/2022	5.3%	?	?	?	?
Average		1.3%	5.7%	11.9%	24.8%
Median		3.4%	6.8%	14.6%	21.8%
% Positive		63.6%	80.0%	80.0%	100.0%

Source: Carson calculation, YCharts 8/1/2022
@ryandetrack



Fuente: Carson Calculation, vía @RyanDetrick

En el cálculo realizado por la empresa Carson Calculation se considera “rebote” tres subidas consecutivas superiores al 1 %.

el rebote actual se parece mucho a 8 de los 12 que se han producido en los últimos 20 años (ver tabla n.º 2).

En esta ocasión ha sido un rebote del 5,3 % lo que ha sumado en dichas tres subidas consecutivas. Si calculamos desde mínimos sería más, pero no queremos salirnos de la estadística concreta que estamos manejando (la de las tres subidas consecutivas superiores al 1 %.) Y en base a estos parámetros

Hay algo que sí sabemos: quienes siguieron nuestros consejos y acumularon liquidez están en una posición única para aprovechar la recuperación alcista que seguirá al mercado bajista.

Evidentemente ha habido casos en los que se ha subido más del 1 % en tres sesiones seguidas y el mercado luego ha vuelto a caer, como en 2009, o incluso en un rebote previo que ha habido este año. Pero en este último caso se produjo en circunstancias bastantes distintas de las actuales. Ahora están descontadas

muchas de las malas noticias que entonces o no se conocían o no se les daba una alta probabilidad de ocurrir. Y muy importante: por aquel entonces era muy difícil establecer cuál podría ser el techo de la subida de los tipos de interés mientras que ahora están descontadas las previsiones más negativas (que la subida acabe por encima del 3 % y sea casi en vertical).

Puestos a dar pistas, finalizaremos este capítulo con lo que ocurrió en el año 1981 y

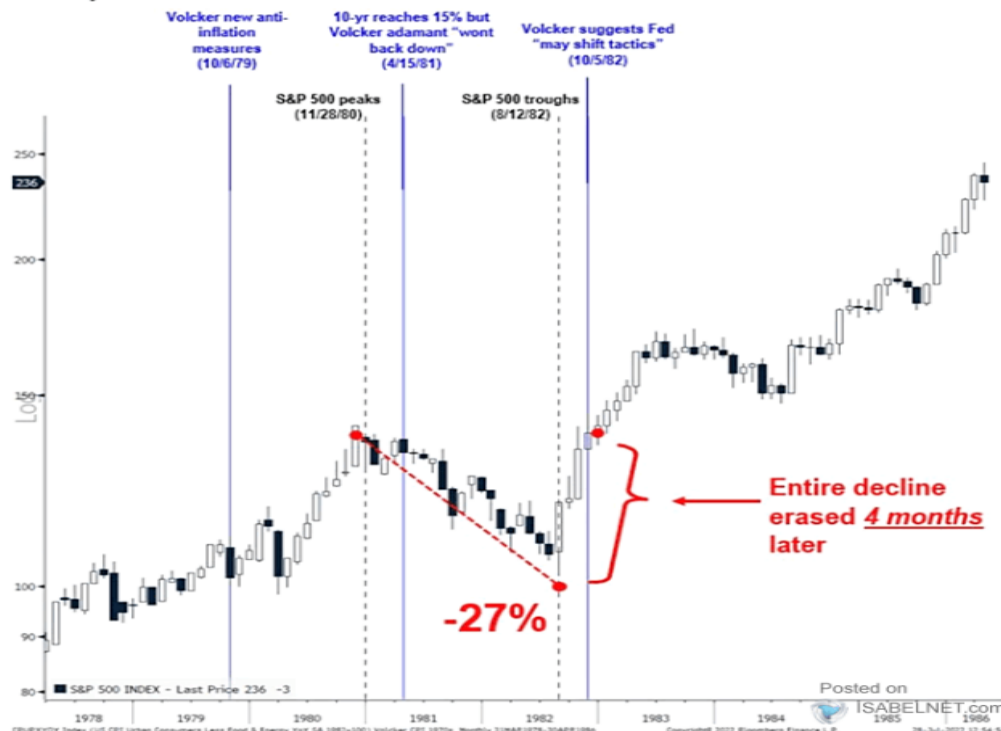
1982. Es el periodo que hizo famoso al presidente de la Reserva Federal más famoso, Paul Volcker. Y se hizo famoso porque tuvo que enfrentarse a niveles de inflación sin precedentes y consiguió doblegarla (a base de fuertes subidas de tipos).

Como vemos en el gráfico n.º 1, en aquella ocasión la consecuencia fue que el mercado perdió un 27 %, pero luego recuperó toda la pérdida en 4 meses.

Gráfico n.º 1: Mercado bajista 1981-1982 y recuperación posterior

VOLCKER: Entire bear market erased in 4 months...

Monthly 1978 to 1986



Fuente: Isabelnet.com

Pero no nos “vengamos arriba”: por aquel entonces los precios de las acciones eran muy inferiores a los actuales. Aunque también habría que decir que la subida de tipos que aplicó Volckler fue mucho más fuerte que la que se piensa que realizará la Fed.

Insistimos: son solo estadísticas del pasado y no sabemos qué nos depara el futuro. Afortunadamente sí hay algo que sabemos con seguridad: que quienes hayan seguido nuestros consejos y hayan acumulado liquidez previamente

están ahora en una posición única para aprovechar la recuperación alcista que seguirá al mercado bajista, sea del tipo que sea y tarde el tiempo que tarde en producirse.

Hemos conseguido cumplir la primera parte del plan (acumular liquidez antes de la caída). Ahora toca detectar el suelo y, si se produjera, avisar con tiempo a nuestros clientes para que puedan incorporarse al mercado y aprovechar el periodo alcista que, como ya hemos visto, siempre sigue a un periodo bajista.

Renta variable

Seguimiento de las condiciones para la formación de un suelo

En el capítulo anterior nos hemos puesto en situación y hemos analizado cuánto pueden caer los mercados en un proceso bajista, cuánto pueden durar dichos procesos y cuánto puede durar la recuperación.

Pero antes de nada hay que asegurarse de que el mercado muestra los síntomas de haber tocado fondo que enumeramos en

el cuaderno anterior. Puede resultar repetitivo, pero es que ahí va a estar la clave de la rentabilidad futura.

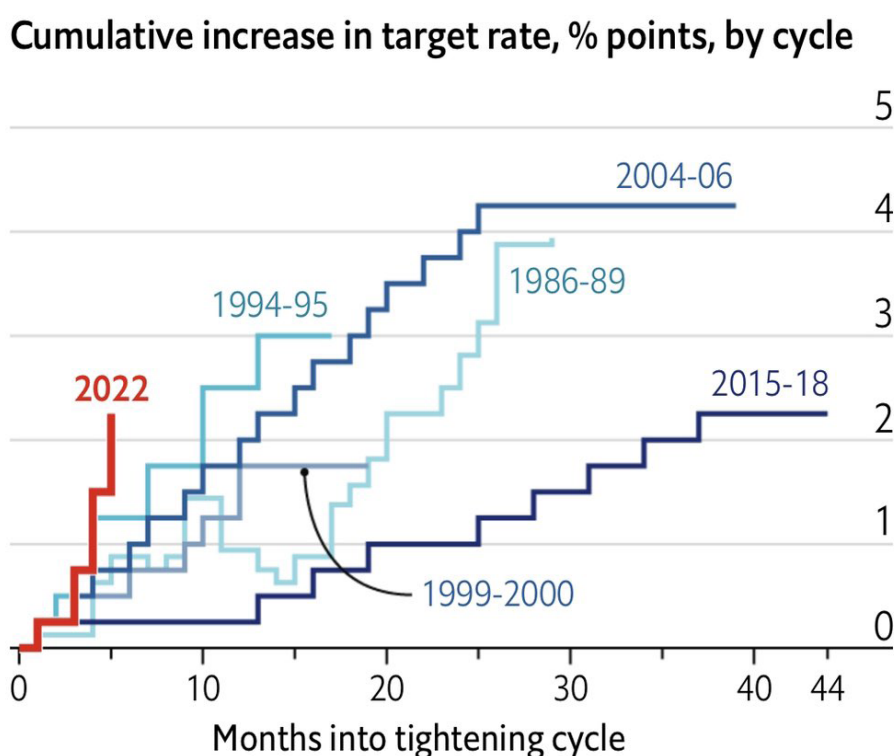
El primer síntoma es que las malas noticias dejan de afectar al mercado, las “menos malas” afectan positivamente y las buenas generan subidas espectaculares.

El primer síntoma es que las malas noticias dejan de afectar al mercado. Por ejemplo: a lo largo del mes de julio se han publicado cifras récord de inflación, la Reserva Federal ha vuelto a subir un 0,75 % los ti-

pos de interés —en la que ya es una de las subidas de tipos más rápidas de la historia, ver gráfico n.º 2— y Putin no es que amenace, es que empieza a cerrar

el grifo del gas. Pese a todo, en julio el mercado ha subido un 8 % en EE. UU. y un 7 % en Europa. Parece claro que las malas noticias ya no afectan como antes.

Gráfico n.º 2: Subidas de tipos anteriores en EE. UU. y actual (línea roja)



*Federal Open Market Committee
Sources: Bloomberg; Federal Reserve

Fuente: *The Economist* vía @rdomenechv

El segundo síntoma es que las noticias “menos malas” generan fuertes subidas. Por ejemplo, los resultados empresariales que se han publicado correspondientes al primer semestre del año. Exceptuando los de las empresas energéticas, el resto no

están siendo buenos. Pero el mercado se centra en la parte menos mala de los mismos y eso está siendo suficiente para que la bolsa USA suba con fuerza en los días en los que se publican.

El tercer síntoma es el que se asocia con el concepto de “capitulación” y que corresponde a la ausencia de papel, es decir, no es tanto que la bolsa suba porque haya muchos compradores (“dinero”), sino porque hay pocos vendedores (“papel”). Y, junto al cierre de posiciones cortas, está siendo una de las claves del rebote del mercado.

En términos generales podemos decir que aunque la bolsa USA pudiera volver a caer, se ha establecido un nivel en el cual muy malas o muy inesperadas tendrían que ser las noticias o los datos publicados para que el mercado lo rompa a la baja.

Ahora la cuestión es si el mercado volverá a caer para comprobar la solidez de ese suelo, o si retomará directamente la tendencia alcista. Dependerá de cuáles sean las cifras de inflación y por lo tanto de cuál sea la actitud de la Reserva Federal de los Estados Unidos. También dependerá de cuál sea la actitud de los políticos en relación con la invasión de Ucrania. Sobre todo con las sanciones, cuyo efecto rebote —y las respuestas de Putin— afectan duramente a la economía, especialmente a la europea.

Que el rebote tenga continuidad también dependerá de lo que se conoce

como el efecto FOMO (del inglés “Fear Of Missing Out”), es decir, del miedo a quedarse fuera. Fuera de la subida que se puede producir tras un mercado bajista (ver capítulo anterior). Habrá que estar también muy atentos a ese componente psicológico de la inversión.

Finalmente, y aunque suene un poco más anecdótico que técnico, es importante analizar cuál es la posición de consenso de analistas, periodistas y gestores, sobre todo cuando todos ellos están de acuerdo. Y la estadística nos muestra que cuando todos ellos piensan de la misma forma ocurre exactamente lo contrario. Y ahora no hay un solo analista, periodista o gestor que no sea bajista. Al menos los que expresan su opinión en los medios o encuestas. Para nosotros ese es un factor más a favor de las probabilidades de que estemos cerca del suelo del mercado.

Resultados empresariales mediocres o directamente malos están generando fuertes subidas, otro síntoma de que las malas noticias están en gran medida descontadas.

La inversión es un cálculo de probabilidades. Una balanza en la que se tienen que poner en un lado las probabilidades de los factores negativos y en el otro las de los positivos, todo ello mirando a medio plazo. Y, en nuestra opinión, a lo largo del mes de julio han

aumentado significativamente las probabilidades de que el mercado haya tocado fondo.

La estrategia de inversión tendrá que adaptarse a dos movimientos: 1) confirmación del suelo del mercado, 2) posibilidad de cambio de tendencia consistente. Y son exactamente los pasos que vamos a ir dando desde [Nextep](#) en nuestras recomendaciones.

Por supuesto no descartamos el escenario en el que todo empeora. No se puede descartar nunca. No

El tercer síntoma es la ausencia de papel: no es que haya muchos compradores ("dinero"), sino que hay pocos vendedores ("papel"). Y también se está materializando.

se puede descartar que la inflación se haya enquistado tanto en el sistema que cueste mucho más de lo previsto bajarla. Ni tampoco podemos descartar que la incompetencia de los políticos empeore todo lo relacionado con Ucrania. Por eso hay que ir por fases. Y por supuesto saber cuáles son los activos, sectores y países adecuados para el escenario negativo.

Un poco de visión a largo plazo puede aportar mucho

Normalmente todo lo que escribimos en estos cuadernos tiene una visión a corto y medio plazo.

Somos conscientes de que la gran mayoría de nuestros clientes y de los suscriptores de estos cuadernos miden la rentabilidad de sus inversiones de un año a otro. Lo que cuenta es la rentabilidad anual y salvo raras excepciones no se mira mucho el largo plazo. Como es lógico, nosotros nos debemos a las necesidades de nuestros clientes y enfocamos nuestra estrategia de inversión no solo al medio y largo plazo, sino también a obtener resultados en dicho plazo anual.

Pero de vez en cuando también tenemos que pensar en el largo plazo, porque seguro que hay inversores y suscriptores de estos cuadernos que se plantean sus inversiones con una visión a largo plazo. En el caso de [Nextep](#) también lo hacemos mediante determinadas recomendaciones de la cartera cuya visión es a más largo plazo y vía notas de análisis, que en muchas ocasiones son ideas de inversión de muy largo plazo que no tienen sitio en las recomendaciones habituales.

El cambio que va a provocar el paso de Rusia de proveedor y socio comercial de occidente a "paria" internacional (aunque en realidad solo será paria para los socios de la OTAN y aliados) abre la puerta no solo a grandes cambios geopolíticos, también a grandes cambios económicos.

Para empezar, esta situación ha provocado un matrimonio de conveniencia China-Rusia que será enormemente beneficioso para China.

Económicamente no hay nada más importante para China que garantizarse el suministro a gran escala de materias primas, petróleo y gas. Y ahora lo tendrá garantizado a precio de saldo. Por si esto fuera poco, va a sustituir a Occidente como proveedor tecnológico de Rusia.

Ya sea en el terreno industrial o en el militar, en cuestiones tecnológicas China no está muy por debajo de Estados Unidos. Y lo que no tiene lo copia. Ahora China incrementará sus ventas de tecnología a Rusia en detrimento de Estados Unidos y Europa. Moscú irá cambiando su dependencia tecnológica de Occidente por su dependencia de China, lo cual le dará a esta última más poder todavía sobre Rusia. Un ejemplo: antes de las sanciones, Rusia no aceptaba que China le pagara el petróleo y las materias primas en yuanes. Ahora sí (lo que por cierto también ayudará a mantener la cotización del yuan).

Nuestra recomendación para inversores que miren a largo plazo es que no pierdan de vista a China. No es una recomendación para poner en práctica ahora mismo, ya que por algún motivo que se

nos escapa, China está permitiendo que su economía se deteriore a marchas forzadas como consecuencia de no aplicar planes de estímulo económico y monetario para compensar los confinamientos del COVID.

Tampoco parecen muy preocupados por el hecho de que gran parte de sus promotores inmobiliarios tengan serios problemas de liquidez para finalizar sus proyectos, lo

cual es una bomba de relojería en ciernes que de momento solo ha mostrado la punta del iceberg.

Curiosamente, China podría solucionar de un plumazo todos sus problemas de crecimiento y el problema del sector inmobiliario porque tiene unas enormes reservas que le permitirían poner en marcha planes de estímulo económico que ayudarían a colocar toda esa cartera de viviendas y a finalizar los proyectos en construcción.

Por si lo anterior fuera poco, las autoridades políticas siguen en guerra con las grandes empresas tecnológicas, lo cual tampoco es muy positivo para la inversión a corto plazo.

Pero lo más probable es que tarde o temprano China reaccione y ponga en orden su situación económica, y a partir de

Rusia se va a convertir en proveedor "low cost" de petróleo, gas y materias primas para China e India. Y China se va a convertir en el principal proveedor de tecnología de Rusia.

ahí habrá que considerar que las sanciones a Rusia han sido la lotería para China.

Otro gran beneficiario es India, otra economía en desarrollo para la que el flujo de materias primas, petróleo y gas baratos es lo más importante que puede haber. Imagínense una empresa industrial a la que, de repente, se le reducen a la mitad los costes energéticos. Cómo afecta eso a su competitividad a todos los niveles. De hecho es fácil imaginarlo, porque es justo lo contrario de lo que les va a pasar a las empresas alemanas.

Además India tiene la enorme ventaja de que apoyar a Rusia en su conflicto frente a Occidente no le pasa factura, al contrario que le ocurre a China. Por diversos motivos de índole político nadie afea a India no ya que no participe en las sanciones, sino que haya incrementado masivamente sus intercambios comerciales con Rusia, tal y como ha hecho también China.

Y, aunque tiene menor importancia económica, tanto China como India se están convirtiendo en los intermediarios que permiten que la producción rusa de materias primas y petróleo acabe llegando a los mercados internacionales, dejando por supuesto una muy atractiva comisión

en estos dos países. Compran a precio de saldo y revenden a precio de mercado a nivel internacional.

Ni siquiera tienen que revender el petróleo ruso: pueden quedarse dicho petróleo para consumo interno y vender petróleo cuyo origen es perfectamente legítimo y nadie les puede acusar de revender petróleo ruso y beneficiarse del régimen de sanciones. Esto por cierto no solo lo hacen India o China, lo hacen en muchos otros países, incluido curiosamente Arabia Saudita, que ha incrementado hasta niveles récord la importación de petróleo ruso (lo usa para consumo interno y así puede vender más producción propia en el mercado).

Pero igual que no se está valorando de momento suficientemente los beneficios que van a obtener China e India de las desgracias de Rusia, tampoco se está valorando suficientemente el daño que produce en Europa el efecto rebote de las sanciones.

No es ya solo la inflación que estamos viendo en el corto plazo. Piensen en un empresario que tenga la posibilidad de montar una empresa industrial en cualquier lugar del mundo: ¿cuál es la seguridad que tiene en Europa en cuanto al sumi-

Cuando China ponga en orden su situación económica, habrá que empezar a valorar que las sanciones a Rusia son una auténtica lotería para China.

nistro energético? Mientras Rusia utilice el grifo del gas como arma, es imposible garantizar precios y suministros estables de energía en Europa. Y, aunque a todos nos gustaría, no se puede sustituir el gas ruso por energías limpias en un plazo corto del tiempo, especialmente si se ha descartado la energía nuclear.

Esta cuestión de la energía es mucho más importante a largo plazo de lo que parece. En los últimos 10 años Occiden-

te ha tenido energía hiperbarata. Y China tampoco demandaba demasiada porque producía enormes cantidades de carbón. Por su parte Estados Unidos pasó de producir 5,5 millones de barriles diarios de petróleo a producir 13 millones, gracias a la revolución del fracking, que también le permitió doblar su producción de gas natural.

Ahora estamos en la situación contraria. Y en Europa el problema energético es doble: al legítimo y loable deseo de polucionar menos, es decir, la transición energética, se une el uso de las sanciones como arma disuasoria frente a Rusia, que, con independencia de que funcione o no en Rusia, sin duda “funciona” en Europa, creando graves problemas de abastecimiento energético, tanto en la parte en las que son “voluntarias” —como dejar de comprarle petróleo a Rusia y reducir gradualmente las compras de gas— como en las involuntarias (que Putin decida cerrar bruscamente el grifo).

Como vivimos en un mundo digital y de servicios no le damos mucha importancia al abastecimiento energético, pero sigue teniéndola, y mucha. Un problema estructural de desabastecimiento o enca-

recimiento energético tendrá el mismo efecto pero a la inversa que ha tenido contar con gas y petróleo barato anteriormente.

Las consecuencias económicas también se convierten en consecuencias financieras. El efecto

rebote de las sanciones debilita al euro, lo cual es un elemento inflacionista adicional (nos sale más caro todo lo que compramos en dólares, incluido el petróleo y el gas). Y lo del euro puede ser un círculo vicioso: a peor vaya la economía europea, más cuidado tiene que tener el BCE a la hora de subir los tipos de interés y, en consecuencia, más diferencial de tipos con Norteamérica, ergo, más debilidad del euro).

En el corto plazo esto no se va a notar ni a la baja en las bolsas europeas ni al alza en las de China o India. Las europeas porque como consecuencia de la última caída están francamente baratas y las empresas europeas pagan muy buenos dividendos precisamente como consecuencia de dicha caída (a más cae el precio de una empresa, más alta la rentabilidad por dividendo). Las chinas por la poca visión de sus autoridades. Pero a largo plazo esto podría cambiar y hay que tenerlo en cuenta.

No se están valorando los beneficios que van a obtener a largo plazo China e India por las sanciones, ni el daño estructural que producirán en Europa.

¿Y Estados Unidos? Estados Unidos muy bien, gracias. Igual que Rusia ahora dependerá más de China, Europa dependerá mucho más de Estados Unidos. Gran parte de las materias primas que no pueda comprar directamente en Rusia se las comprará a Norteamérica, especial-

mente gas. Y la dependencia militar será mucho mayor puesto que ahora hay un riesgo real de que el oso ruso continúe con sus ambiciones expansionistas. El resumen de este capítulo es muy sencillo: a largo plazo gana China, gana India, gana Estados Unidos y pierde Europa.

Los gestores alternativos no son tan buenos como se los venden

Una de las formas preferidas que tiene la banca privada de mejorar sus comisiones es vender fondos de gestión alternativa (“Hedge Funds”).

Promocionados en el entorno adecuado (mucha moqueta) y por la persona adecuada (banquero privado que sepa dar “cariño”), y vendidos como fondos “superexclusivos” gestionados por supergestores, la mayoría de los clientes se quedan anonadados y no se paran a comprobar si realmente son tan buenos como dicen. Se da por hecho. Y se sienten afortunados de poder acceder a ellos. De hecho, eso es lo que les transmite el vendedor.

La realidad es que a la hora de la verdad no son tan buenos. Y lo que es peor: a veces incluso se pasa de vender humo —muy caro— a vender algo directamente fraudulento —como ocurrió con los fondos de Madoff— o algo terriblemente arriesgado, como el fondo LTCM, cuyo co-

lapso provocó una crisis financiera en la que tuvo que intervenir la Reserva Federal de los EE. UU.

Pero la idea funciona tan bien como forma de incrementar las comisiones de bancos y sociedades de valores —los vendedores— que ya le están pidiendo autorización a los reguladores españoles para vender este tipo de fondos de gestión alternativa a clientes minoristas.

El timing no es casual. Los inversores se están empezando a dar cuenta de que se pueden pagar menos comisiones en fondos tradicionales, ya sea utilizando plataformas competitivas —ver número anterior de estos cuadernos—, fondos indexados o ETF. Así que las entidades tienen que buscar fórmulas para poder cobrar comisiones más altas, y la mejor fórmula es la exclusividad.

El caso es que nadie se ha puesto a comprobar si realmente los gestores “hedge” son tan buenos, probablemente porque, ante el empuje de su superbanquero privado, al cliente le da miedo preguntar.

Pero hay gente a la que no le da miedo. No nos da miedo a nosotros porque somos analistas independientes que no cobramos comisión de los productos que recomendamos y no le dio miedo a Warren Buffett... porque es Warren Buffett.

Se apostó un millón de dólares con uno de los gestores de “hedge funds” más “megaguay” del sector. Su apuesta era que en los siguientes 10 años el SP 500 batiría a los mejores gestores alternativos que quisiera elegir dicho gestor. El gestor realizó su selección, se realizó la apuesta frente a varios testigos y 10 años después Warren Buffett era un millón de dólares

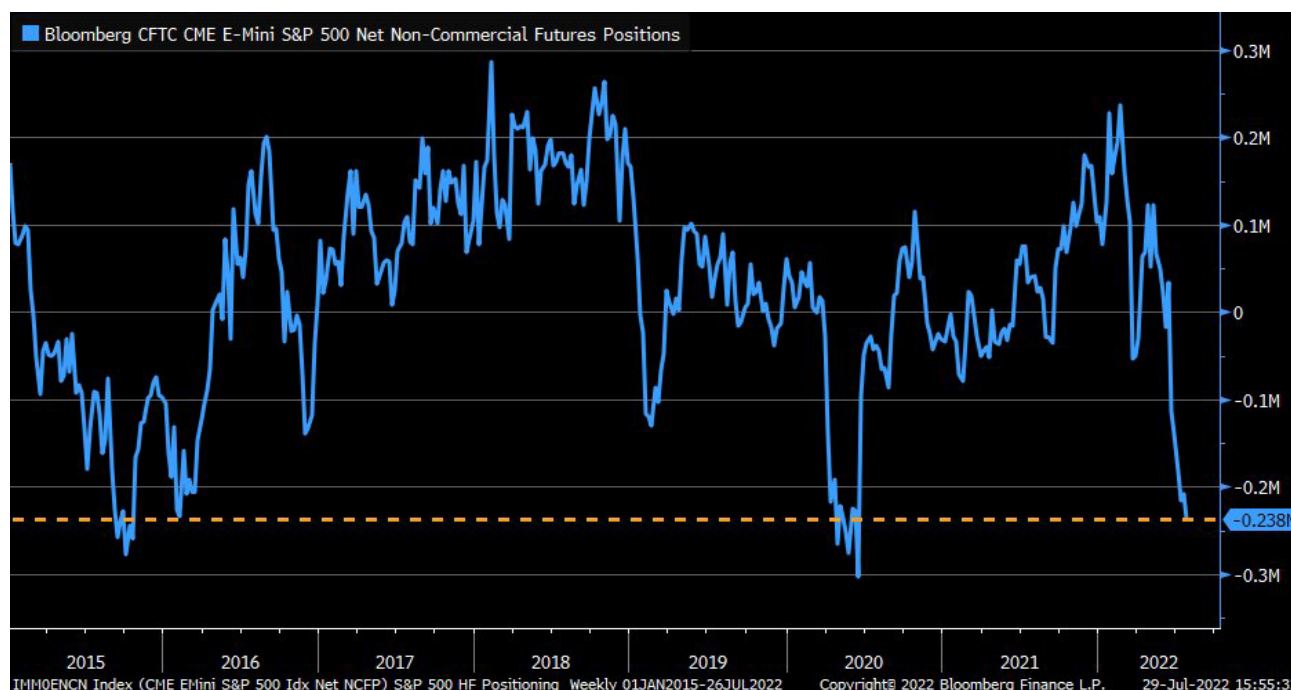
más rico (el SP 500 batió sobradamente al grupo de gestores “megaguay”).

El caso es que nadie se ha puesto a comprobar si los gestores “hedge” son realmente tan buenos. Probablemente porque, ante el empuje del banquero privado, da miedo preguntar.

Otra forma de ver qué tal lo hacen es analizar sus grandes apuestas, sobre todo aquellas que teóricamente no pueden hacer el resto de los mortales, como ha sido durante bastante tiempo la de apostar contra la evolución de un activo (ahora es sencillísimo y está al alcance de cualquier inversor).

En el gráfico n.º 3 vemos cuándo han realizado sus apuestas más agresivas contra el mercado y en el n.º 4 lo que ha hecho el mercado en dicho periodo.

Gráfico n.º 3: Apuestas “contrarias” de los “hedge funds” desde 2015.



Fuente: Bloomberg via @LizAnnSonders

Gráfico n.º 4: El índice SP 500 desde 2015

Published on Investing.com, 1/Aug/2022 - 18:36:58 GMT, Powered by TradingView.
S&P 500, Estados Unidos, NuevaYork(CFD):US500, M



Fuente: Investing

A finales del año 2015 los gestores megaguays eran terriblemente pesimistas, como podemos ver en el gráfico n.º 3. Dicho gráfico mide el nivel de posicionamiento corto de los gestores. A más abajo, más apuestan contra la evolución del mercado. En 2015 la posición neta en futuros era terriblemente bajista.

Pero, como podemos ver en el gráfico siguiente, el n.º 4, pese a algunos tropezones los siguientes años fueron muy alcistas. Solo se produjo una caída importante como consecuencia de la llegada del COVID (lo cual suponemos que no tenían previsto).

Coincidiendo con el verano del COVID también se mostraron terriblemente pesimistas (ver gráfico n.º 3). De hecho, es cuando más pesimistas fueron. Y como sabemos, a partir de ese momento el mercado se puso a subir y no paró hasta alcanzar máximos a finales del año 2021. Que fueran pesimistas en verano de 2020 tiene su lógica, pero que siguieran siéndolo a mediados de 2021, cuando ya se sabía que venía una vacuna, no demuestra mucha visión de mercado.

¿Y cuál es el posicionamiento actual? Pues como puede observarse en el gráfico n.º 3, son casi tan pesimistas como eran en 2020 y en 2015. Saquen sus conclusiones.

Otra prueba del algodón es un año como el actual. Un año donde quien se puede poner corto, es decir, apostar *contra* el valor de un activo, sector o país, tiene todas las de ganar. Porque en esta ocasión no solo han caído las bolsas, sino que ha habido sectores que han caído mucho más. Y también han caído los bonos, todos sin excepción. Teóricamente es el escenario perfecto para quien puede cubrirse (“to hedge”) o ponerse corto.

Porque además no tienen ningún tipo de limitación para la gestión multiactivos: igual que invierten contra la bolsa pueden invertir en materias primas, oro o en cualquier divisa.

Pues resulta que, teniendo todas las herramientas posibles y el mercado a favor de esa forma de gestionar, han perdido de media un 5,6 % en los primeros seis meses del año. Y hay que tener en cuenta que muchos fondos de gestión alternativa son productos conservadores o moderados, no son productos puros de renta variable.

Pero es que si nos vamos a los que serían en cierta manera comparables a fondos de renta variable puros, que serían los fondos de gestión alternativa “long short”,

resulta que han caído un 12 % de media en el semestre.

Que el índice MSCI World, que obligatoriamente tiene que ser 100 % renta variable

global, pierda un 19 % en el primer semestre de este año es lógico. Pero que gestores que pueden ponerse 100% cortos en renta variable o simplemente cubrir sus posiciones pierdan un 12 % de media es un resultado francamente malo. Y

cuando la renta variable global ha rebotado en julio, los fondos de gestión alternativa “long short” solo han subido un 1 %, frente al 7 % del índice global (la fuente de los datos de este año es el *Financial Times*, número del 3 de agosto de 2022).

Pues estos son los fondos que les van a ofrecer a los clientes de banca privada y, si nada lo impide, a clientes de banca personal. Quien avisa no es traidor.

A finales de 2015 los “hedge funds” eran terriblemente pesimistas. Y también lo eran en el verano de 2020. En ambos casos fue un error. Ahora son tan pesimistas como entonces.

Renta fija

A mayor recesión en Europa, mejor para los bonos europeos

Justo al inicio del mes de julio recomendamos vender la que ha sido una de nuestras mejores recomendaciones de los últimos 12 meses: ponerse “cortos” en bonos europeos, es decir, incluir en las carteras un fondo de inversión o un ETF que se beneficiara de la subida de tipos de interés de los bonos europeos, ergo, de la caída del precio (1).

Tras acumular una rentabilidad cercana al 14 % en dichos productos consideramos que el margen de caída en el precio de los bonos europeos se había reducido mucho, así que no solo decidimos vender sino que propusimos llevar ese dinero a un fondo que invirtiera en bonos europeos de corto y medio plazo.

El razonamiento fue muy sencillo: a más recesión en Europa, menos necesidad por parte del BCE de subir los tipos de interés, puesto que la recesión reduce el consumo de las familias y la inversión de las empresas y, aunque sea por las bravas, se acaba reduciendo así la inflación. Si ni los consumidores ni las empresas tie-

nen dinero resulta difícil subir los precios. Subirán, especialmente los que dependan de Putin y del efecto rebote de las sanciones, pero en ese caso los consumidores consumirán menos en otro tipo de bienes y servicios, donde a su vez bajarán los precios. Por ejemplo, si sigue subiendo la factura de la luz la gente saldrá menos a cenar, si sigue subiendo la gasolina la gente utilizará menos el coche, si siguen subiendo los productos alimenticios la gente comprará más congelados y menos alimento fresco, etc.

En cuanto a las empresas, se verán incapaces de trasladar a sus clientes el incremento de costes y el daño irá a la cuenta de resultados.

**A más recesión en Europa,
menos necesidad por parte
del BCE de subir los tipos de
interés. La recesión reduce
el consumo y la inversión y
bajan los precios.**

Si a esto añadimos la subida de tipos de interés que ha iniciado el BCE, podríamos encontrarnos en un círculo vicioso de recesión y subida de tipos que finalmente haga caer la inflación. Un entorno de recesión pero también de caída de la inflación mejora las perspectivas de los bonos europeos.

Esto no significa que no haya que ir con cierto cuidado, puesto que podría ocurrir que en el desastre económico que es Europa coincidieran recesión con alta inflación. Por no hablar del riesgo de fragmentación de la deuda europea, es decir, que se disparen las primas de riesgo.

Por eso no nos hemos lanzado a recomendar los bonos de mayor duración. Hay que ver primero qué ocurre con la inflación mientras Europa entra en crecimiento negativo (de esto último no tenemos la menor duda, salvo que hubiera novedades

en el conflicto de Ucrania que relajaran el régimen de sanciones que tanto daño hace a la economía europea).

Una cosa es la composición de la cartera de renta fija en un entorno de reducción de la inflación y bajo crecimiento y otra muy distinta en un entorno de recesión y alta inflación. Y también será distinta en un entorno de fragmentación. De ahí la importancia de adaptar la normalización de la inversión en renta fija a cuál sea el escenario europeo.

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 está cerca del 2 %. 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 ha desaparecido y, de hecho, los tipos de interés de los bonos están subiendo con fuerza, tal y como advertimos en su día, provocando la mayor caída en el precio de los bonos en décadas, caída que, sobre todo en el caso europeo, todavía no ha finalizado.