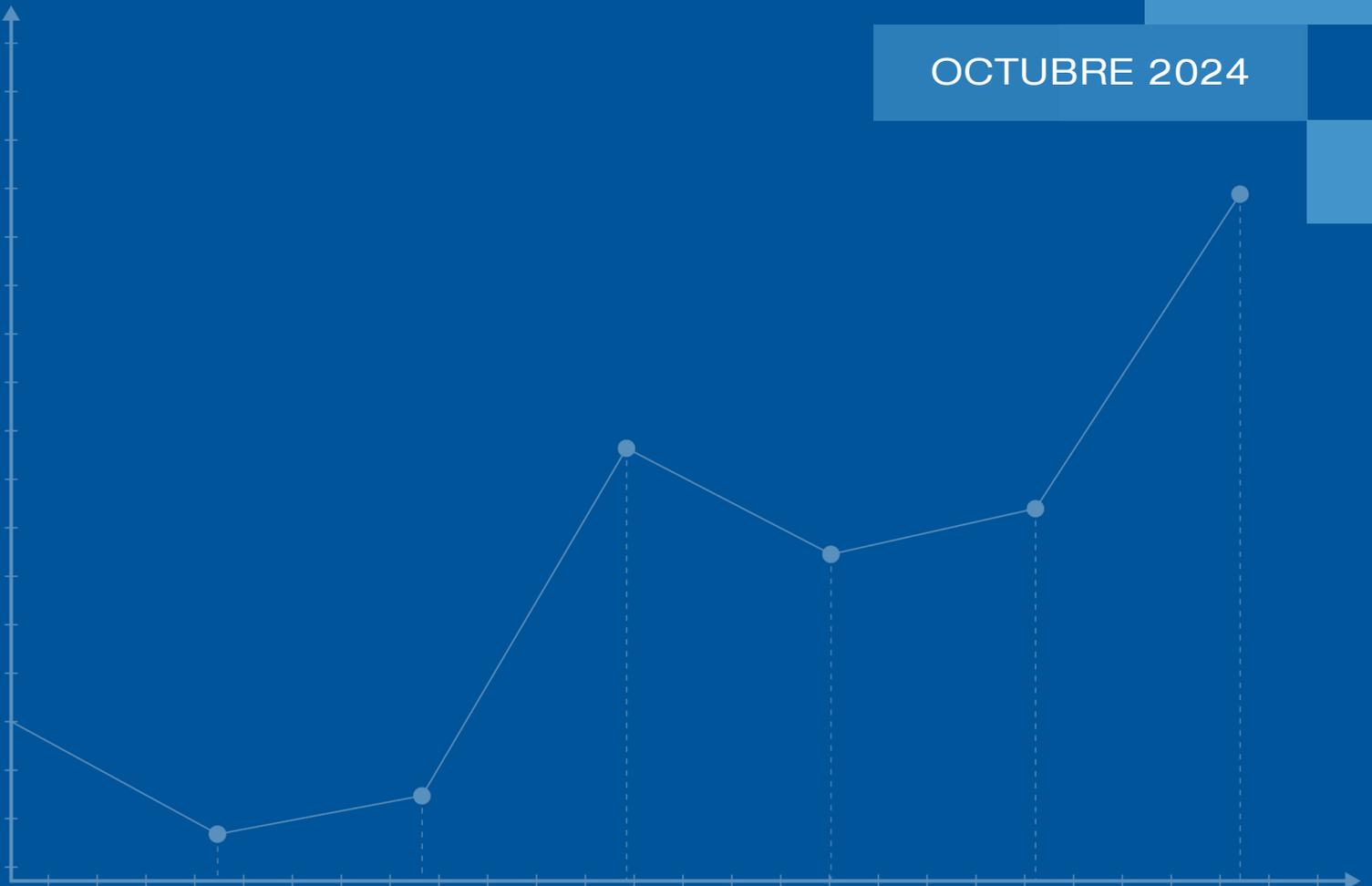


Víctor
Alvargonzález

CUADERNOS DEL MERCADO

92

OCTUBRE 2024



Índice

Resumen 4

Portada

Esto cada vez recuerda más a los 90 5

Renta variable

Datos y más datos, siempre mejor que relatos 8

Miscelánea

El gráfico que muestra que el oro no ha subido tanto 17

Notas 19

Informe mensual de estrategia

correspondiente
al mes de **octubre**
de **2024**

En los mercados, la historia no siempre se repite. Pero aporta datos muy interesantes de cara al futuro. En 1995, un periodo de bajada de los tipos de interés coincidió con un periodo de cambio tecnológico. Y ahora tenemos por delante un periodo de bajada de tipos y la llegada de la IA al tejido productivo. Una coincidencia que consideramos importante, motivo por el que le dedicamos el artículo de portada.

En el segundo capítulo confirmamos con datos que nuestra predicción de que en EE. UU. entrábamos en una economía “Goldilocks” era mucho más acertada que la visión del consenso. La gran mayoría de analistas, gestores y asesores apostaba por los extremos: o aterrizaje duro o inflación alta durante mucho tiempo. Incluso ambas cosas juntas (estanflación). Ese era el relato.

Por el contrario, hemos entrado en esa economía “ni muy fría, ni muy caliente, sino en su punto” de la descripción del té en el famoso cuento infantil. Una economía en la que no hay recalentamiento inflacionista ni recesión deflacionista. Un escenario que, de mantenerse, será positivo para la renta variable.

Y no podíamos acabar sin hablar del oro. Pocas veces se ha hablado tanto de la rentabilidad de un activo sin mirar su historia reciente. La realidad es que la rentabilidad media del oro en los últimos 4 años ha sido muy baja, porque su cotización se mantuvo plana durante mucho tiempo. Pero no es una mala noticia, porque eso deja margen para que se prolongue la subida actual, si se mantienen las causas que la han motivado.

Porque en estos “Cuadernos” le damos ideas, pero es en www.nextepfinance.com donde las tiene **con nombres y apellidos**. Estrategias de inversión personalizadas por activos, sectores y países, con fondos de inversión y ETF concretos y el timing adecuado para comprarlos y venderlos (la legislación española establece que el asesoramiento personalizado deben realizarlo entidades registradas en la CNMV, como Nextep Asesores Financieros EAF, registrada con el número 33).

El asesoramiento de [Nextep](http://www.nextep.com) se realiza **sin necesidad de que tenga usted 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.nextep.com) desde solo **60 € al trimestre** (servicio básico con cuota trimestral). Además, seguirá recibiendo estos cuadernos, porque están incluidos en todos los servicios de Nextep. Y si prefiere delegar la gestión de su cartera, tiene a su disposición nuestro [Servicio de carteras gestionadas](http://www.nextep.com).

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



Víctor Alvargonzález



Resumen

La coincidencia de una bajada de tipos unida a un gran cambio tecnológico, solo se produce una o dos veces en una generación. La última fue en 1995.

Entre 1995 y 2000 se disparó el uso de ordenadores personales y llegó Internet, coincidiendo con dos periodos de bajadas de los tipos de interés.

Ahora se inicia un periodo de bajada de tipos coincidiendo con la llegada de la IA al tejido productivo. Dinero a precio accesible unido a un aumento de la productividad.

El consenso decía que habría recesión, inflación alta por mucho tiempo, etc. Nosotros dijimos "economía Goldilocks". Parece que acertamos.

El oro ha subido mucho en los últimos meses, pero muy poco en los últimos 4 años. La buena noticia es que esto deja margen de subida.

* Importante: estos "Cuadernos", que se incluyen en todos los servicios de Nextep, también se venden por separado. Ese es el motivo por el que en alguna ocasión mencionamos las ventajas del servicio que ofrece Nextep. O los buenos resultados de nuestro asesoramiento / gestión de carteras. No se trata, por lo tanto, de "presumir" ante nuestros clientes, sino de transmitir las ventajas del servicio a quienes todavía no lo son (y obviamente nos gustaría que lo fueran).

Portada

Esto cada vez recuerda más a los 90

Puede que la historia no se repita, pero qué duda cabe de que de la historia se aprende. Y, en el caso de la economía y los mercados financieros, es muy habitual que, cuando coinciden determinados factores, mismas causas acaben produciendo efectos similares. La economía no es una ciencia tan exacta como la física, pero funciona el principio de causalidad.

Llevamos tiempo diciendo que estamos en un mercado alcista, entre otras cosas porque, tras la limpieza que se produce en los mercados entre los meses de julio y noviembre de 2023, confluyen dos acontecimientos muy importantes: que el mercado se percata de la importancia de la llegada de la inteligencia artificial (IA) a la economía y la probabilidad de que se produzca una fuerte bajada de los tipos de interés.

Lo más importante que puede suceder en los mercados es una bajada de tipos. En el momento en el que la Reserva Federal de los Estados Unidos empieza a inyectar dinero cambia todo. Y ahora ya no se trata de una probabilidad, se trata de una certeza.

Pero a medio y largo plazo hay algo más importante que una bajada de tipos: una revolución tecnológica.

Nosotros hemos dicho en muchas ocasiones que, en nuestra opinión, la llegada de la inteligencia artificial se parece mucho al momento en el que empezó a popularizarse el uso del ordenador personal. Un nivel de computación que solo estaba al alcance de la NASA o las mayores empresas del mundo se convirtió en una herramienta accesible a cualquier pequeño negocio.

¿Qué pasó entre 1995 y el año 2000 a la vez que bajaron los tipos de interés? Pues que se inició una revolución tecnológica (desarrollo del ordenador personal y llegada de Internet).

En nuestra opinión, los algoritmos de inteligencia artificial —y los robots para la industria y el trabajo basados en la IA— van a tener un impacto parecido a la generalización del uso de los ordenadores.

Habría que irse a los años 90 para encontrar una situación parecida.

En 1994, la Reserva Federal de los Estados Unidos inició una fuerte subida de los tipos de interés. Pero luego, en el verano de 1995, Alan Greenspan anunció un cambio de rumbo que sentó muy bien a los mercados. Consiguió el famoso “soft

landing” que, de momento, parece estar consiguiendo también la Fed de Jerome Powell.

Conviene recordar que, en ausencia de recesión o crisis financiera, *todas* las bajadas de tipos de interés de cierta magnitud han acabado en subidas bursátiles. De hecho, desde 1984, esas bajadas de tipos, cuando se han producido sin recesión, han generado una subida media del S&P 500 del 20 %.

Y ahora mismo no hay recesión. Podría haberla en Europa, pero en los mercados lo más importante es lo que ocurra en EE. UU., no lo que ocurra en Europa. Además, al mercado europeo de renta variable le sienta muy bien una bajada de tipos como la que va a tener que realizar el BCE.

La de 1995 no fue la única bajada de tipos en EE. UU. Hubo otra en 1998. Y entre 1995 y el inicio del año 2000 las bolsas subieron casi sin interrupción.

¿Qué pasó en la economía entre 1995 y el año 2000, además de que hubiera dos procesos de bajada de los tipos de interés? Pues que es la época en la que más se desarrollaron los ordenadores personales. Y luego llegó Internet. Nada más ni nada menos.

En otras palabras, hubo una bajada de tipos unida a una revolución industrial. Porque las revoluciones industriales se basan en grandes cambios tecnológicos.

¿Y qué ocurre ahora? Pues que entre 2021 y 2022 la Reserva Federal llevó a cabo una agresiva subida de los tipos de interés, muy parecida a la de Greenspan entre 1994 y 1995. Y que luego, curiosamente también en el mes de agosto, Powell anunció un cambio de política monetaria, que ha puesto en práctica en septiembre.

En cuanto a la revolución tecnológica, ya hemos dicho en varias ocasiones que, si bien tenemos claro que el desarrollo de la IA llevará mucho tiempo —y que probablemente el mercado ha descontado

ya en las empresas tecnológicas gran parte de los beneficios que van a obtener—, en el resto de las empresas solo acaba de empezar.

Estamos hablando de algo mucho más potente que un ordenador personal.

Algo más parecido a un asistente personal que tardará en llegar a tener la intuición o la inteligencia emocional de un ser humano, pero que aprende, aprende rápido y trabaja sin límite.

La conclusión es evidente: si la historia es un buen indicador, estamos ante una conjunción de elementos positivos que no

Estamos ante una conjunción de elementos positivos que no se daba desde el periodo 1995-2000. Y que se parece a la situación actual (bajada de tipos más cambio tecnológico).

se daba desde el periodo 1995-2000. Y que se parece mucho a la conjunción actual.

Me dirán, con razón, que el periodo 1995-2000 acabó muy mal, cuando explotó la burbuja que se había ido creando al final de dicho periodo. Y me dirán, y tendrán de nuevo toda la razón, que el calentón de la IA se parece al de las “empresas.com”.

Pero la respuesta a esa cuestión es muy sencilla: es muy probable que esto acabe mal, pero eso no significa que tengamos que perdernos lo que pueda quedar de periodo alcista, que, a juzgar por la historia, podría ser bastante.

Además, y como podemos ver en el capítulo que viene a continuación, todavía no estamos en valoraciones como las de la crisis de las “puntocom” en las empresas tecnológicas. Y para nada en el resto del mercado.

La jugada perfecta a medio-largo plazo es una jugada “Long Short”: “largos” en los sectores adecuados hasta que veamos señales de excesos* como los que se produjeron tanto antes de la crisis de las “puntocom”, y luego “cortos” cuando aparezcan los excesos que suelen crearse antes de una verdadera burbuja.

* En un número anterior de los cuadernos hicimos una descripción de cuáles son esas señales y por qué todavía no se estaban produciendo. Y es algo que vigilamos atentamente.

Y hoy en día es tan fácil apostar contra la evolución de las bolsas o de cualquier otro activo (ponerse “corto”) cómo apostar a favor (invertir / “ponerse largo”).

Evidentemente no será fácil, pero ¿quién ha dicho que ganar dinero lo sea, o que no implique ciertos riesgos? (que por otra parte, se pueden acotar mediante el perfil de Inversión).

En resumen:

- ▶ La coincidencia de un periodo de bajada de los tipos de interés con la llegada de un cambio tecnológico importante no se producía desde 1995. Cuando esto ocurre, el mercado tiene dos motores alcistas en lugar de uno, porque al dinero a precio accesible se une un aumento de la productividad.

Renta variable

Datos y más datos, siempre mejor que relatos

En el mundo de ruido en el que vivimos, en el que se fabrican constantemente relatos que nada tienen que ver con la realidad, es muy importante recordar, cada cierto tiempo, cuál es la realidad. Y en los mercados, la realidad se llama datos, no relatos.

Y los datos son los que son, por mucho que esa gente que se ha perdido la subida de las bolsas genere un relato en las redes sociales para tratar de justificar su posición. O porque los medios de comunicación sepan que lo que venden son las malas noticias, todo lo cual también genera una especie de realidad paralela que hace que mucha gente se pierda oportunidades en los mercados financieros.

Y por supuesto, también puede ocurrir justo lo contrario: que se transmite una visión irreal por ser demasiado optimista.

Así que vamos a ver qué dicen los datos.

Goldilocks

Hace ya tiempo que en “Cuadernos” anteriores dijimos que podía precisamente ocurrir justo lo contrario que pensaba el mercado: que las cosas fueran *bien*.

El mercado era mayoritariamente bajista. Nosotros no. Nos basábamos en que la tendencia de los datos era hacia una economía “ricitos de oro” (“Goldilocks”), esa que los anglosajones describen como “ni demasiado caliente, ni demasiado fría”, y que es uno de los mejores escenarios bursátiles.

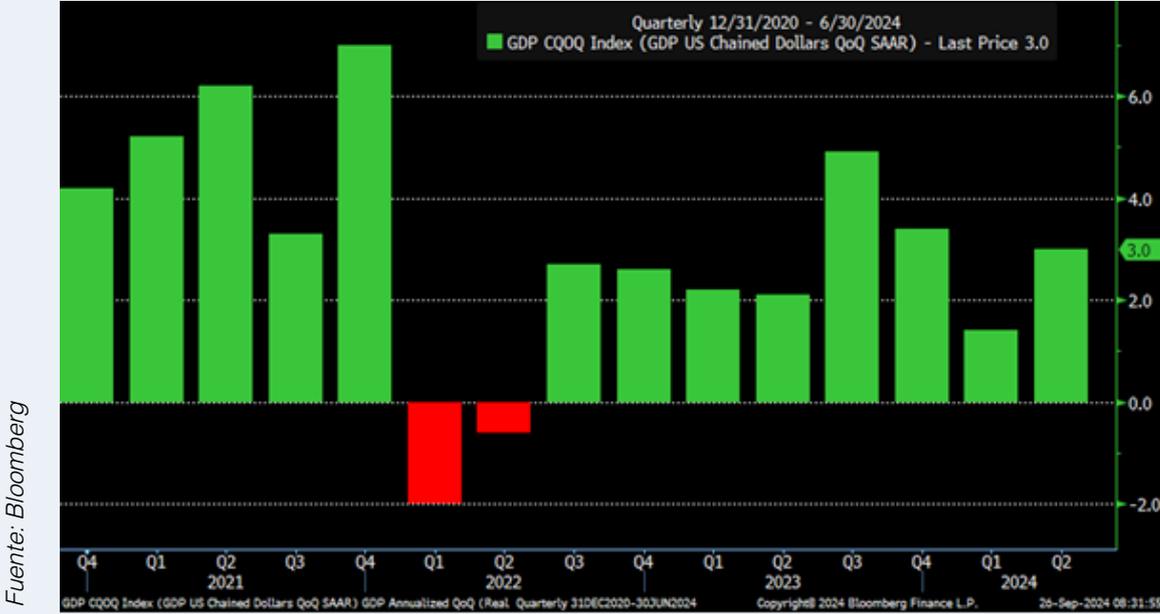
Una economía demasiado caliente acaba generando problemas de inflación y otro tipo de excesos, una economía demasiado fría lleva a estancamiento y recesión.

Vamos, por lo tanto, a ver si esa tendencia se mantiene y en qué medida los datos nos confirman si estamos, nos acercamos o nos alejamos de esa economía “Ricitos de oro”.

Empecemos por el crecimiento. La economía norteamericana presenta actualmente un crecimiento del PIB del 3 %. Lo vemos en el gráfico n.º 1.

Es exactamente la definición de crecimiento “Goldilocks”.

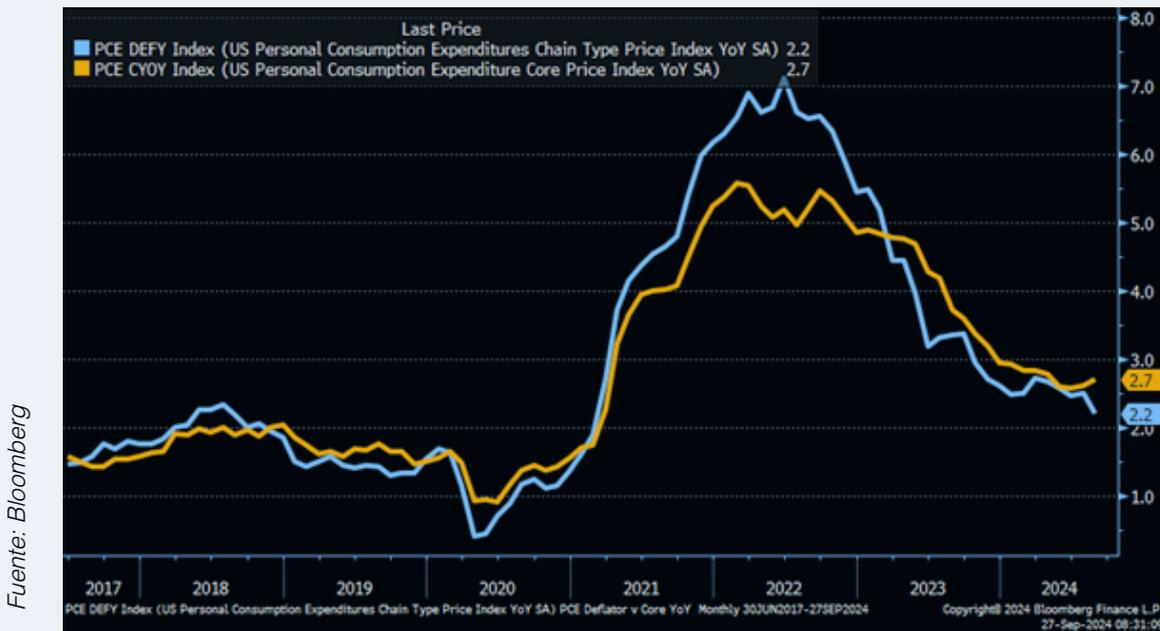
Gráfico n.º 1: PIB USA



Por su parte, la inflación medida por el PCE, el indicador preferido de la Reserva Federal, está ya en el 2,2 %. Prácticamen-

te en el objetivo del 2 %, como se aprecia en el gráfico n.º 2. También se puede considerar nivel de inflación “Goldilocks”.

Gráfico n.º 2: IPC USA



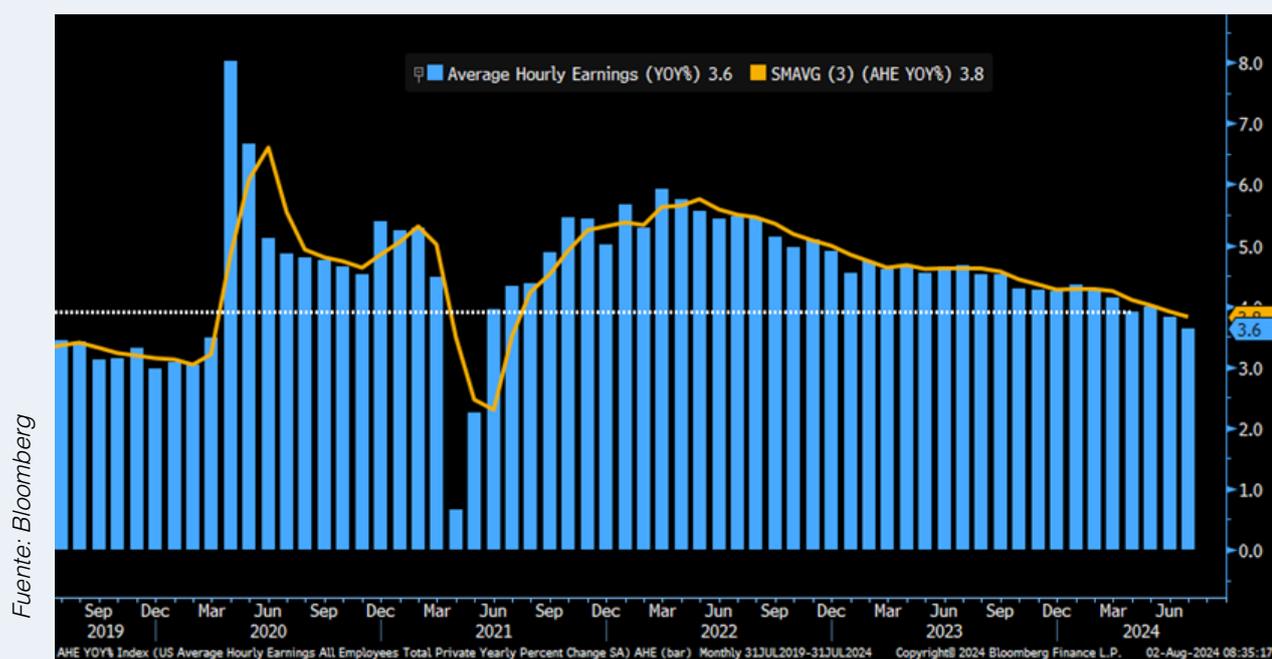
Empleo

El empleo está en el 4,2 %. Es decir, pleno empleo. "Goldilocks".

Hay algunos datos que señalan a un posible deterioro, pero en este caso se pueden considerar positivos, puesto que reforzarán el proceso de bajada de tipos de la Reserva Federal. La economía estaba demasiado caliente y todo lo que sea que "temple" es positivo.

Otro dato positivo, de cara a que la Reserva Federal continúe con el proceso de bajada de los tipos de interés, es la moderación salarial. Es clave para que siga bajando la inflación. Y el crecimiento de los salarios, como vemos en el gráfico n.º 3, ya está en zona templada y es mucho más parecido al que había antes de la pandemia.

Gráfico n.º 3: Salarios



Valoraciones

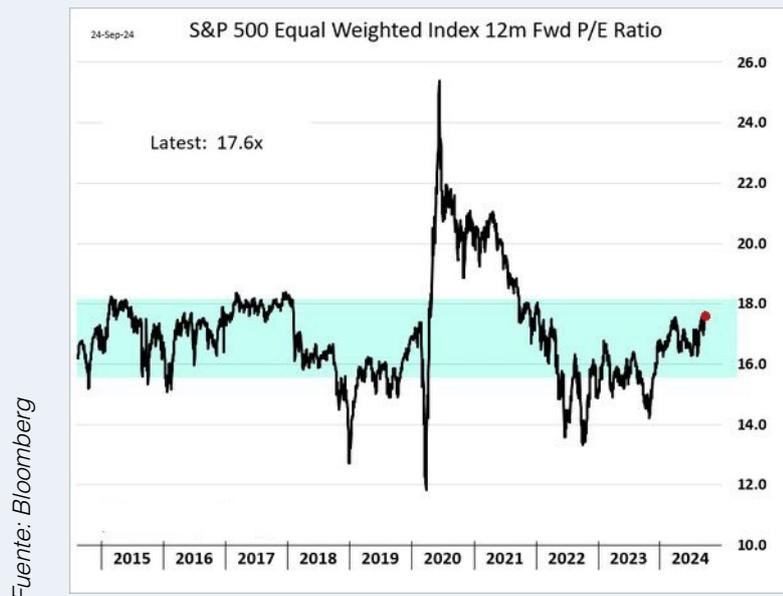
En las bolsas se valoran empresas. Y a mejor van, o mejores las expectativas de hacerlo, mejor se valoran. Pero a veces se cometen excesos, que acaban en caídas.

De momento, un análisis mínimamente profesional muestra que, en todo caso, los precios son elevados en la tecnología, no en el resto del mercado.

El índice S&P 500 "Equal Weighted" está pensado para evitar la distorsión en el cálculo que puede generar el hecho de que un sector tenga mucho peso en el índice porque esté compuesto por empresas muy grandes y el hecho de que esté muy caro o muy barato esté dando una imagen equivocada del conjunto del mercado.

En este caso, se trataría de evitar que el enorme peso que tienen las grandes tecnológicas en el S&P 500 distorsione la realidad del conjunto. En el gráfico n.º4, se le ha dado a las siete magníficas y otras grandes compañías tecnológicas el mismo peso que a todas las demás. Y sale una valoración parecida a la media histórica.

Gráfico n.º 4: PER del S&P 500 (dando mismo peso a todos los valores)



Pero es que incluso las tecnológicas no están en los niveles de locura valorativa que se produjeron antes del desplome bursátil del año 2000. Compáren en los

gráficos n.º 5 y n.º 6 la columna P/E 1999 (el PER de las "magníficas" de 1999) con el PER de las siete magníficas actuales.

Gráfico n.º 5: Valoración de las grandes tecnológicas en 1999Fuente: Russell, Richard: *Dow Theory Letters* / Bloomberg

Unsustainable Values					
Large-cap companies with price/earnings ratios over 100					
COMPANY	MARKET CAP (3/7/00, in bil.)	1999 P/E	EST. GROWTH	P/E IN 5 YRS.	P/E IN 10 YRS.
Cisco Systems	\$452	148.4	29.5%	73.9	40.9
AOL/Time Warner	232	217.4	31.5	100.0	51.1
Oracle	211	152.9	24.9	91.3	60.5
Nortel Networks	167	105.6	20.7	74.5	58.4
Sun Microsystems	149	119.0	21.1	82.8	64.0
EMC	130	115.4	31.1	54.0	28.1
JDS Uniphase	99	668.3	44.0	195.5	63.5
Qualcomm	91	166.8	37.3	61.8	25.5
Yahoo!	90	623.2	55.9	122.6	26.8
15 non-tech	2,361	30.4	13.7	23.8	20.3
S&P 500	11,281	28.6	12.5	23.8	21.3

Source: Bloomberg

Y, a continuación, las valoraciones actuales. Fíjense en las siete magníficas y el

Nasdaq. Caras, pero nada comparable a la burbuja de 1999.

Gráfico n.º 6: Valoraciones actuales

Index	Current
S&P 500	21.2x
Equal-weight S&P 500	17.0
S&P 493	19.1
Nasdaq 100	27.3
Magnificent 7	29.4

Crecimiento de los beneficios

Finalmente, pero no menos importante, las expectativas de incremento de los beneficios de las empresas cotizadas.

En este sentido, es importante aclarar que, aunque siempre decimos que el consenso se equivoca más que acierta, nos referimos a sus predicciones sobre la dirección de los mercados, no a sus estimaciones sobre los resultados empresariales.

Los analistas tienden a acertar bastante en cuanto a los resultados de las empresas porque cuentan con la información que les van haciendo llegar las mismas y se reúnen frecuentemente con sus ejecutivos, que conocen muy bien cuál va a ser la evolución a corto y medio plazo de sus negocios. De hecho, los analistas suelen quedarse más a menudo cortos que largos a la hora de predecir los resultados empresariales. Que no pecan de optimistas, vaya. Véanlo en el gráfico n.º 7.

Gráfico n.º 7: Expectativa de crecimiento de los beneficios de empresas del S&P 500



Fuente: Bloomberg, Deutsche Bank Asset Allocation, Yahoo Finance

En el gráfico, la predicción del consenso de analistas de empresas aparece en la línea color morado claro y el dato real de crecimiento de los beneficios por acción,

en gris. Hemos cogido este gráfico del Deutsche Bank porque superpone el dato de beneficios por acción con el propio S&P 500. La correlación positiva es evidente, lo

que quiere decir que si las expectativas de los analistas en este sentido son correctas, el índice tiene recorrido al alza.

Gasolina

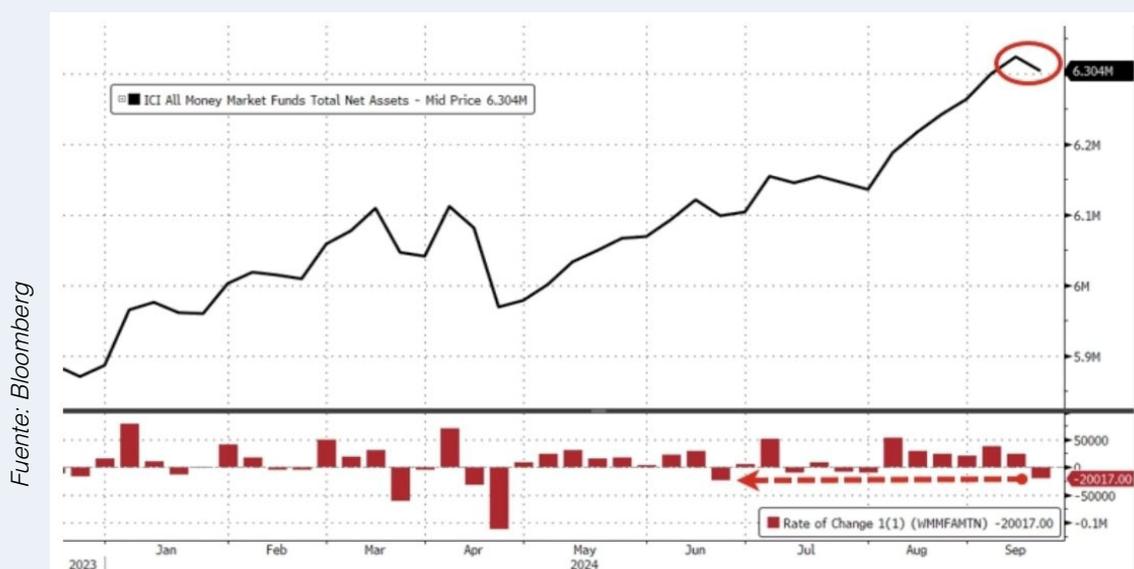
Las bolsas funcionan como un motor. Un motor genera más o menos aceleración en función del estímulo recibido. Va más rápido si pisas el acelerador. A pisar el acelerador, los ingleses le llaman “dar gas”. Y por “gas” se entiende “gasolina”. A más gasolina, más rápido va un motor de combustión. La gasolina está en el depósito del coche, pero, al “dar gas”, se acelera el motor.

Con las bolsas ocurre exactamente lo mismo. Y la gasolina de las bolsas es el dinero.

Ahora mismo hay mucho más dinero en fondos monetarios en EE. UU. que la media histórica. Esto se debe, lógicamente, a la subida de tipos de interés. Mucha gente llega a la conclusión de que pudiendo conseguir un 5 %, sin ningún riesgo, para qué complicarse la vida en renta variable o en bonos.

Ahora los tipos de interés van a bajar, y eso hará que parte de este dinero se vaya a las bolsas. Estamos hablando de EE. UU., donde es muy normal invertir en bolsa. Y en EE. UU. hay actualmente más de 6 billones de dólares en fondos monetarios, cuando lo normal es que haya tres o cuatro (gráfico n.º 8). Mucha gasolina para el motor de la renta variable y por supuesto para el de la renta fija.

Gráfico n.º 8 : Dinero depositado en fondos monetarios en EE. UU.



Otro aspecto importante y muy relacionado con lo anterior es la liquidez del sistema en general. Por eso se dice, y con razón, que cuando la Reserva Federal baja los tipos de interés y, por lo tanto, inyecta liquidez en la economía, se nota

en los mercados. Esa correlación la vemos en el gráfico en el que se compara la liquidez neta del sistema (línea gris) con el S&P 500 (línea roja). Con la bajada de tipos subirá la línea gris (gráfico n.º 9).

Gráfico n.º 9: Liquidez del sistema



Tendencia

La tendencia del S&P 500, en su descripción más clásica de mínimos cada vez más altos y sucesión de nuevos máximos, es claramente alcista.

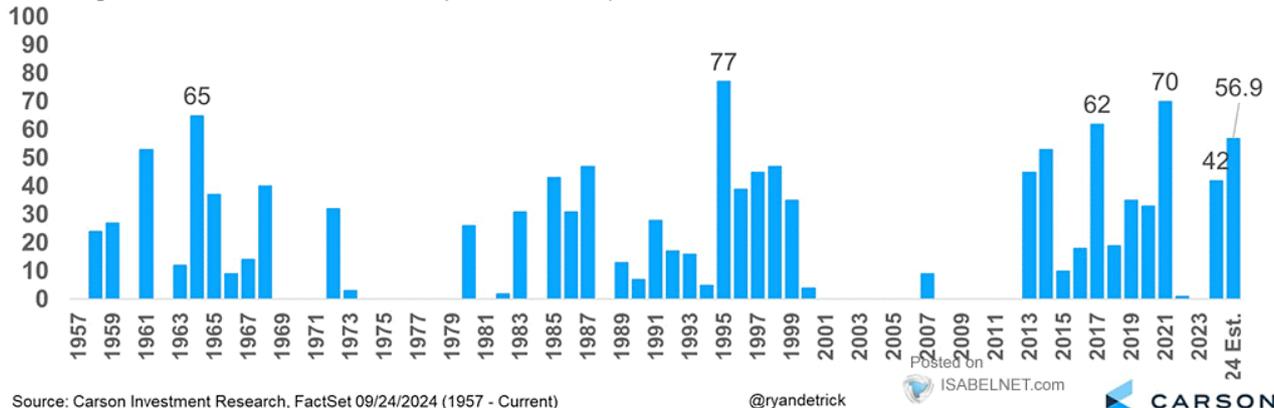
Hay muchos analistas que piensan que ya se han producido suficientes máximos, que no puede haber muchos más. Pero eso es probablemente porque no han estudiado las estadísticas.

El número de máximos del actual mercado alcista se parece mucho a los del pasado. Aunque los 42 de este año pudieran ser llamativos, están más bien dentro de la media o incluso ligeramente por debajo (los 57 que aparecen a continuación son una estimación del autor del siguiente gráfico, el n.º 10).

Gráfico n.º 10: Máximos en mercados alcistas

42 New Highs For 2024

New Highs Per Year For The S&P 500 (1957 - Current)



Fuente: Carson Investment Research

Source: Carson Investment Research, FactSet 09/24/2024 (1957 - Current)

@ryandetrick

Posted on ISABELNET.com

CARSON

En resumen:

- ▶ Los datos que vamos conociendo sobre la economía USA no coinciden con el relato que transmiten la mayoría de analistas, medios de comunicación y redes sociales.
- ▶ Como dijimos en su día, estamos más bien ante una economía "Goldilocks" (ni muy fría ni muy caliente), una de las que mejor "sientan" a los mercados.

Miscelánea

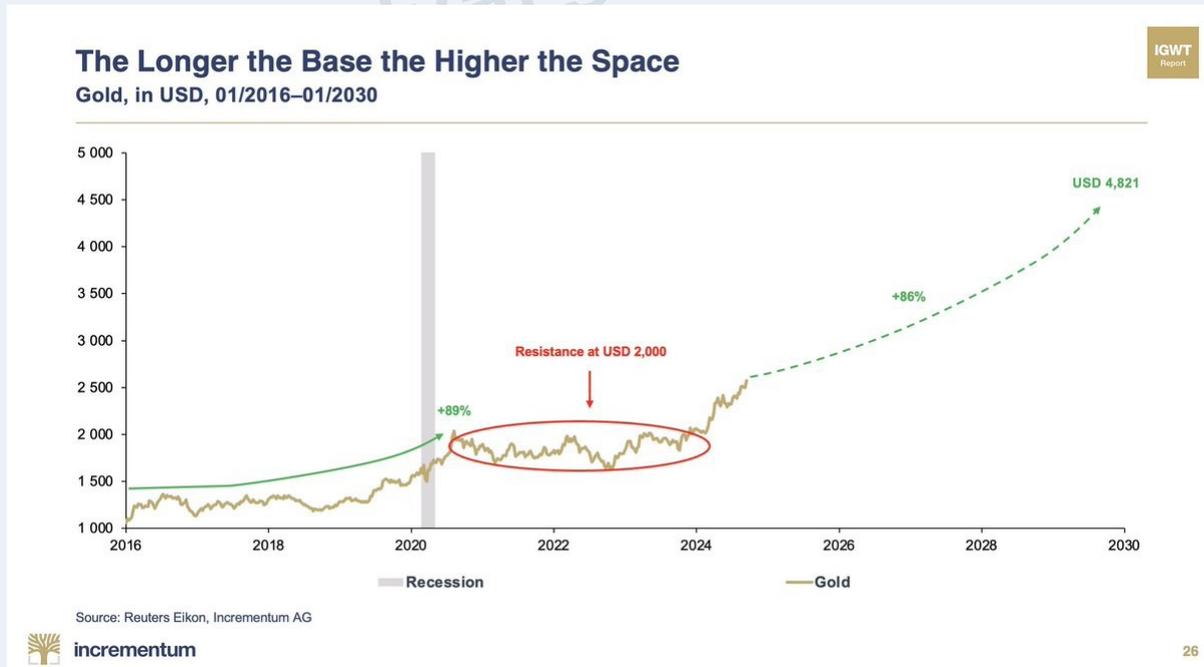
El gráfico que muestra que el oro no ha subido tanto

En el número anterior de estos cuadernos comentábamos los motivos por los que, en nuestra opinión, subía el oro. Y también decíamos que, con independencia de que hubiera cierto grado de especulación, varios de esos motivos podrían mantenerse en el medio y largo plazo.

La rentabilidad media anual del oro en los últimos 4 años es más bien modesta. La buena noticia es que eso deja margen de subida, si se mantienen los motores de la misma.

Pero en lo que no entramos es en que, cuando se habla de la subida del oro, se está hablando sin perspectiva. Como puede apreciarse en el gráfico n.º 11, el oro se ha movido en un canal, es decir, sin realmente apreciarse, durante los últimos 4 años.

Gráfico n.º 11: Evolucion del precio del oro



Fuente: Reuters Eikon, Incrementum AG

En otras palabras, si calculáramos la rentabilidad media de los últimos 4 años, estaríamos hablando de un resultado bastante modesto.

Quede claro que no afirmamos —ni negamos— que el oro pueda seguir el camino marcado por la línea verde discontinua, que parte de la base de que tiene que repetirse un ciclo alcista similar al que se produjo entre 2016 y 2020. Tengamos en cuenta que el gráfico está realizado por una empresa dedicada a la venta y distribución de oro para inversión.

En resumen:

- ▶ El oro ha subido mucho en los últimos meses, pero llevaba tiempo sin subir. En términos de TAE no ha subido tanto, lo que deja margen de subida, si se mantienen las fuerzas que la están apoyando.

V́ctor
Alvargonzález

En este informe me limito a dar mi opinión sobre los mercados y comentario, 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](https://www.nextepfinance.com), 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 60 €** 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 4 % 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 4 %— 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. Y viceversa: si suben los tipos de interés de los bonos en el mercado por ejemplo al 6 % y yo tengo uno similar que solo paga un 2 % porque lo compré cuando los tipos estaban muy bajos, no puedo pretender venderlo al mismo precio que cuando lo compré. Tendré que asumir que paga un interés mucho menor que el que paga el mercado y por lo tanto tengo que venderlo más barato de lo que lo compré.