

Víctor
Alvargonzález

CUADERNOS DEL MERCADO

95

ENERO 2025



Índice

Resumen 4

Portada

Por dónde pueden llegar las correcciones (y cómo aprovecharlas) 5

Renta variable

China podría empezar a ser un problema o una bendición 10

¿Cuánto más barata puede llegar a estar Europa vs. EE. UU.? 13

El precio del alquiler puede bajar... en Norteamérica 15

Notas 18

Informe mensual de estrategia

correspondiente
al mes de **enero**
de **2025**

Ha sido hablar (en el informe anterior) de que aumentaban las probabilidades de que hubiera una corrección, para que se produzca. Y, como siempre, llevando la contraria al consenso, que esperaba un rally de Navidad. De momento parece una corrección técnica normal (4 % en el S&P 500 al escribir este informe), pero que confirma nuestra idea de que en 2025 hay que estar preparado para aprovecharlas, en lugar de solo “sufrirlas”.

Y como hablamos de correcciones, empezamos este “Cuaderno” viendo por dónde podrían venir. Estar preparado para aprovecharlas significa tener liquidez en el momento adecuado y saber qué puede producir las.

Luego hablamos de China. La visión generalizada es que representa un riesgo para la economía mundial, pero hay una visión alternativa: su inestimable aportación para bajar el nivel de inflación en las economías avanzadas.

También hablamos de Europa. Gracias a una política económica demencial, es cada vez menos competitiva y está estancada, pero los mercados son también cuestión de precio. Y nunca ha estado tan barata con respecto a EE. UU. Europa también tiene un precio.

Y, siguiendo nuestra máxima de “datos mejor que relatos”, en esta ocasión analizamos la evolución del precio del alquiler en EE. UU., uno de los elementos más importantes y más “pegajosos” del IPC. Que parece empieza a moderarse.

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 **70 € al trimestre** (servicio básico con cuota trimestral). Además, si contrata un servicio Premium seguirá recibiendo estos cuadernos. Y si prefiere delegar la gestión de su cartera, tiene a su disposición nuestro [Servicio de carteras gestionadas](#).

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



Víctor Alvargonzález



Resumen

El mercado se ha quedado sin el motor de la expectativa de bajada de tipos en EE. UU. Y tiene bastante descontado el impacto de la IA y la llegada de Trump al poder.

También ha perdido parte del efecto FOMO o "miedo a perderse la subida". Muchos de los que se la perdieron se han incorporado. Aunque no todos.

Esto no significa que las bolsas no suban en 2025, sino que serán más vulnerables a correcciones (que serán grandes oportunidades para quien sepa aprovecharlas).

China podría ser de gran ayuda para reducir la inflación en las economías avanzadas.

La política económica europea es un desastre, pero todo tiene un precio. Incluidas las empresas europeas. Especialmente las grandes multinacionales.

*** Importante: estos "Cuadernos", que se incluyen en los servicios Premium 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

Por dónde pueden llegar las correcciones (y cómo aprovecharlas)

Fue comentar en el informe anterior que se podían empezar a producir correcciones y tener una. Justo cuando el consenso decía que tocaba “rally” de fin de año. Se cumple de nuevo la regla de que lo que piensa el consenso que va a pasar es lo que tiene menos probabilidades de ocurrir.

Afortunadamente, esperábamos esta corrección (ver 4.º capítulo del “Cuaderno” anterior) y habíamos incrementado ligeramente el nivel de liquidez en las carteras recomendadas o gestionadas de nuestros clientes. Decimos “ligeramente” porque la acumulación de liquidez debe ser proporcional a la corrección que se espera. Y de momento no parece haber motivo para una gran caída, aunque hay que estar vigilantes.

En 2023 y 2024 nos vieron ustedes ser *muy* agresivos cuando todo el mundo decía que había que ser cautos. El consenso decía que el sector tecnológico estaba muy caro y que se estaba generando una burbuja, mientras nosotros recomendábamos comprar para aprovechar la llegada de la inteligencia artificial generativa (cuestión de la que también hablamos largo y tendido en estos “Cuadernos”).

La acumulación de liquidez debe ser proporcional a la corrección esperada. A más euforia y autocomplacencia en el mercado, mayor será la corrección.

Además, todo el mundo decía que la inflación iba a estar «alta por mucho tiempo». Nosotros lo que veíamos era una inflación a la baja.

Y cuando todo el mundo hablaba de que Trump no podía ganar las elecciones, aquí nos habrán visto insistir en lo que llamábamos el “Trump Trade”, es decir, los sectores que se beneficiaban de una victoria de Donald Trump, a la que también aquí dimos una alta probabilidad de ocurrencia.

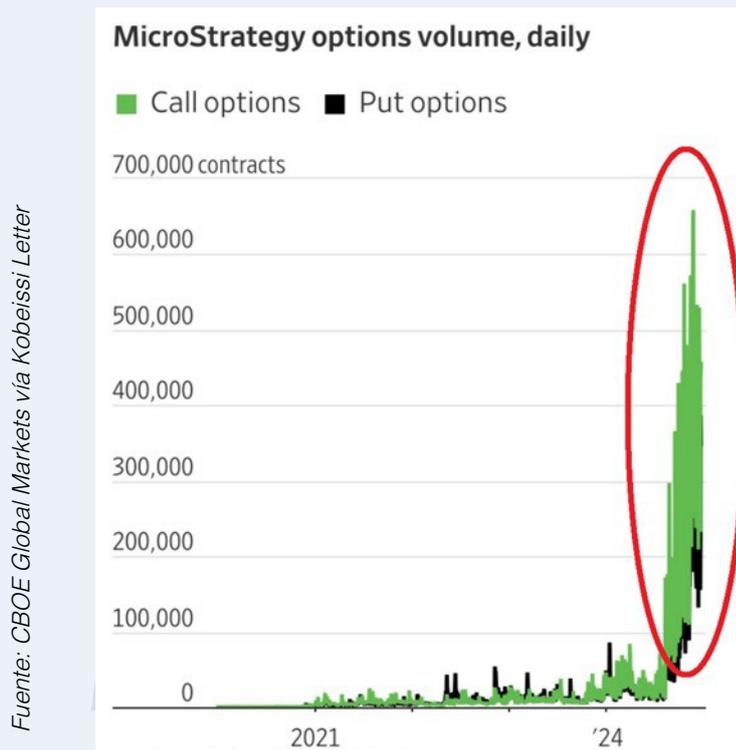
Ahora, como decíamos en el número anterior, el *relato* ha cambiado totalmente. El consenso se ha vuelto alcista. Esto no significa que vaya a haber un largo periodo bajista, pero sí que aumentan las probabilidades de que haya una corrección significativa. Así que vamos a ver por dónde podría llegar y cómo aprovecharla, en lugar de solo “sufrirla”.

Fíjense ustedes en el gráfico n.º 1: representa las opciones de compra de una empresa llamada “MicroStrategy”, que básicamente se ha convertido en un “contenedor” de Bitcoin, porque fue cambiando su actividad habitual por la de comprar Bitcoin de forma masiva. Lo que

la convierte en lo que se conoce como un “proxy” del Bitcoin, es decir, una forma de

invertir en Bitcoin pero a través de un valor cotizado.

Gráfico n.º 1: Balance de opciones de compra y venta sobre MicroStrategy



En las últimas semanas se ha producido un incremento del 1.000 % en las opciones de compra de este valor (en verde las opciones de compra, en negro las de venta). Que además en muchos casos se realizan en lo que se denomina en el sector de forma “apalancada”, es decir, que parte es a crédito.

Mucha gente dice que es imposible que

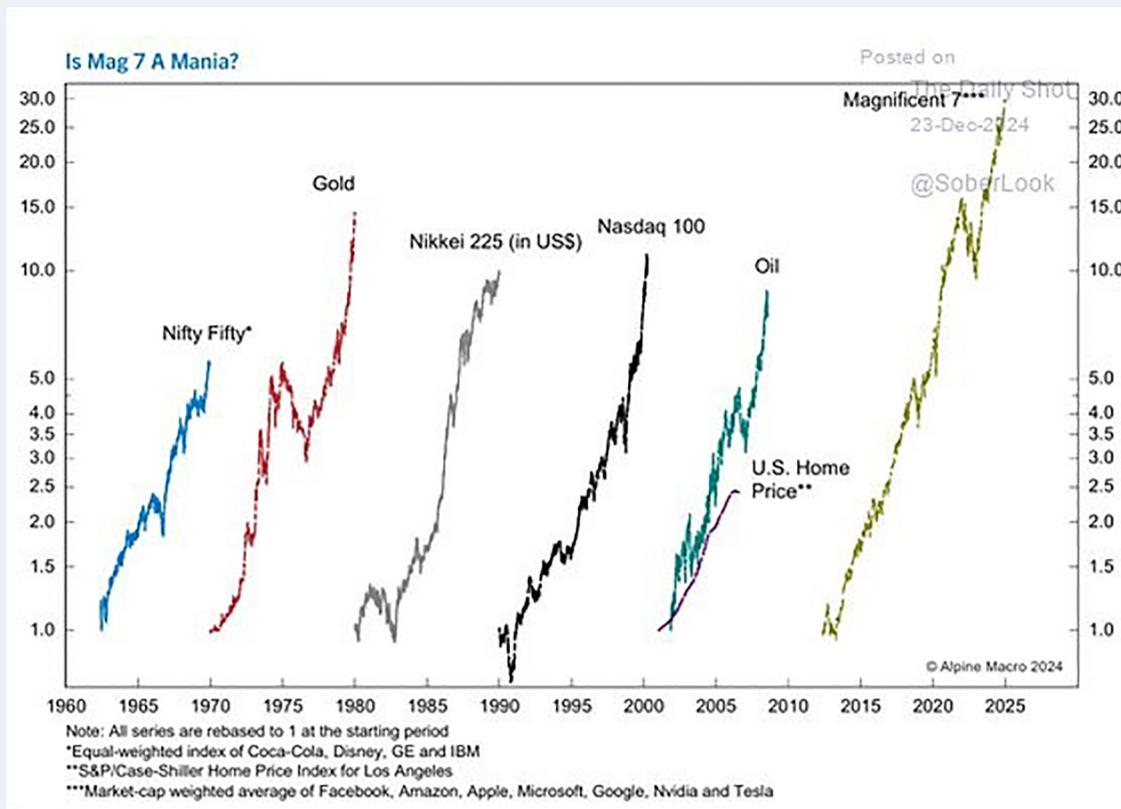
Bitcoin pueda caer, dado que hay una cantidad fija de bitcoins para una demanda creciente. El problema es que la demanda puede dejar de ser creciente. Ocurrió en 2022, cuando la Reserva Federal cerró el grifo del dinero. Y ha ocurrido ante determinados problemas geopolíticos. Además, empieza a surgir el fantasma del hackeo de alto nivel.

Las “cripto” no son inmunes a la creación de burbujas especulativas. Y con el volumen actual de inversión en las mismas, una “criptocrisis” podría afectar al resto de mercados.

Con esto no queremos decir que no se deba invertir en Bitcoin, sino advertir que las criptomonedas no son inmunes a la creación y explosión de burbujas especulativas. Y que, con el volumen de inversión actual en las mismas —y el que se espera— una “criptocrisis” podría afectar al resto de mercados. Y no tenemos ninguna duda de que es un sector muy “caliente”.

Hablemos ahora de otra posible fuente de corrección: las siete magníficas (o siete grandes empresas tecnológicas). Hace tiempo que lideran, con enorme diferencia, las subidas del mercado bursátil. Vean ustedes un gráfico en el que se comparan varias burbujas que efectivamente lo fueron con la *posible* burbuja que pudiera estar generándose en las siete magníficas (gráfico n.º 2).

Gráfico n.º 2: Burbujas desde 1960 vs. evolución de las “7 magníficas”



Fuente: Alpine Macro via The Daily Shot

Qué duda cabe de que las siete magníficas tienen por delante unos años maravillosos de aumento de ingresos y beneficios, gracias a esa revolución tecnológica que es la llegada de la inteligencia artificial generativa. Pero cuando decíamos esto en 2023 y gran parte de 2024, estas posibilidades no estaban descontadas. Ahora en cierto modo lo están, ya que todo el mundo habla de ello.

Imaginemos que, por ejemplo, de repente las ventas de Nvidia, empresa de referencia en relación con la inteligencia artificial, empiezan a ser menores de lo esperado. Un revés de este tipo desencadenaría una corrección en las siete magníficas y, de rebote, en el resto del mercado.

La corrección también podría llegar por la frustración ante la confirmación de que los tipos de interés no van a bajar más en EE. UU. Y no les quiero decir si se empieza a percibir el riesgo de que suban. De hecho, la corrección que viven actualmente los mercados se debe precisamente a estos temores.

La llegada de las tarifas también puede suponer un impacto, pero está en parte descontada. Lo que no está descontado es hasta dónde pueda llegar la guerra comercial. La percepción de una nueva

guerra comercial de EE. UU. con China o, peor todavía, con las principales economías mundiales, también podría traer una corrección.

Tampoco debemos de dejar de vigilar la situación geopolítica. Está claro que Trump no quiere guerras, pero lo que no está claro es que no haya otros que sí quieran tener guerras con Trump. Y también está claro que el mundo se ha vuelto un lugar más inseguro.

Finalmente, lo que probablemente es más difícil que ocurra, pero que es lo que más nos preocupa: una crisis de deuda. Eso generaría algo peor que una corrección.

La corrección podría llegar por la frustración ante la confirmación de que los tipos de interés no vayan a bajar más en EE. UU. Y no les quiero decir si se pensara que pudieran subir.

Los políticos actuales nos han llevado a un nivel de endeudamiento totalmente fuera de control, especialmente en los EE. UU. Si algún día el mercado pierde la confianza en el valor de esta deuda, será como la caída de un castillo de naipes.

También podría producirse una situación intermedia: una recalificación crediticia a la baja que realice el mercado, sin esperar a las agencias de rating. Sería también motivo para una fuerte corrección. Y si con Trump sigue aumentando el déficit, aumentan las probabilidades de que ocurra algo así.

2023 y 2024 fueron años para comprar y mantener. 2025 puede ser un buen año bursátil, pero no de comprar y sentarse a ver cómo se revalorizan los índices. No solo habrá que elegir bien lo que se compra, también habrá que saber elegir momentos en los que vender y acumular liquidez para poder aprovechar las correcciones. Y por liquidez nos referimos a fondos conservadores generando rentabilidad, no a la cuenta corriente.

2025 puede ser un buen año bursátil, pero no de comprar y sentarse a ver cómo se revalorizan los índices. Habrá que "trabajarse" la rentabilidad aprovechando las correcciones.

Para poder realizar este tipo de gestión lo ideal es contar con una cartera de ETF, además de la cartera de fondos tradicionales. Los ETF son fondos de inversión, pero son fondos que cotizan en bolsa y por lo tanto se pueden comprar o vender muy rápidamente, que es lo que los hace ideales para movimientos de medio plazo. Además permiten ponerse "cortos", es decir, apostar contra la evolución de uno o varios índices bursátiles o de otro tipo.

En resumen:

- ▶ Una corrección significativa puede producirse como consecuencia de un traspás en la euforia por las criptomonedas, por una noticia que enfríe las expectativas generadas por la IA, por un repunte de la inflación, por una guerra comercial o por un conflicto geopolítico.
- ▶ La forma de convertir las correcciones en oportunidades es ir acumulando liquidez para aprovecharlas para comprar barato, y el vehículo ideal es el ETF (fondo cotizado).

Renta variable

China podría empezar a ser un problema o una bendición

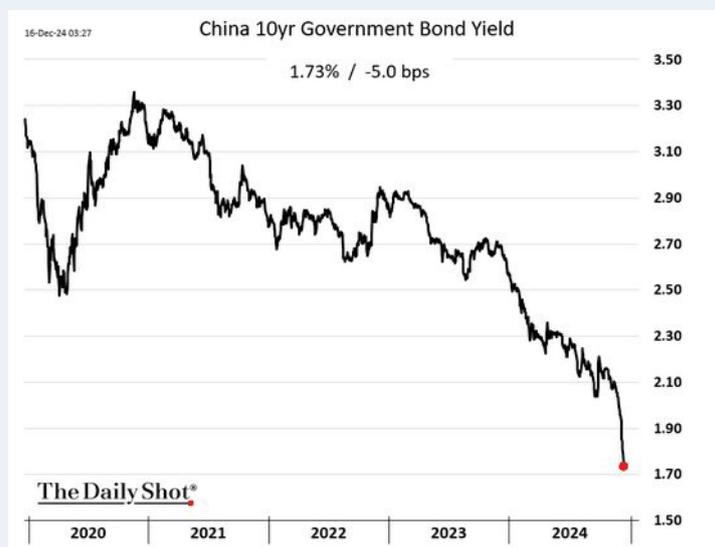
China no acaba de levantar cabeza. Su PIB no consigue volver a los niveles de crecimiento que se esperan de una economía emergente. Y eso que el gobierno no hace más que inyectar dinero. En nuestra opinión, en otras épocas, con una inyección así de dinero, la economía china estaría creciendo al 7 %, pero la cifra oficial estimada de cierre de 2024 es de un 4,8 %. Los cálculos no oficiales hablan de una cifra mucho más cercana al 3 %. Y, obviamente deben de ser más fiables, puesto que si China estuviera creciendo realmente cerca del 5 %, las autoridades no estarían tan preocupadas, ni inyectando tanto dinero.

En China los precios industriales, muy importantes al ser una economía emergente, están en negativo desde finales de 2022. Y el IPC lleva tiempo al borde de la deflación.

Pero la economía China no solo está estancada, es que además está al borde de entrar en deflación. El IPC oficial es del 0,2 % y lleva bordeando el 0 % desde hace meses. Y si nos vamos a los precios industriales, que en China son muy importantes al ser una economía emergente y, por lo tanto, más industrial que de servicios, están en negativo desde finales de 2022. Que bajen los precios puede ser bueno, pero si esta caída se debe al estancamiento económico, es una mala señal. La unión de estancamiento y deflación significa que los precios caen porque cae la demanda.

Gráfico n.º 3: Tipo de interés del bono chino con vencimiento a 10 años

Fuente: The Daily Shot

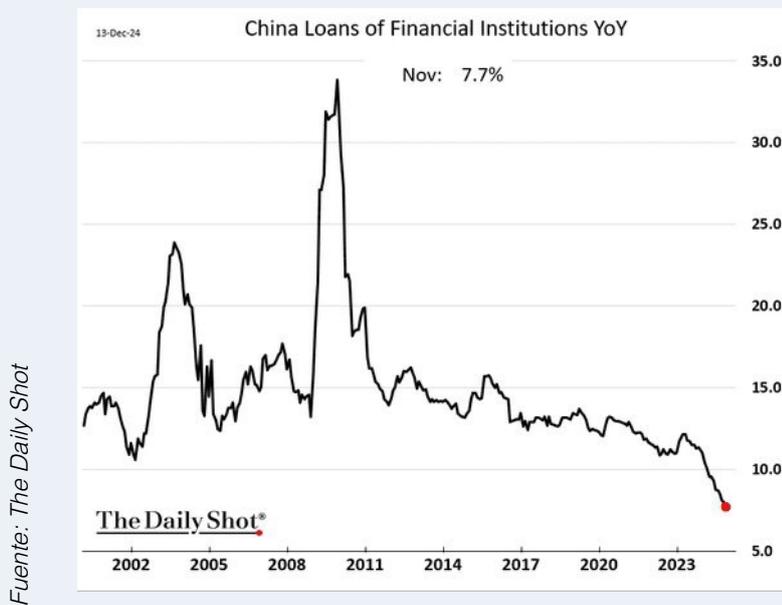


En el gráfico n.º 3 observamos cómo el mercado de bonos indica hacia la entrada de China en un proceso deflacionista crónico. El bono a 10 años ya solo abona un tipo de interés del 1,70 % y sigue en una espiral bajista que podría llevarle a tipos por debajo del 1 %, típicos de una situación de deflación y estancamiento. Como ocurrió en Japón.

Esto coincide, además, con los datos

preocupantes que envía el mercado de crédito. Cada vez se conceden y se demandan menos créditos, como podemos ver en el gráfico n.º 4. Muy mala señal que baje la demanda de crédito cuando ha pinchado una burbuja inmobiliaria y ha dejado en el mercado una enorme cantidad de viviendas. No parece haber mucho interés en comprar inmuebles. Así va a ser difícil quitarse la sobreoferta de encima.

Gráfico n.º 4: Evolución de la demanda de crédito en China



Estamos hablando de la segunda economía del mundo, mayor, incluso, que la de la Unión Europea. De hecho, la mayoría de los economistas observa la situación como un problema para Occidente, como un lastre grave para el crecimiento.

Pero hay una lectura alternativa: podría ser un “lastre” también para la inflación, y eso actualmente es casi más importante que lo que pueda aportar China al crecimiento global.

Importar desinflación desde China podría ser una auténtica bendición, dado que uno de los problemas que sigue teniendo la locomotora mundial, que es EE. UU., es el de la inflación.

Especialmente positivo puede ser para los mercados financieros, cuya mayor preocupación actual es, sin duda, un repunte de la inflación que detenga el proceso de bajada de los tipos de interés de la Reserva Federal.

Tampoco le viene mal a Europa que todo lo que venga de China salga más barato, porque, aunque en

Europa sigue cayendo la inflación, mantener ese descenso en los precios ayuda a que el BCE pueda seguir bajando los tipos de interés. Y nada gusta más a las bolsas que una bajada de los tipos de interés.

Le damos tanta importancia a las importaciones provenientes de China porque China es la fábrica del mundo. Y cada vez lo es más. Si China baja precios, los precios de los productos bajan en todo el mundo, y eso ayuda a que también bajen los de los servicios (que es la inflación más “pegajosa” actualmente).

China es un lastre para el crecimiento global, pero también puede ayudar a reducir la inflación, lo cual, dado el riesgo inflacionista que hay en Occidente, podría ser un factor positivo. Especialmente, para los mercados financieros, cuya mayor preocupación es un repunte de la inflación que detenga el proceso de bajada de los tipos de interés.

En resumen:

- ▶ El estancamiento con deflación de la economía china podría ser una buena noticia para las economías desarrolladas, ya que estaría exportando desinflación a unas economías con riesgo inflacionista, lo que a su vez sería una buena noticia para las bolsas occidentales.

¿Cuánto más barata puede llegar a estar Europa vs. EE. UU.?

auténtico traje de cemento de burocracia y trabas de todo tipo.

Mientras EE. UU. promocionaba el sector privado, Europa ha promocionado el sector público y el funcionariado. Mientras EE. UU. era cada vez más independiente energéticamente, Europa se ha quedado

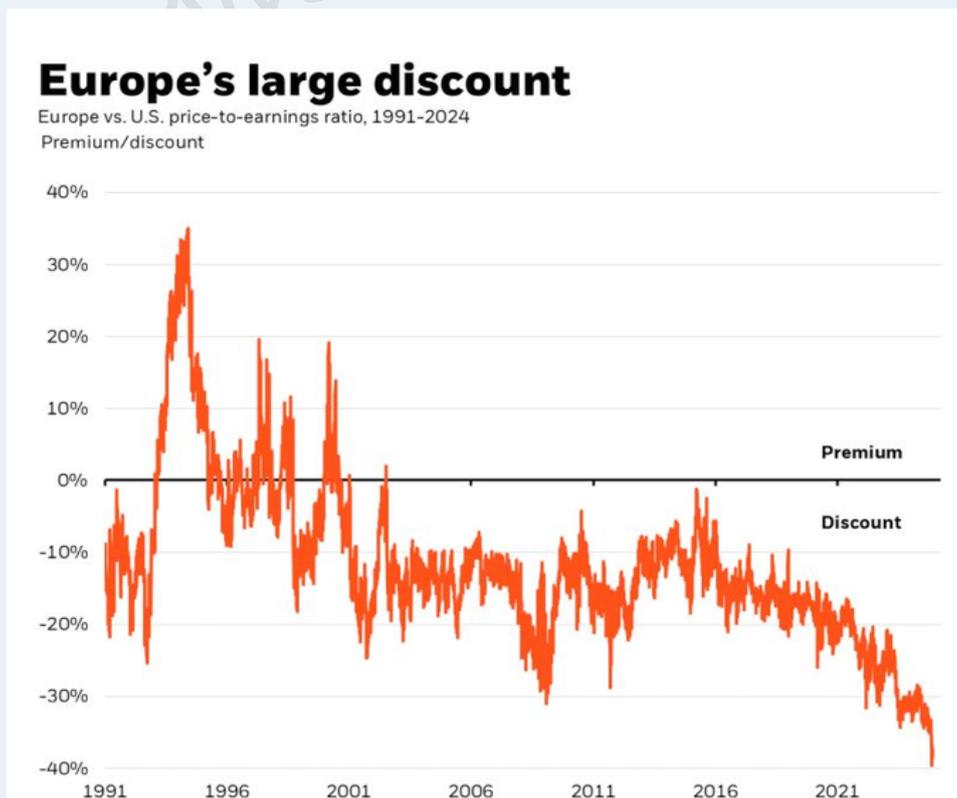
Las decisiones tienen consecuencias. Mientras EE. UU. ha apoyado a sus emprendedores, innovadores y empresas en general, Europa les ha colocado un

literalmente sin fuentes de energía. Ciertamente, países como España pueden permitirse el lujo de depender en gran medida del sol y del viento, pero que Alemania haya decidido depender del sol resulta surrealista. Y ya se están viendo las consecuencias.

Lógicamente, los mercados han ido descontando en los precios el “suicidio” económico de Europa, lo que ha llevado a que los índices bursátiles norteamericanos hayan batido por goleada a los europeos a lo largo de los últimos 20 años, lo que a su vez ha hecho que las empresas europeas resulten baratísimas respecto a las norteamericanas, tal y como se muestra en el gráfico n.º 5.

Gráfico n.º 5: Descuento del PER europeo vs. PER empresas norteamericanas

Fuente: BlackRock Investment Institute



Utilizando el dato de valoración más comúnmente aceptado —el PER—, Europa cotiza con un descuento del 40 % respecto a Estados Unidos. Probablemente el mayor de la historia.

Esto, que a primera vista pudiera hacer pensar en que hay que comprar bolsa europea, no es tan evidente en la práctica. La capacidad de los políticos europeos para destruir económicamente Europa podría no haber tocado fondo. Pero también es cierto que todo tiene un precio. Hasta las empresas europeas.

Tengamos asimismo en cuenta que las empresas del Eurostoxx 50 no solo tienen actividad en la eurozona. Muchas de ellas son multinacionales que realizan su actividad a nivel global. Además, sus costes de financiación cada vez van a ser más bajos, porque la única ventaja que tiene el estancamiento económico europeo es que facilita la caída de la inflación y, por lo tanto, de los tipos de interés de la eurozona.

Luego existe otra posibilidad, aunque mucho más remota, y es que haya un cambio político en Europa. Ahora mismo parece difícil, pero mirando a medio-largo

plazo no es totalmente imposible. Y Europa, bien dirigida, no tiene por qué hacerlo económicamente tan mal respecto a EE. UU.

No sabemos cuánto más bajo puede caer Europa frente a EE. UU., pero sabemos que las situaciones extremas en precio son motivo de sobra para que un mercado esté en el radar. Sobre todo, si siguen bajando los tipos de interés en la eurozona, un factor fundamental a la hora de valorar las empresas en función de sus flujos de caja. Y también muy importante de cara a la valoración de las empresas por su rentabilidad por dividendo.

La capacidad de los políticos europeos para destruir económicamente Europa podría no haber tocado fondo. Pero también es cierto que todo tiene un precio. Hasta las empresas europeas.

En resumen:

- ▶ La bolsa europea nunca ha estado tan barata respecto a la norteamericana. Y, a veces, simplemente por el efecto precio, pueden producirse subidas de cierta importancia. Aunque lo ideal sería que hubiera un cambio político que trajera otra política económica.

El precio del alquiler puede bajar... en Norteamérica

En nuestro habitual apartado de análisis de “datos frente a relatos”, hoy nos centramos en la inflación, y concretamente en uno de los elementos más “pegajosos” de la misma: el precio del alquiler de vivienda. Y lo hacemos en Norteamérica.

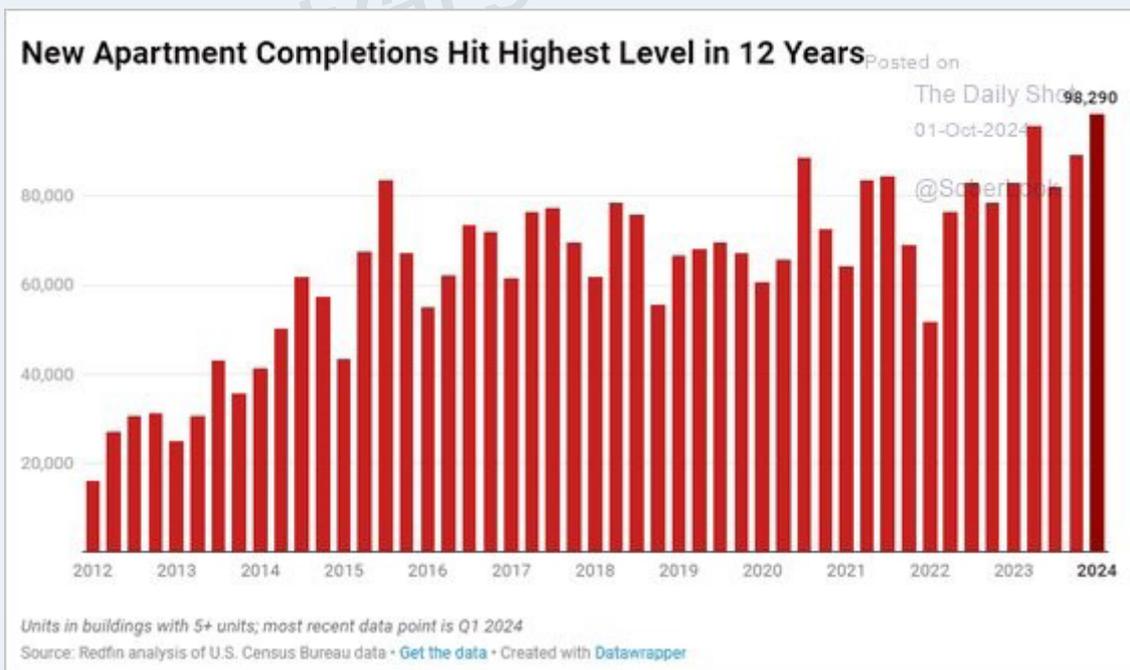
Fíjense si será importante este dato que, si no fuera por el componente del alquiler, el IPC norteamericano ya estaría en el 2 %, que es el objetivo de la Reser-

va Federal. Pero este componente, que representa más del 30 % del IPC, se ha mostrado especialmente resistente.

El dato es muy importante, porque, si bajara, se reduciría el temor del mercado a que la Reserva Federal deje de bajar los tipos de interés, o incluso a que pueda subirlos.

Como vemos en el gráfico n.º 6, el número de apartamentos finalizados es el mayor en 12 años, lo cual obviamente ayudará a equilibrar la oferta y la demanda.

Gráfico n.º 6: Apartamentos completados en EE. UU. en los últimos 12 años



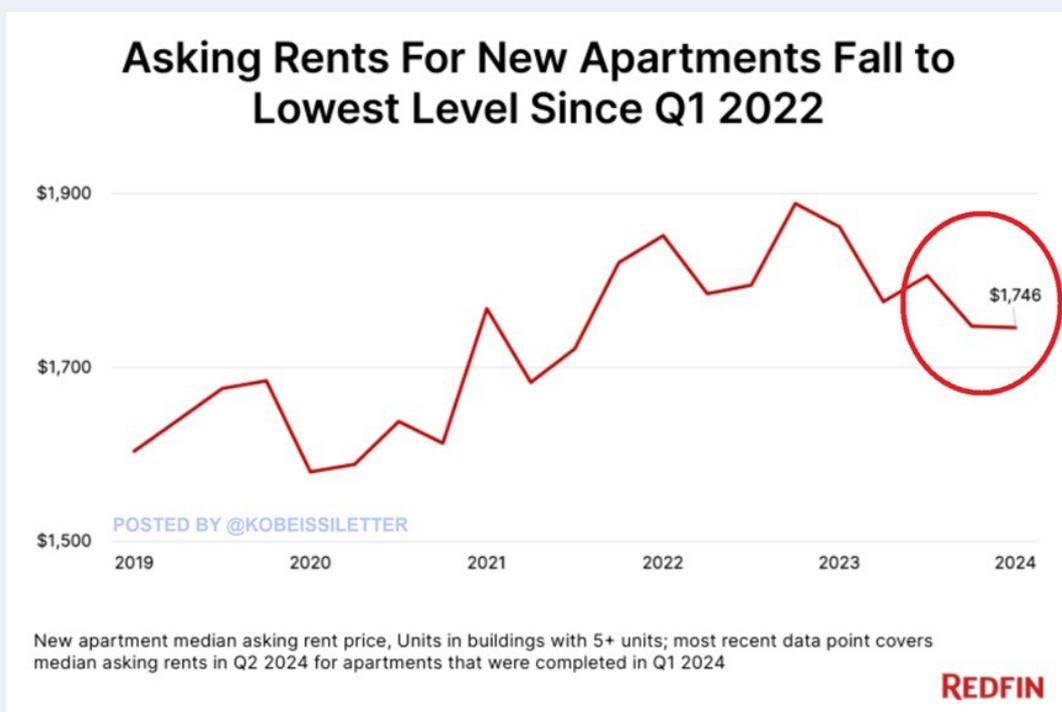
Fuente: Redfin via The Daily Shot

Y como vemos en el gráfico n.º 7, empieza a bajar el precio del alquiler con respecto al pico de finales de 2022. El dato es de REDFIN, que sería el equivalente

en EE. UU. a “Idealista” en España, por lo que son datos incluso más precisos que los de la propia administración.

Gráfico n.º 7: Media del importe que piden los propietarios para alquilar (EE. UU.)

Fuente: Redfin via Kobeissi Letter

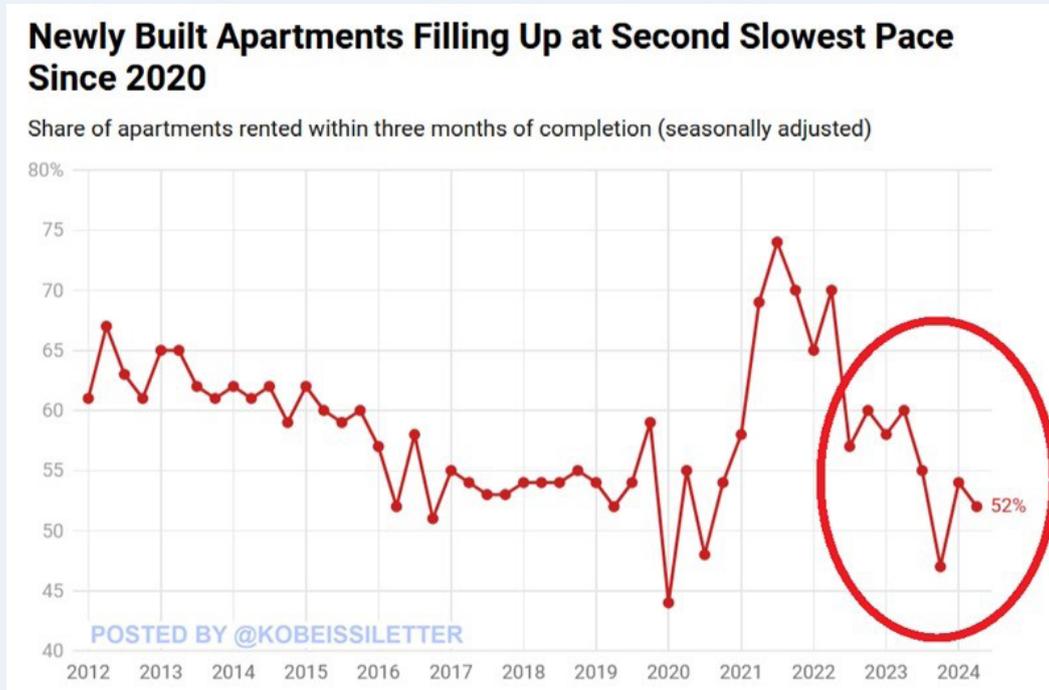


Y, como se construye mucho, empieza a costar más tiempo alquilar esos apartamentos. Lo vemos en el gráfico n.º 8, que muestra cómo el porcentaje de alquileres

que tarda menos tres meses en completarse ha caído al 52 %, cuando en 2022 el 75 % se alquilaba antes de que pasaran tres meses en el mercado.

Gráfico n.º 8: Apartamentos que se colocan antes de que pasen tres meses (en %)

Fuente: Redfin via Kobeissi Letter



En resumen:

- ▶ La inflación sigue siendo el mayor motivo de preocupación para los inversores. La buena noticia es que uno de los componentes más importantes y “pegajosos” de la misma, el precio del alquiler de vivienda, podría estar moderando su subida.

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 70 €** 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.