

Víctor
Alvargonzález

CUADERNOS DEL MERCADO

97

MARZO 2025



Índice

Resumen 4

Portada

Cómo entender la negociación sobre Ucrania (y sus efectos bursátiles) 5

Renta variable

Ganadores y perdedores del rearme europeo y del despertar alemán 8

¿Y si la Reserva Federal va y decide bajar los tipos de interés? 12

Notas 16

Informe mensual de estrategia

correspondiente
al mes de **marzo**
de **2025**

Pocas veces ha sido tan importante entender lo que realmente ocurre en una negociación. Si la primera víctima de la guerra es la verdad, la primera víctima de una negociación de paz parece que es también la verdad.

El problema es que un inversor no puede trabajar con información sesgada, manipulada o incompleta. Por eso, en el capítulo de portada, tratamos de aportar un poco de objetividad y realismo en relación con la negociación para alcanzar un acuerdo de paz en Ucrania. Y sus consecuencias para los mercados.

A continuación entramos a analizar las consecuencias económicas y financieras del rearme europeo y del programa de reconstrucción de infraestructuras en Alemania. Y la barra libre para el endeudamiento que se va a decretar en Europa para pagar ambas cosas.

Luego volvemos a nuestra “mala” costumbre de tener una visión propia y no seguir ciegamente la opinión del consenso, entre otras cosas porque está demostrado que el consenso se equivoca más que acierta (si no, todos los analistas serían ricos y evidentemente no es el caso). Y el consenso considera que ya no volverán a bajar los tipos en EE. UU. El caso es que los datos no son tan unánimes.

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 EAFN, registrada con el número 33).

El asesoramiento de [Nextep](http://www.nextepfinance.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.nextepfinance.com) desde solo **70 € al trimestre** (servicio básico con cuota trimestral). Y si prefiere delegar la gestión de su cartera, tiene a su disposición nuestro [Servicio de carteras gestionadas](http://www.nextepfinance.com).

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



Víctor Alvargonzález

Resumen

Para entender cuál puede ser el resultado de una negociación, lo más importante es detectar cuál es la mano fuerte.

En cuestiones políticamente delicadas, si se quiere tener buena información hay que abstraerse del ruido político. Incluso de las opiniones propias.

La economía de guerra también crea crecimiento. Además lo crea en muchos sectores. El único problema es que el rearme europeo se pagará con barra libre de deuda.

Cuando alguien anuncia que triplica sus deudas, el banco le sube el tipo de interés. Eso es lo que está haciendo el mercado con los bonos europeos.

Bajan el PIB, la inflación y la confianza (por la tensión arancelaria). Musk "despide" funcionarios. No se puede descartar que en el futuro la Fed baje tipos.

*** 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

Cómo entender la negociación sobre Ucrania (y sus efectos bursátiles)

Las negociaciones dirigidas a conseguir un acuerdo de paz en Ucrania tienen gran influencia sobre cuál puede ser la evolución de los mercados en el corto, medio y largo plazo. De ahí la importancia de entender qué es lo que está pasando *realmente*.

Dicen que la primera víctima de la guerra es la verdad. Nosotros añadiríamos que la primera víctima de una negociación de paz es también la verdad. Lo que se lee en los medios de comunicación o en las redes sociales está plagado de propaganda y desinformación. Todos los partícipes tratan de dirigir la opinión pública a su favor. Otros actores tratan de obtener beneficios económicos particulares o empresariales. Un auténtico espectáculo de confusión y manipulación interesada que no ayuda en nada a la toma de decisiones de inversión.

Lo primero que hay que hacer es abstraerse del ruido interesado y centrarse en lo importante. Para un inversor consiste en tratar de anticipar el resultado a corto, medio y largo plazo de las negociaciones. El resultado *real* y sus implicaciones eco-

nómicas y financieras, no las implicaciones políticas ni la justicia o injusticia de dicho resultado. Lo primero que tenemos que hacer es olvidarnos de la política, incluidas nuestras propias opiniones. Y, por supuesto, de las de los demás.

Una vez abstraídos del componente político, lo primero que tenemos que tener muy claro es que, en una negociación, lo más importante es detectar quién tiene la "mano fuerte". Porque el resultado más probable es precisamente el que busca la mano más fuerte. Aunque luego hay que matizarlo en función de la fortaleza que puedan tener otros partícipes. Ninguna negociación acaba con una parte obteniendo el 100 % de sus deseos. Eso lo sabe hasta Donald Trump. O especialmente Donald Trump, dada su experiencia en cerrar acuerdos.

Ahora mismo la partida se juega entre cuatro jugadores: Ucrania, Rusia, EE. UU. y la UE. La mano fuerte la tiene sin duda Estados Unidos. Aunque los políticos europeos transmitan de cara a su opinión pública que pueden tomar el relevo de Norteamérica y que ellos solos pueden

Una vez abstraídos del componente político, lo primero que tenemos que tener muy claro es que, en una negociación, lo más importante es detectar quién tiene la "mano fuerte".

conseguir mantener a raya a Rusia, o incluso forzarla a retirarse de los territorios ocupados o parte de ellos, esa es una expectativa irreal. Aunque Europa unida tiene un ejército muy potente, sin el paraguas tecnológico norteamericano no está en condiciones de cumplir esa promesa. Eso suponiendo que pudieran ponerse de acuerdo los líderes europeos para meterse en ese jardín, lo cual es bastante suponer.

Si no se ha podido con los rusos estando unida la OTAN, mucho menos si se pierde el apoyo norteamericano. Tenemos además en cuenta que gran parte del equipo militar de Ucrania es norteamericano y, por lo tanto, necesita repuestos y munición norteamericana. Esa es la cruda realidad.

De lo anterior podemos deducir que lo que tiene más probabilidades de ocurrir al final es que haya un alto el fuego y un acuerdo de paz, que es lo que quiere la “mano fuerte” en esta negociación, es decir, EE. UU. Parece difícil que, aparte de declaraciones altisonantes, la UE esté dispuesta a hacer lo que hizo Norteamérica en Vietnam cuando Francia se retiró del sudeste asiático. En esta ocasión sería justo a la inversa: la UE frente a Rusia a través de Ucrania, en lugar de EE. UU. contra Rusia y China a través de Vietnam. Y ya sabemos cómo acabó aquello.

La gran beneficiaria de un acuerdo de paz es sin duda la bolsa europea, porque disminuiría la tensión política, bajaría el precio de la energía y el rearme se produciría en tiempo de paz.

De hecho, puestos a contemplar un escenario positivo y otro negativo, este sería el negativo para los mercados, especialmente para la bolsa europea. Lo del rearme es muy positivo económicamente, como veremos más adelante, pero mejor si es en tiempo de paz. Tropas europeas luchando en Ucrania contra tropas rusas es bastante peor que simplemente un escenario negativo. Afortunadamente, a este escenario le damos muy pocas probabilidades.

El gran beneficiario del escenario de acuerdo de paz sería sin duda la bolsa europea, por los motivos que explicamos en su día cuando, desde [Nextep](#), recomendamos ampliar posiciones en las bolsas europeas, lo que ya incluía como factor favorable la posibilidad de un acuerdo de paz en Ucrania. Los otros eran la entrada de Europa en una economía de guerra, los bajos tipos de interés de la eurozona y la esperada victoria de la CDU en Alemania y su programa económico liberal.

En el corto plazo el escenario es inestable, puesto que, aunque al final pueda haber un acuerdo, en el proceso de negociación dará muchas veces la sensación de lo contrario. Desde todas las partes implicadas. Además, en la negociación

se mezclará la cuestión de los aranceles, fuente a su vez de inestabilidad (ver capítulo de este cuaderno dedicado al tema arancelario).

Respecto a predicciones a largo plazo, pensamos que la respuesta más adecuada sería la que dio Keynes cuando respondió aquello de “a largo plazo, todos muertos”. A largo plazo todo dependerá de qué ocurra con lo que ya se denomina el nuevo orden mundial, que ya se empieza a dibujar, pero es pronto para saber quiénes son los beneficiarios y los perdedores.

Antes de acabar, permítanos recordar que los políticos también tienen sus objetivos y, en muchas ocasiones, sus propios intereses personales. No es casual que Macron trate de liderar la respuesta europea para dar imagen de estadista en su país, donde su popularidad está muy tocada. Y algo parecido se podría decir de Starmer en el R. U. Y de ahí en adelante. Tener un enemigo exterior siempre ha sido muy socorrido para los políticos, especialmente cuando el enemigo puede ser real. Se genera unión en torno al líder. Esto también debemos de tenerlo en cuenta a la hora de entender la situación actual.

Por su parte, los medios meten ruido, porque es su negocio. Y los influencers, por el mismo motivo. En muchos casos —y lo vemos en el caso de las televisiones

españolas o las tertulias en la radio— o bien se funciona por opiniones preestablecidas o por lo que se considera políticamente correcto en cada medio. Puede que todas esas conversaciones y opiniones sean fuente de entretenimiento, pero desde luego no son una buena fuente de información para los inversores.

En resumen:

- ▶ En la negociación para un acuerdo de paz en Ucrania la mano fuerte la tiene EE. UU., por lo que el resultado se parecerá a lo que pretende Norteamérica.
- ▶ La principal beneficiaria de un acuerdo de paz es la bolsa europea.

Renta variable

Ganadores y perdedores del rearme europeo y del despertar alemán

► Los ganadores

Uno de los motivos por los que Rusia no entró en recesión como consecuencia de las sanciones occidentales fue porque, además de saltarse las sanciones, entró en economía de guerra. Y la economía de guerra genera crecimiento. Y parece que ahora le toca el turno a Europa.

Cuando se habla de economía de guerra se tiende a pensar en los fabricantes de armamento, que obviamente son los más beneficiados, pero se olvida el beneficio indirecto para muchos otros sectores. Tengamos en cuenta que cuando inyectas 800.000 millones de euros en la economía, aunque inicialmente lleguen sobre todo a las empresas de armamento, eso luego se “contagia” a muchos otros sectores. A los fabricantes de equipos, al sector tecnológico, al sector aeroespacial, etc. Y si entra dinero en el sistema, gran parte acaba en los bancos, que a su vez tienen más dinero para prestar, etc., etc. Con independencia de que el origen de esa actividad económica sea más deuda, no deja de ser un círculo de crecimiento económico.

Lo que hace más atractivo el cambio de rumbo en Europa es que esta inyección de dinero la hará salir de la “euroesclerosis” en la que la han situado los políticos a base de excesos burocráticos e impositivos y falta de apoyo al empresariado. El potencial de subida de un valor tiene mucho que ver con el margen de mejora. La situación europea es tan desastrosa que, a poco que se haga, se notará mucho en su tejido empresarial. Y se va a hacer bastante.

Lo mejor del cambio de rumbo en Europa es que esta inyección de dinero la hará salir de la “euroesclerosis”. Y cuando algo está muy mal, el margen de mejora es muy grande.

Además, el programa económico de la CDU, el partido ganador de las elecciones alemanas, no tiene nada que ver con el del partido que lideraba Angela Merkel. Este es un programa de apoyo a las empre-

sas, reducción de la burocracia, de los impuestos y, en general, de dinamizar la economía. Combina muy bien económicamente con el proceso de rearme.

Pero no acaba ahí el “furor” de gasto público del nuevo gobierno alemán. También se lanzan a renovar las infraestructuras del país. Alemania va a crear un fondo de 500.000 millones de euros para inversión en infraestructuras.

Muchas empresas y muchos sectores productivos se van a beneficiar del rearme europeo y del incremento del gasto público y hay que aprovecharlo, entre otras cosas, porque lo vamos a pagar todos vía deuda, como veremos más adelante.

Además, ahora tenemos en España fondos cotizados, más conocidos como ETF, que permiten un abanico mayor de inversión sectorial.

► Perdedores

Los perdedores son los bonos de la eurozona. Especialmente los de largo plazo. Tratándose de Europa, no podíamos esperar que toda esta inversión fuera a venir de la iniciativa privada. Esto se va a financiar con nueva deuda. Mucha deuda. Y los recursos los distribuirán los gobiernos entre las empresas en base a un plan establecido por los políticos.

Estamos hablando de un nivel de deuda que en Alemania ha requerido el voto conjunto de CDU y SPD con la mayoría que tienen actualmente y sin esperar a la formación de las nuevas cámaras, porque la que ha salido de las elecciones no sería suficiente. Estamos hablando de un cambio de paradigma que, “de facto”, elimina el pacto de estabilidad presupuestaria que, con sus más y

sus menos, rige desde la crisis del euro. Y que solo se había saltado a estos niveles con motivo de la pandemia.

Estamos hablando de un cambio histórico: históricamente negativo para el mercado de bonos europeos de largo plazo. Los plazos cortos y medios lógicamente se ven menos afectados (los que afortunadamente hemos estado recomendando mayoritariamente desde [Nextep](#) a nuestros clientes).

Los ciudadanos no son conscientes de que existe un límite a lo que se puede endeudar el Estado, lo cual es curioso, porque todo el mundo lo entiende cuando piensa en su economía doméstica. Pero los mercados sí que se dan cuenta cuando se traspasan determinadas líneas rojas. Si cogemos por ejemplo el caso de Alemania, no veíamos un impulso al déficit

público similar desde la reunificación alemana. Y Alemania es el ancla del equilibrio presupuestario en Europa. Ahora habrá que decir que “era”.

Estamos hablando de un cambio históricamente negativo para los bonos europeos de largo plazo. Los plazos cortos y medios se ven menos afectados.

A los 800.000 millones de endeudamiento conjunto de la eurozona para armarse frente a la su-puesta amenaza rusa hay que añadir el fondo alemán de 500.000 millones para infraestructuras. Y ese dinero se pretende obtener emitiendo deuda pública u otras formas de endeudamiento, como bonos

emitidos por el Banco Europeo de Inversiones u otras instituciones financieras paneuropeas. Es lógico que los mercados se asusten. Cuando se debe mucho dinero, la calidad crediticia se resiente.

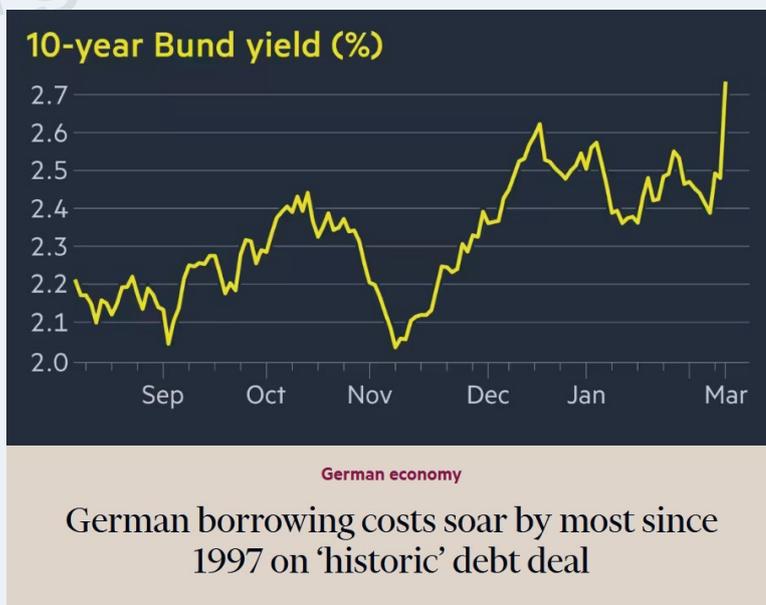
De hecho, al eliminar el techo de gasto, las posibilidades de endeudamiento alemán son casi ilimitadas. Se estima que podría llegar a ser de 1 billón de euros. Con las cifras que conocemos, el ratio Deuda-PIB pasaría del 63 % al 84 %, según el consenso de analistas consultado por el *Financial Times*. Y en este tipo de cálculos el consenso no se equivoca tanto, puesto que trabaja con datos conoci-

dos. DWS habla de un 70 %. En época de la reunificación alemana era del 41 % y pasó al 60 %.

Prueba de que el mercado es consciente del cambio es que, al día siguiente de producirse el anuncio alemán, el precio del bono con vencimiento a 10 años, que es el valor de referencia en la renta fija europea, tuvo una caída que no se había visto desde los años 90 (gráfico 1, gráfico de velas). Y lógicamente tendrán que pagar más para financiarse en los mercados, porque esto reduce su calidad crediticia. Y por eso la subida del tipo de interés ha sido espectacular.

Gráficos 1 & 2: Precio & tipo de interés del bono alemán con vencimiento a 10 años

Fuentes: TradingView (1) y Financial Times (2)

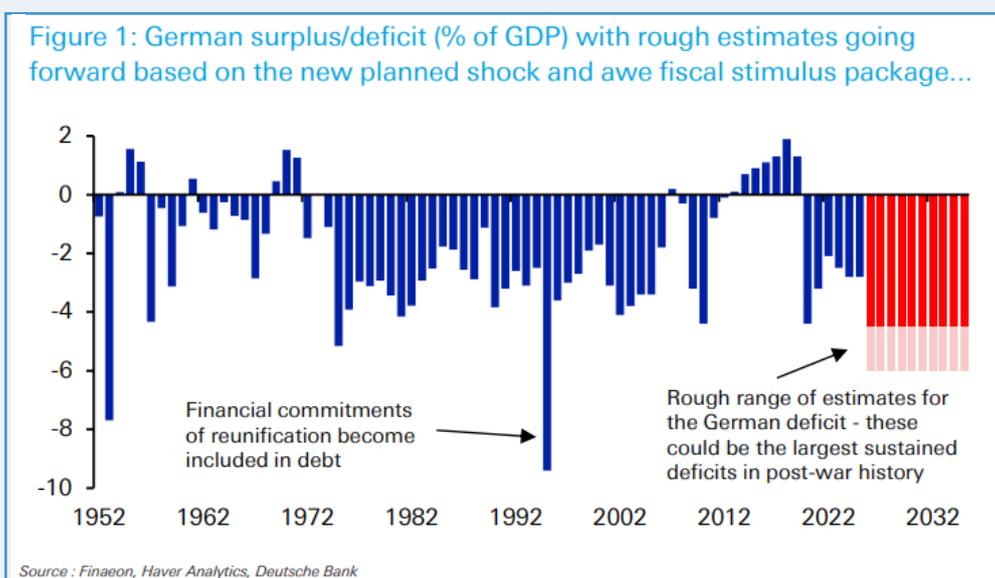


Fíjense a continuación en el gráfico n.º 3, cómo cambia la cifra de déficit de Alemania en base a estimaciones relativas a este futuro gasto militar y en infraestructu-

ras. Habría que remontarse al año 1993, cuando los compromisos financieros de la reunificación alemana se incluyen en la deuda del país.

Gráfico n.º 3: Estimación del déficit futuro de Alemania como porcentaje del PIB

Fuente: Finaeon, Haver Analytics, Deutsche Bank



Obviamente, todavía no se conocen los detalles y por lo tanto la estimación es solo eso, una estimación, pero basta con saber las cantidades de las que estamos hablando porque en el corto y medio plazo es con lo que se va a quedar el mercado: con el nivel de deuda que se va a emitir.

En resumen:

- ▶ Con el rearme europeo gana la bolsa europea. Especialmente la de Alemania, porque, ya puestos, se añade la renovación de infraestructuras en el país.
- ▶ La perdedora es, sin duda, la calidad crediticia europea, puesto que, en la práctica, desaparece el acuerdo de estabilidad presupuestaria.

¿Y si la Reserva Federal va y decide bajar los tipos de interés?

Si Trump quiere mejorar su balanza comercial, solo se habla de aranceles. Si quiere reducir su gasto militar y cerrar un acuerdo de paz en Ucrania, solo se

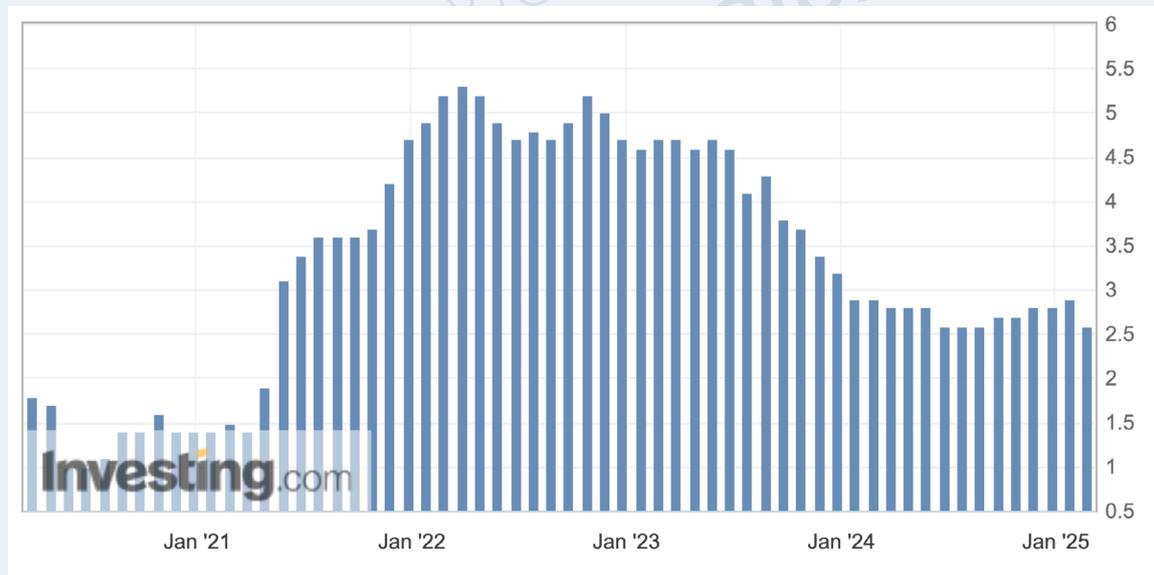
Uno de los problemas de que Trump sea el nuevo presidente de los EE. UU. es que, cuando organiza un lío, todo se focaliza

en esa cuestión. Si

habla del rearme europeo. Y, mientras tanto, se nos olvidan los datos económicos y financieros.

Por ejemplo, el PCE norteamericano, la medida preferida de inflación de la Reserva Federal de los EE. UU. Lo vemos en el gráfico n.º 4: ha vuelto a la tendencia bajista, después de un repunte en los últimos tres meses (el de principio de año es bastante lógico, ya que la mayoría de empresas revisan sus precios al inicio del año).

Gráfico n.º 4: El PCE, medida preferida por la Reserva Federal para medir la inflación

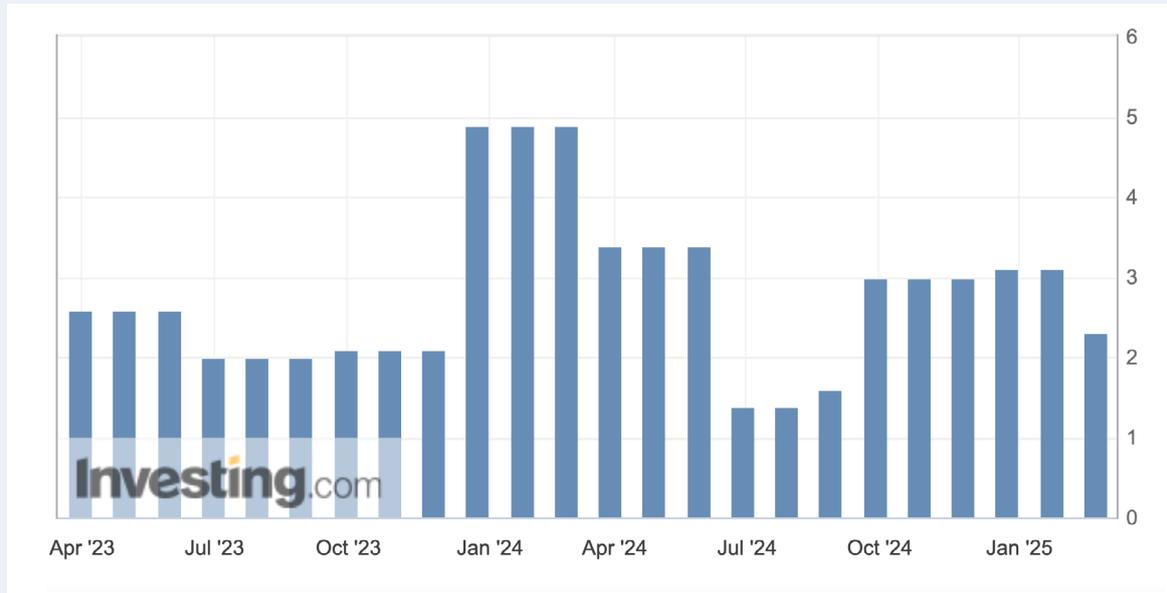


Fuente: Investing

De cara a los tipos de interés, la Reserva Federal también mira mucho cuál es el crecimiento del PIB. Es lógico: una economía muy caliente es inflacionista, una eco-

nomía que se enfría tiende a ser menos inflacionista. Y el PIB de los EE. UU. se está moderando, como puede verse en el gráfico n.º 5.

Gráfico n.º 5: Evolución del PIB norteamericano



Fuente: Investing

Contra todo lo anterior está el razonamiento de que los aranceles traen inflación, pero eso es discutible con los datos en la mano. En la administración anterior de Trump también hubo aranceles y la inflación se mantuvo en el entorno del 2 %. Además, se está olvidando el efecto desinflacionista de la reducción de las regulaciones. Si, como dice la Fed, ellos se limitan a los datos y no a los relatos, el efecto de los aranceles deberá de tenerlo en cuenta cuando se produzca y si se produce.

Otro factor importante de la inflación es el precio de la energía. Por eso insiste tanto Trump en que baje el precio del petróleo (“drill, baby, drill”). Es también un factor favorable a que puedan bajar en un futuro próximo los tipos de interés en EE. UU. La presión de Trump y la posibilidad de que en un acuerdo de paz en Ucrania se eliminen las sanciones a Rusia están influyendo en esta caída (gráfico n.º 6).

Gráfico n.º 6: El precio del petróleo (West Texas Intermediate)



Fuente: Barchart

Otra cuestión que mira mucho la Reserva Federal es el empleo. La inflación de costes laborales suele ser una de las mayores fuentes de inflación general. De hecho, si no fuera porque las cifras de empleo todavía son robustas, probablemente el mercado ya estaría descontando una bajada de tipos. Es casi el factor que falta para que se inicie el proceso. Probablemente el hecho de que Donald Trump le haya confiado a Elon Musk la agencia DOGE ayude en este sentido. De momento, en el último dato de empleo, se

perdieron 10.000 puestos de trabajo en la administración, y solo acababa de comenzar el trabajo del DOGE.

En cualquier caso, hasta que no empeore el empleo, no vemos bajadas de tipos, salvo que baje la inflación de los niveles actuales. Podríamos decir que el empleo es la mecha que, de encenderse, iniciaría el proceso de bajada de tipos. También que la inflación se acercara al objetivo del 2 % de la Fed. Y solo está a seis décimas.

El consenso se inclina porque no bajen los tipos de interés, como consecuencia sobre todo del posible impacto de los aranceles en los precios. Pero no olvidemos que normalmente el consenso se equivoca más que acierta. Si no fuera así, todos los analistas serían ricos, y obviamente no es el caso.

La Fed de momento descarta bajar tipos, pero esta Reserva Federal de Powell ha demostrado en otras ocasiones cierta tendencia a ir por detrás de los acontecimientos. Al final, lo mejor es seguirle la pista a los datos. Y, como hemos visto en este capítulo, en nuestra opinión, con los datos en la mano no se puede descartar que en el futuro se produzca una bajada de tipos.

En resumen:

- ▶ Datos como el del PCE indican una nueva tendencia a la baja en la inflación norteamericana, lo que, unido al empeño de Trump por conseguir bajar el precio del petróleo y a que los recortes de la agencia DOGE pueden indicar el comienzo de un empeoramiento en los datos de empleo, hace que no podamos descartar, pese a que de momento la Fed lo niegue, una futura bajada de tipos por parte de la Reserva Federal de EE. UU.

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.