

Víctor  
Alvargonzález

# CUADERNOS DEL MERCADO 100

edición especial

JUNIO 2025



# Índice

**Resumen** 4

## Portada

Las enseñanzas de Druckenmiller (y nuestro granito de arena) 5

---

## Renta variable

Por qué los inversores particulares están ganando a los profesionales 8

---

Lo de Europa es coyuntural, lo de EE. UU. es estructural 11

---

Las señales que avisan de una crisis de deuda 12

---

El escenario soñado de Scott Bessent 17

---

**Notas** 20

## Informe mensual de estrategia

correspondiente  
al mes de **junio**  
de **2025**

**E**stamos de celebración: este es el número 100 de estos “Cuadernos”. Así que el artículo de portada lo vamos a dedicar a algo que sirva para toda la vida de un inversor o una carrera en el sector financiero. Y, a tal efecto, hemos elegido los consejos de uno de los gestores en activo más exitosos, pero menos conocidos en España. Y como es el número 100, nos hemos permitido añadir nuestro propio granito de arena a sus magníficos consejos. Para que los tengan siempre a mano.

A continuación pasamos a un tema que de momento es coyuntural, pero que podría llegar a ser estructural: con la democratización del asesoramiento financiero de calidad —y los goles en propia meta de los inversores teóricamente sofisticados—, últimamente los inversores particulares baten a los institucionales, que se están perdiendo las grandes subidas. Y damos nuestra opinión de por qué ocurre.

Y luego, como estamos con un ejemplar que pretendemos sea atemporal sin tampoco olvidar el corto plazo, volvemos a una cuestión estructural. Tan estructural como por qué EE. UU. va a seguir siendo el líder económico del mundo y como el buen comportamiento bursátil europeo puede ser más de medio que de largo plazo. A continuación, otra cuestión estructural, pero que hay que vigilar desde ya mismo: la crisis de deuda que se producirá si sigue aumentando sin control. Y las señales para detectarla.

Finalmente y también como asunto estructural, pero con importantes implicaciones en el corto plazo, hablamos de lo que al secretario del Tesoro norteamericano le gustaría que pasara en China.

Porque en estos “Cuadernos” le damos ideas, pero es en [www.nextepfinance.com](http://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

**La rentabilidad de una cartera depende básicamente de la evolución de las posiciones más importantes. Diversificar en exceso es una carga y desvía la atención.**

**Hay que centrarse en las ideas ganadoras y/o en las que se tenga una gran convicción. Y no hay que tener miedo a estar en liquidez o cambiar de activo.**

**El acceso a asesoramiento de calidad a un precio razonable y el empeoramiento de la gestión institucional están cambiando las tornas en los mercados.**

**Si la deuda pública norteamericana sigue aumentando, la cuestión no es si habrá crisis, sino cuándo. Por eso hay que tener muy claras las señales de peligro.**

**EE. UU. quiere que los consumidores chinos consuman más, ahorren menos y compren productos USA. Curiosamente, eso también le interesa a China.**

**\* 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

# Las enseñanzas de Druckenmiller (y nuestro granito de arena)

**S**tanley “Stan” Druckenmiller es probablemente el mejor profesional de la inversión vivo que existe. Después de Warren Buffett, pero Buffett se acaba de retirar.

Escuchar a Druckenmiller —y a Buffett— vale más que cualquier máster en finanzas. Y mucho más que cualquiera de los cursos llenos de teoría y vacíos de práctica que obligan a realizar actualmente a quienes quieren trabajar en el sector financiero.

Lo primero que llama la atención es su opinión sobre la diversificación y el control de riesgos. Como bien dice, la experiencia demuestra que, al final, en una cartera el resultado depende de 5 o 7 ideas, mientras que el resto de posiciones no aportan nada o incluso son un lastre. En consecuencia, concluye que es mejor invertir solo en esas 5 o 7 ideas en las que uno esté convencido de que son las mejores, en lugar de “desparramar” entre 30 o 40 valores, que generan más trabajo y hacen perder el foco en las inversiones más importantes.

Y como vemos en el gráfico n.º 1, Druckenmiller hace honor a su palabra. Atención: el gráfico es de febrero, no lo interpreten como donde invierte actualmente, sino como ejemplo de su forma de invertir. De hecho, hace unos meses que vendió su posición en Nvidia, de la que, por cierto, fue uno de los primeros inversores en darse cuenta del potencial.

Frente a la crítica de que está poniendo todos los huevos en la misma cesta, su respuesta es que “los vigila muy de cerca”. Y tiene razón: es más fácil vigilar 5 posiciones que 25. Aunque hay que tener en cuenta que Druckenmiller maneja básicamente su propio dinero y el de socios experimentados y se puede permitir ese nivel de concentración de riesgo.



**Gráfico n.º 1: Pocos valores,  
pero bien vigilados**

En [Nextep](#) no somos tan extremos. Queremos que la gente no solo gane dinero, también queremos que duerma tranquila, por lo que consideramos que una diversificación algo superior reduce la volatilidad. Pero estamos totalmente en contra de lo que se hace en el 80 % de las

entidades financieras, es decir, una diversificación basada en meter en la cartera el mayor número posible de activos, sectores y países sin un motivo concreto y de peso. Y que al final el resultado es una suma cero, porque al final el número de los que suben es igual que el de los que bajan. Se reduce la volatilidad, pero también se elimina la posibilidad de ganar dinero. Coincidimos plenamente con Druckenmiller en que hay que tener solo aquello que estés plenamente convencido que hay que tener. No es cuestión de número, es cuestión de ideas y oportunidades.

También estamos totalmente de acuerdo con Druckenmiller en darle mucha importancia a la posibilidad de poder invertir en cualquier activo, sector o país. Es la forma de trabajar inicial de los mejores gestores de hedge funds, los que hicieron famosos estos vehículos de inversión (nada que ver con los de ahora). Se llamaban así precisamente porque, al poder moverse libremente entre activos, sectores y países, si el gestor era bueno podían hacerlo bien en cualquier escenario de mercado. No tenían que estar siempre expuestos a un activo concreto, como ocurre, por ejemplo, en un fondo de renta variable norteamericana

o europea, y eso les daba una protección, una “cobertura” (en inglés un “hedge”).

**Hay que centrarse en las ideas ganadoras y no diversificar porque sí. No es cuestión de número, es cuestión de la calidad de las ideas. Y de aprovechar las oportunidades.**

No podemos estar más de acuerdo. Hay años que funciona mejor un activo que otro, un índice mejor que otro, un sector mejor que otro y por supuesto todos los años lo hace mejor una zona geográfica que otra. La gran ventaja de trabajar con una cartera de fondos de inversión o ETF (idealmente ambas) es que puedes moverte con libertad

entre todos y de forma muy sencilla. Incluso apostar contra cualquiera de ellos y ganar si pierden valor. Porque muchas veces se gana más apostando contra un activo, sector o país que apostando a favor. Y esta es una de las grandes ventajas de los ETF.

Otro consejo fundamental de Druckenmiller es que, cuando se invierte, el presente no cuenta, porque lo que está pasando en el presente ya está descontado en los precios, pues son datos y noticias que ya conoce el mercado. Tienes que ser capaz de establecer algún tipo de proyección que te ayude a invertir en las ideas que el mercado todavía no ha visto o solo ha visto a medias.

**Los “hedge funds” se llamaban así porque, al moverse libremente entre activos, sectores y países, si el gestor era bueno podían hacerlo bien en cualquier escenario de mercado.**

No podemos estar más de acuerdo. La excusa de “no tengo la bola de cristal” es muy débil, porque no se trata de tener la bola de cristal, sino de tener visión empresarial. Un buen inversor o asesor es alguien con visión empresarial. Y todo el mundo sabe que esa visión existe. Ahí están los grandes empresarios para demostrarlo. Y luego aplicar un depurado cálculo de probabilidades, en función de información de máxima calidad.

Por ejemplo, cuando empezaron los primeros algoritmos de inteligencia artificial, alguien con un poco de visión ya podía entrever que a uno o dos años vista la IA sería algo grande. Y analizar las probabilidades a favor y en contra de que así fuera —y, como ya hemos apuntado, Druckenmiller fue uno de los primeros inversores que compró Nvidia—.

Y finalmente, a quienes se van a dedicar al sector financiero, Druckenmiller les dice que es mucho más importante tener un buen mentor que una buena paga (el suyo fue Soros). De nuevo, no podemos estar más de acuerdo: poder adquirir conocimientos de alguien que es bueno en lo suyo y tiene experiencia no tiene precio.

Y, como este es el número 100 de “los cuadernos” y estamos de aniversario, nos vamos a permitir añadir algunos consejos que pensamos complementan muy bien los de este gran profesional que es Druckenmiller:

- 1. En los mercados no ganan los más inteligentes: ganan los más valientes. Porque tienen el valor para comprar cuando todo el mundo vende.**
- 2. No te fíes de los consejos de quien cobra comisión de los productos que recomienda. El asesor tiene que ser independiente y trabajar para su cliente, no para una gestora.**
- 3. No es necesario estar invertido si no hay un motivo claro para ello. Puedes estar en otro activo. O en liquidez. Y no pasa nada.**
- 4. Los mercados tienen sus propias reglas. Un gran economista no tiene por qué ser un buen inversor (aunque para invertir hay que conocer bien la economía).**
- 5. Mejor ir de rebajas que hacer aportaciones periódicas.**

#### En resumen:

- ▶ **Dice Druckenmiller que mejor tener un buen mentor que un buen sueldo. Y él sería actualmente uno de los mejores. De sus consejos, los dos que más nos gustan son que hay que centrarse en pocas ideas, pero en las que se tenga mucha convicción, y que hay que poder moverse entre todo tipo de activos, sectores y países.**

## Renta variable

### Por qué los inversores particulares están ganando a los profesionales

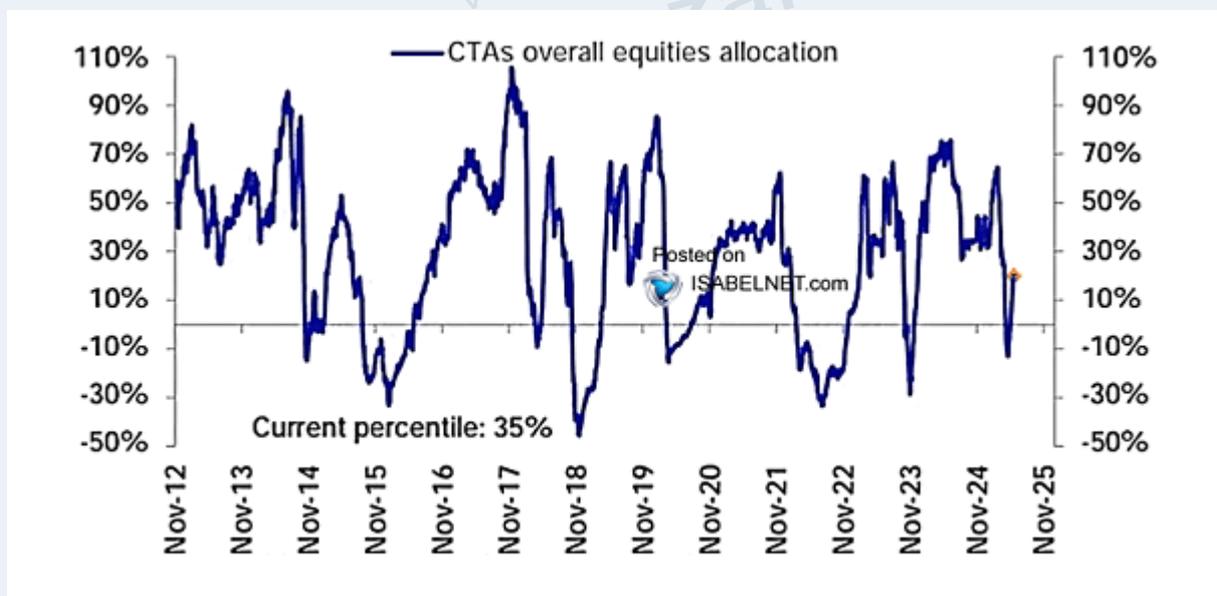
Lo del “Smart Money” es cada vez más mito bursátil que realidad. Hace ya años que a los gestores de fondos de gestión alternativa y otros vehículos complejos las grandes subidas les pillan con el pie cambiado. De hecho, no solo a ese tipo de gestores, sino a la mayoría de gestores profesionales en general.

Como vemos en el gráfico n.º 2, a inicios de 2023 los fondos de gestión alter-

nativa, que utilizan profusamente los productos derivados, estaban *muy* cortos de renta variable. Justo cuando, poco después, los mercados se dispararon al alza (gracias a la llegada de la IA y la bajada de la inflación). Solo bien entrado 2024, el consenso se percató de que había que actuar. Un poco tarde: la guerra arancelaria de Trump volvió a pillarles con el pie cambiado.

**Gráfico n.º 2: Posiciones alcistas de fondos y operadores que usan activamente derivados**

Fuente: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Asset Allocation

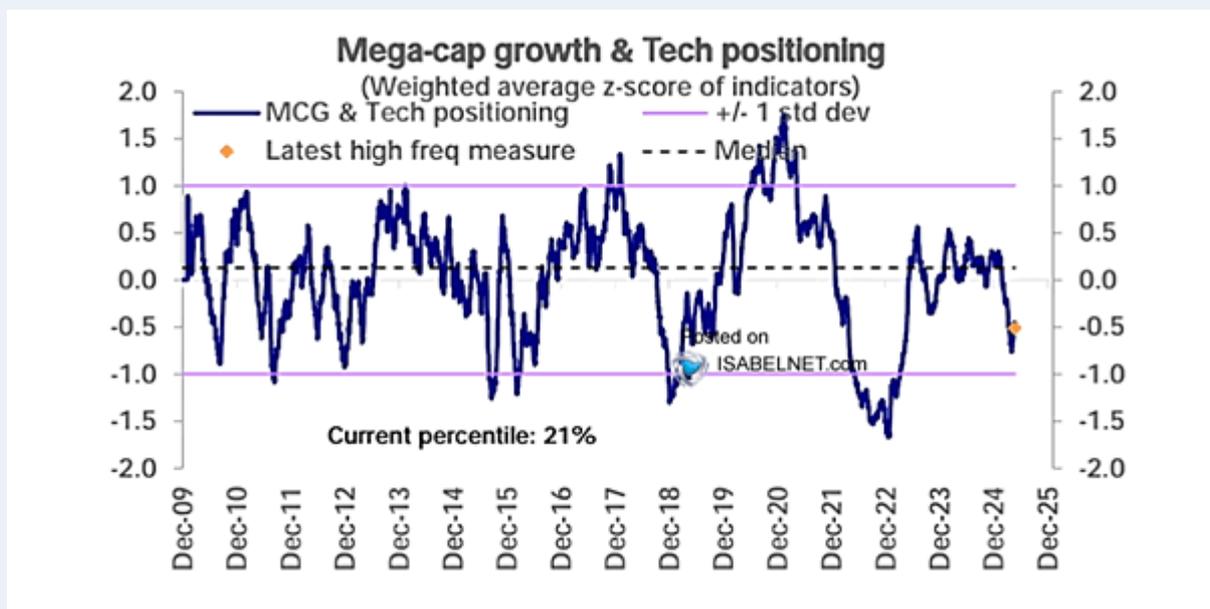


Pero no han sido solo los fondos de gestión alternativa. La posición general de los gestores en tecnología y en grandes compañías de crecimiento (el grueso del

S&P 500) era muy baja en el verano de 2023 y también lo ha sido antes de esta fuerte recuperación que ha tenido recientemente el NASDAQ.

**Gráfico n.º 3: Posicionamiento en grandes compañías y tecnología**

Fuente: Deutsche Bank Asset Allocation



Pero últimamente la cuestión ha ido a peor, porque los inversores particulares sí que han aprovechado la debacle generada por Donald Trump el nefasto día de la liberación para tomar posiciones, mientras que los profesionales se quedaron fuera y se han perdido la subida.

¿Qué ha pasado? ¿El dinero listo (“Smart Money”) se ha vuelto tonto (“Dumb Money”)?) ¿Han aprendido mucho los inversores particulares? En nuestra opinión, la respuesta es que al dinero “listo” le ha pasado lo que ocurrió con los fondos de gestión activa: que los jefes de las grandes gestoras no querían sorpresas que pudieran afectar a su bonus, así que limitaron la capacidad de movimiento de los gestores. El resultado es que los fondos

de gestión activa obtenían resultados muy parecidos a los índices de referencia y no aportaban ningún valor. Fue el origen del éxito de los fondos indexados y los ETF.

Con el dinero listo pasa ahora algo parecido. Los fondos de gestión alternativa se han abierto a todo tipo de inversores, ha aumentado el volumen y los jefes no quieren líos. La presión lleva a que los gestores se expongan menos al riesgo, pero eso reduce su capacidad de generar beneficios. Y se pierden muchas cosas.

Mientras tanto, en el mundo del inversor particular se está produciendo una revolución, concretamente en el acceso al asesoramiento profesional y de calidad.

La mayoría de lo que se ofrece gratuitamente en las redes y otros medios de comunicación no vale nada. Pero se han popularizado servicios de pago, tipo el FundStrat de Tom Lee, que a cambio de una cuota accesible, dan muy buenos consejos de inversión. Algo parecido a lo que tratamos de hacer desde [Nextep](#) en España.

Tom Lee y su FundStrat son la cabeza más visible de un movimiento muy amplio de servicios de suscripción y Newsletters de calidad que lleva tiempo funcionando en EE. UU. Y tanto, ellos como sus clientes, pueden moverse con mucha más libertad que los gestores profesionales y ahora los de fondos de gestión alternativa, también muy presionados por el legislador.

Así, en la misma medida en que los inversores institucionales y sofisticados se han perdido las últimas subidas, han acertado la mayoría de estas publicaciones y servicios de suscripción. De hecho, muchos están llevados por profesionales que han encontrado en esta forma de trabajar la independencia y la libertad de movimiento que habían perdido en los vehículos institucionales.

Ha habido otras ocasiones en las que la democratización de la inversión ha acabado mal, básicamente porque el plan-

teamiento era de casino y los inversores particulares no contaban con acceso al asesoramiento que ha supuesto la llegada de Internet. En las redes se mezcla asesoramiento e información de ínfima calidad con asesoramiento e información de muy alto nivel. Hoy en día, una

selección de cuentas de Twitter de calidad tiene más valor que una suscripción al Financial Times o al Wall Street Journal (que siguen aportando valor, pero están muy sesgados políticamente en sus informaciones o por conflictos de interés, en función de quién paga la publicidad).

**Los inversores particulares aprovecharon la debacle del "día de la liberación" para tomar posiciones, mientras que los profesionales se quedaron fuera.**

#### En resumen:

- ▶ Hace ya años que a muchos gestores profesionales las subidas les pillan con el pie cambiado (se exponen menos al riesgo y se pierden muchas cosas), mientras que en el mundo del inversor particular se está produciendo una revolución. Hoy en día en EE. UU. ya se puede acceder a un abanico muy amplio de servicios financieros de suscripción y newsletters de calidad llevados por profesionales del sector que han encontrado en esta forma de trabajar la independencia y la libertad de movimiento que habían perdido en los vehículos institucionales.

## Lo de Europa es coyuntural, lo de EE. UU. es estructural

Este año estamos viendo cómo las bolsas europeas lo hacen claramente mejor que las norteamericanas. Y hay motivos. Para empezar, en Europa no tenemos a Donald Trump como un elefante en una cacharrería. Además, los políticos europeos han decidido tirar la casa por la ventana, eliminar el pacto fiscal y gastar como si no hubiera un mañana. Y el mercado descuenta que gran parte de este dinero irá a empresas cotizadas.

De hecho, para demostrar que en lo de disparar el gasto público van en serio, han decretado que todo el déficit que se genere por invertir en armamento e industrias relacionadas no es déficit. Por el artículo 33. Además, en el caso de Alemania gastarán muchísimo dinero en infraestructuras.

Para eso han eliminado el techo que se habían autoimpuesto a su endeudamiento. Todo ello, con la intención de evitar que Europa vuelva al estancamiento en el que se encontraba antes de la pandemia y que empezaba a ser estructural.

Además, y por si todo lo anterior fuera poco, ese estancamiento estructural europeo tiende a reducir la inflación si no hay shocks externos, como ocurrió tras las

sancciones a Rusia o la reapertura de la economía tras los confinamientos. Y eso permite al BCE bajar los tipos de interés, que es lo que más les puede gustar a las bolsas. Y por eso casi desde el inicio de este año hemos estado recomendando activamente las bolsas europeas.

Pero el “subidón” europeo tiene como base el incremento del gasto público y la planificación estatal de la economía, no la inversión privada o la innovación, que es precisamente el motor del crecimiento en Norteamérica. Además, estamos viendo la parte negativa del plan económico de

**El “subidón” europeo tiene como base el incremento del gasto público y la planificación estatal de la economía, no como en EE. UU., que es la inversión privada y la innovación.**

Donald Trump, su obsesión por los aranceles o porque las empresas fabriquen en EE. UU., pero no estamos viendo los elementos positivos. Su programa incluye medidas masivas de desregulación para la actividad empresarial y bajadas de impuestos, cuestiones ambas que tienden a generar crecimiento económico,

aunque también suelen tener efectos secundarios negativos.

Pero, en el medio plazo, a la capacidad de innovación y apoyo al empresariado característica de Norteamérica se unirá la desregulación y la reducción de impuestos, lo cual haría que el reinado de la bolsa europea pudiera ser efímero. Para entenderlo, baste imaginar la bolsa norteamericana sin Trump dando patadas a la mesa.

No es un escenario imposible, porque su estilo es tomar las medidas más duras al inicio del mandato para así recoger los frutos al final, o que al menos el electorado olvide sus diatribas y la tensión creada al inicio. Por eso, aunque actualmente es conveniente dar un alto peso a Europa, de cara al futuro tenemos que vigilar lo que ocurra en Norteamérica.

#### En resumen:

- Hay que aprovechar que los políticos europeos han eliminado el pacto fiscal y van a gastar como si no hubiera un mañana y el mercado descuenta que gran parte de ese dinero irá a empresas cotizadas. Pero a largo plazo, lo que mejor funciona no es el gasto público, sino la innovación y la inversión privada.

## Las señales que avisan de una crisis de deuda

Lo bueno de las crisis de deudas es que a veces avisan. Lo malo es que el aviso puede durar solo unas horas.

Por eso hay que trabajar con un asesor que esté muy atento y sepa leer las señales.

Pero empecemos por aclarar en qué consisten. Y nada como con un ejemplo de la vida cotidiana. Imaginemos a alguien que empieza a endeudarse y cada año adquiere más deudas. Llegado un momento, quienes le prestan dinero, por ejemplo, los bancos, empiezan a temer por sus préstamos. Primero le suben el tipo de interés, para que les compense el mayor riesgo. Pero

si el deudor sigue endeudándose, un día le cortan el grifo. El proceso no es automático. Al principio le dan todo el dinero que pida, porque hablamos de alguien que tiene trabajo y capacidad de endeudamiento. Luego se lo dan pero le cobran un tipo de interés mayor y finalmente dejan de darle crédito.

Con los gobiernos puede ocurrir algo parecido. De hecho, ocurre cada cierto tiempo. Es más, no ocurre solo con países emergentes, también ha habido episodios en economías desarrolladas. Concretamente en la nuestra, en la zona euro, y desgraciadamente nuestro país fue uno de los protagonistas de esa pérdida de confianza (acompañado de Italia, Grecia y Portugal). Es lo que se llamó “la crisis del euro”, por-

**En la crisis del euro el indicador fue la prima de riesgo entre los países del sur de Europa y Alemania. Fue como el termómetro de la fiebre en un enfermo.**

que fue tan grave que llegó a poner en peligro la propia existencia del euro. Pero en realidad se produjo porque, llegado un momento, los mercados perdieron la confianza ante los excesos de deuda de los países del sur de Europa.

En aquel momento, el mejor indicador, el que avisó con tiempo, fue la prima de riesgo, ese diferencial de tipos de interés entre los países menos serios presupuestariamente hablando y el más serio del grupo, Alemania. Fue como el termómetro de la fiebre en un enfermo.

Obviamente este indicador no estaría tan claro si la crisis de deuda se produce en EE. UU., no sería tan fácil establecer una referencia, dada la teórica alta calidad crediticia de Norteamérica. Aun así, ya hay algunos países con mayor calidad crediticia que podrían servir.

Si la crisis se originara en Norteamérica habría indicadores más adecuados. Por ejemplo, el precio del oro y su evolución en relación con el precio de los bonos americanos o el dólar.

Y ya que hablamos del dólar: su evolución respecto a las divisas de economías avanzadas con bajo nivel de deuda también sería un buen indicador.

También lo sería el oro. Uno de los motivos por los que está subiendo es porque ha calado el miedo por los excesos de los bancos centrales en la emisión de papel moneda, pero también por el exceso de deuda. En EE. UU. no es como aquí, que a todo el mundo le da igual y piensa que la deuda la paga "Europa". Allí son muy conscientes del problema.

**El mejor termómetro son los tipos de interés *reales* de largo plazo. A estos efectos son como el indicador de la temperatura del motor.**

Otro indicador es el desarrollo de las subastas de deuda. Es donde los grandes inversores institucionales, estados incluidos, compran deuda norteamericana. Y es donde muestran su confianza poniendo su dinero. O su desconfianza absteniéndose de comprar

o pidiendo un tipo de interés mucho más alto. Conviene seguirlas con cierta atención, sobre todo si se repiten subastas en las que cuesta mucho colocar la deuda.

El mejor termómetro son los tipos de interés de largo plazo. A estos efectos son como el indicador de la temperatura del motor. Y el problema es que, como podemos ver en el gráfico n.º 4, el motor está caliente. Hacía mucho tiempo que el tipo del bono a 30 años no superaba el 5 %, o que el bono a 10 años no superaba el 4,50 %.

#### Gráfico n.º 4: Tipo de interés del bono USA con vencimiento a 30 años

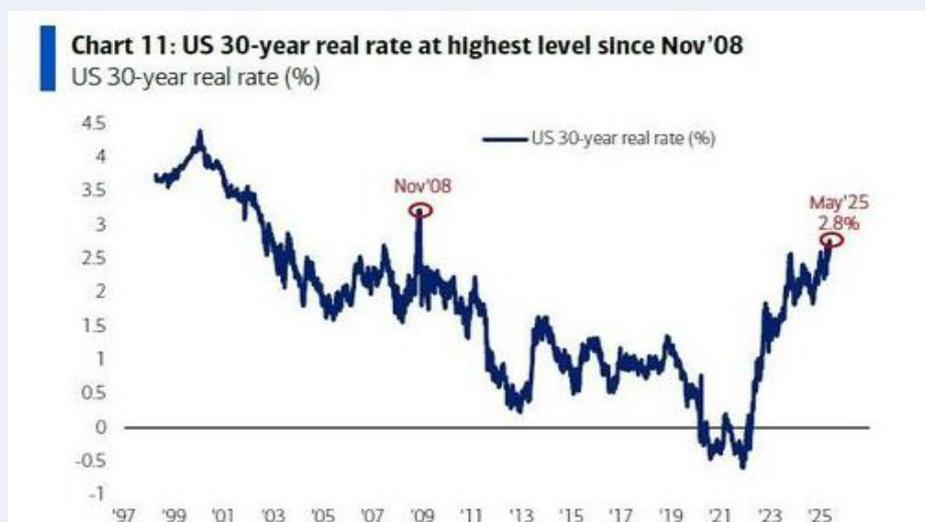


Fuente: Bloomberg

Evidentemente, ambos han estado a tipos muy superiores, pero hay que pensar en términos de tipos de interés *reales*, es decir, hay que descontar la inflación. Y si esos tipos de interés reales siguen subiendo, será una señal adicional de ten-

sión. Y no habían estado tan altos desde noviembre de 2008, en plena gran crisis financiera. Si comparamos con la historia, hay margen de subida, pero habrá que estar atentos.

#### Gráfico n.º 5: Tipo de interés *real* del bono norteamericano con vencimiento a 30 años



Fuente: Fuente: BofA Global Investment Strategy, Bloomberg

También es bueno ver si esa subida de tipos se contagia a otros países con graves excesos de deuda, como es el caso de Japón. Tal y como podemos observar en el gráfico n.º 6, es exactamente lo que ha ocurrido en esta ocasión. Pese a que la subida de tipos de los bonos de largo plazo norteamericanos ha tenido como origen la recalificación de la deuda norteamericana y la decisión de Donald Trump de llevar a cabo una nueva bajada de impuestos, lo de Japón es muy impor-

tante, porque es el país que ha cometido mayores excesos a la hora de disparar el gasto público y la deuda. Es, por decirlo de alguna manera, el eslabón más débil de la cadena dentro de las economías avanzadas. Y como vemos en el gráfico n.º 6, los tipos del bono con vencimiento a 30 años (línea amarilla) no habían estado tan altos en 25 años. Ni habían subido con tanta fuerza en tan poco tiempo, lo cual es cuanto menos llamativo.

**Los tipos de interés reales de los bonos a 30 años son un buen indicador de la tensión en el mercado de bonos USA. No habían estado tan altos desde noviembre de 2008.**

**Gráfico n.º 6: Tipo de interés de los bonos japoneses con vencimiento a 10 y 30 años**

Fuente: Bloomberg



Finalmente, en este cuadro de mandos hay otro menos objetivo, pero también importante: el “runrún” del mercado. Antes de que Draghi tuviera que sacar la artillería pesada para evitar el fin de la eurozona, ya se hablaba mucho —y mal— de la deuda de los países del sur de Europa, de los problemas de las cajas de ahorros en España o de la situación en Grecia.

Evidentemente hay que estar bien asesorado, porque estos avisos no se van a producir de forma pausada, ordenada y meridianamente clara para que todo el mundo se entere. Las crisis no funcionan así. Pero quien sepa qué indicadores del cuadro de mandos son importantes y a qué niveles son preocupantes, tendrá mucho ganado.

Finalmente, pero no menos importante, es ver si hay contagio no solo a Japón, sino también a Europa, lo que nos estaría diciendo el mercado es que esta crisis, de producirse, sería muy grave, porque sería global, nada que ver con una crisis focalizada en un país. Aunque si ese país es EE. UU., el resultado no sería menos grave.

Luego hay que ver también cuál es la actitud de los políticos, que son los responsables de que se llegue a una situación de este tipo. Una actitud proactiva para reducir el déficit tranquilizaría a los mercados.

Otro elemento positivo sería el crecimiento económico. El país que se endeuda, pero a la vez está creciendo, mantiene un buen equilibrio fiscal, puesto que aumenta la recaudación. El problema es que si el crecimiento se reduce, el cociente deuda / PIB se dispara.

**El peor escenario es aquel en el que sigue aumentando la deuda, pero baja el crecimiento, porque en ese caso baja el ratio deuda / PIB.**

El peor escenario es aquel en el que sigue aumentando la deuda, pero baja el crecimiento, porque en ese caso baja el ratio deuda / PIB. En nuestro ejemplo cotidiano de fácil comprensión sería como si a esa persona que no ha

hecho más que endeudarse le bajarán el sueldo: imaginen el pánico del director de la sucursal que ha autorizado esos créditos. El de los inversores que hayan comprado los bonos de esos países que de repente combinan recesión con niveles históricos de deuda.

#### En resumen:

- ▶ **Las probabilidades de una crisis de deuda son directamente proporcionales a la tendencia de los políticos occidentales al endeudamiento y a generar déficit en las cuentas públicas. No sabemos hasta dónde puede llegar la confianza del mercado, pero sí sabemos cuáles son los indicadores que muestran si esa confianza aumenta o disminuye.**

## El escenario soñado de Scott Bessent

**S**i algo podemos aportar y hemos tratado de aportar a lo largo de estos 100 números de “Los Cuadernos del Mercado”, es una visión

no solo independiente, sino también profunda de las cosas. Profunda no en el sentido de complicada, sino de no repetir lo que dice todo el mundo y tratar de aportar un valor añadido.

Los medios repiten lo que dice el más importante o el más influyente o lo que digan las agencias de noticias. En las redes se repite lo que dice el que habla más alto. En los informes de las agencias y sociedades de valores, bancos o gestoras se repite la posición del consenso, que ya sabemos que no suele ser la más acertada en lo que a predicción de mercado se refiere.

La información de mala calidad no solo aporta poco, sino que muchas veces despista, porque como vemos un día sí y otro también, en los medios se dicen cosas falsas o sesgadas —especialmente en los medios tradicionales más importantes— y en las redes se puede dar lo mejor y lo peor en la misma plataforma, lo que hace difícil distinguir.

**Cuando Bessent habla de que EE. UU. fabrique más productos, aclara que se refiere a “manufacturas de precisión”. Esto puede ser desde chips hasta robots.**

Viene al caso esta larga introducción porque es de aplicación a todo lo relacionado con la disputa comercial entre la administración Trump y el resto del mundo y concretamente entre China y EE. UU.

Contrariamente a lo que ocurre con Europa, donde existe una clara animadversión de Trump (y todo su equipo) hacia los políticos europeos, la relación personal del presidente de China y Donald Trump es bastante buena. Trump lo ha dicho en varias ocasiones y recientemente ha insistido en ello el secretario del tesoro Donald Bessent. Pero no solo ha dicho eso.

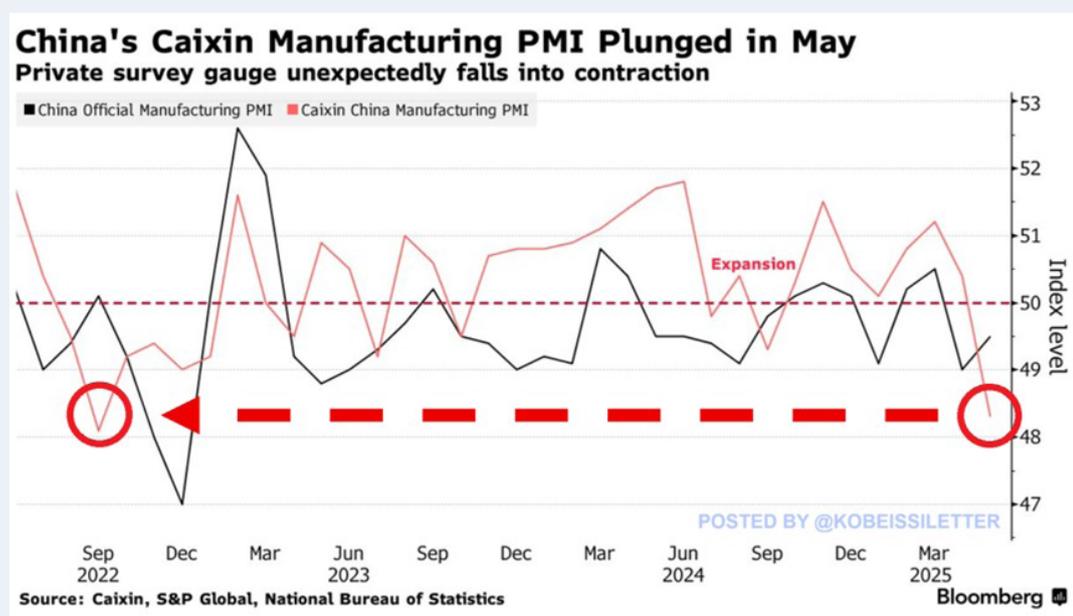
Bessent ha declarado que el “escenario soñado” de la relación económica entre China y Estados Unidos sería que EE. UU. volviera a fabricar productos —lo que los norteamericanos llaman “manufacturas”— y que no tengan que comprárselo todo a China. Que China deje de ser solo un exportador de productos baratos que tanto daño hacen al empleo en determinadas zonas de EE. UU. y que fomente su consumo interno. Aunque pudiera parecer que la demanda interna de China es muy potente, no lo es si se compara con el tamaño de su economía. Es más, la propensión al ahorro es mucho más alta en China que en cualquier país occidental, lo cual obviamente va en detrimento del consumo.

Si China consumiera más y además abriera sus puertas a los productos norteamericanos, se reduciría el enorme déficit comercial con EE. UU. China también saldría ganando si estimulara su consumo. De hecho, el “escenario soñado” ahora en China debería ser el de evitar convertirse

en un nuevo Japón. Como puede verse en el gráfico n.º 7, la obsesión por la producción barata y el ahorro la están llevando a un peligroso proceso de estancamiento y deflación que está al borde de convertirse en deflación crónica.

### Gráfico n.º 7: Índice adelantado de actividad económica en China

Fuente: Bloomberg – Caixin



Sobre todo lo anterior hay que hacer algunas aclaraciones. En primer lugar, cuando el secretario del Tesoro norteamericano habla de que Norteamérica fabrique más productos, aclara que se refiere a “manufacturas de precisión”. Esto puede ser desde chips hasta robots, pasando por ordenadores o teléfonos móviles. Y también que China empiece a dejar de competir tanto vía precio y empiece a competir más vía valor añadido.

Esto también lo aclaró recientemente Donald Trump en su peculiar lenguaje: “No estamos buscando fabricar zapatillas ni camisetas. Queremos fabricar equipamiento militar, queremos hacer cosas grandes. Queremos trabajar en el tema de la inteligencia artificial, con los ordenadores. No estoy buscando fabricar camisetas, para ser honesto. No estoy buscando fabricar calcetines”.

Si Norteamérica compra más es porque consume más y porque, hasta ahora, pone menos dificultades a la entrada de importaciones. Esa es una realidad y eso es a lo que se refiere Trump cuando dice que le “engañan”, tanto los chinos como los europeos y el resto del mundo. Por eso, Norteamérica tiene déficit con el resto del mundo. Pero si China fomentara más su consumo no solo superaría el riesgo de un estancamiento a la japonesa, bajaría el déficit comercial de EE. UU. Y si China abre sus puertas a la producción USA, mejor todavía.

¿Qué significa esto para el inversor? Pues que en las negociaciones hay que mirar si hay un alineamiento en esta cuestión o si por el contrario se quedan en una negociación con las luces cortas, como ocurrió con la anterior administración Trump y por lo que ahora estamos de nuevo en esta pelea.

La negociación entre China y EE. UU. podría tener un resultado negativo con consecuencias negativas para las bolsas —especialmente las de ambos países—, poco significativo (efecto neutro), o podría generar una nueva relación económica entre ambos países, lo cual tendría implicaciones positivas importantes para las bolsas.

#### En resumen:

- ▶ **No solo hay que estar atentos al resultado de las negociaciones entre China y EE. UU., también hay que estarlo a si solo ponen una venda o consiguen establecer una nueva relación económica de largo plazo beneficiosa para ambos países.**

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](https://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.