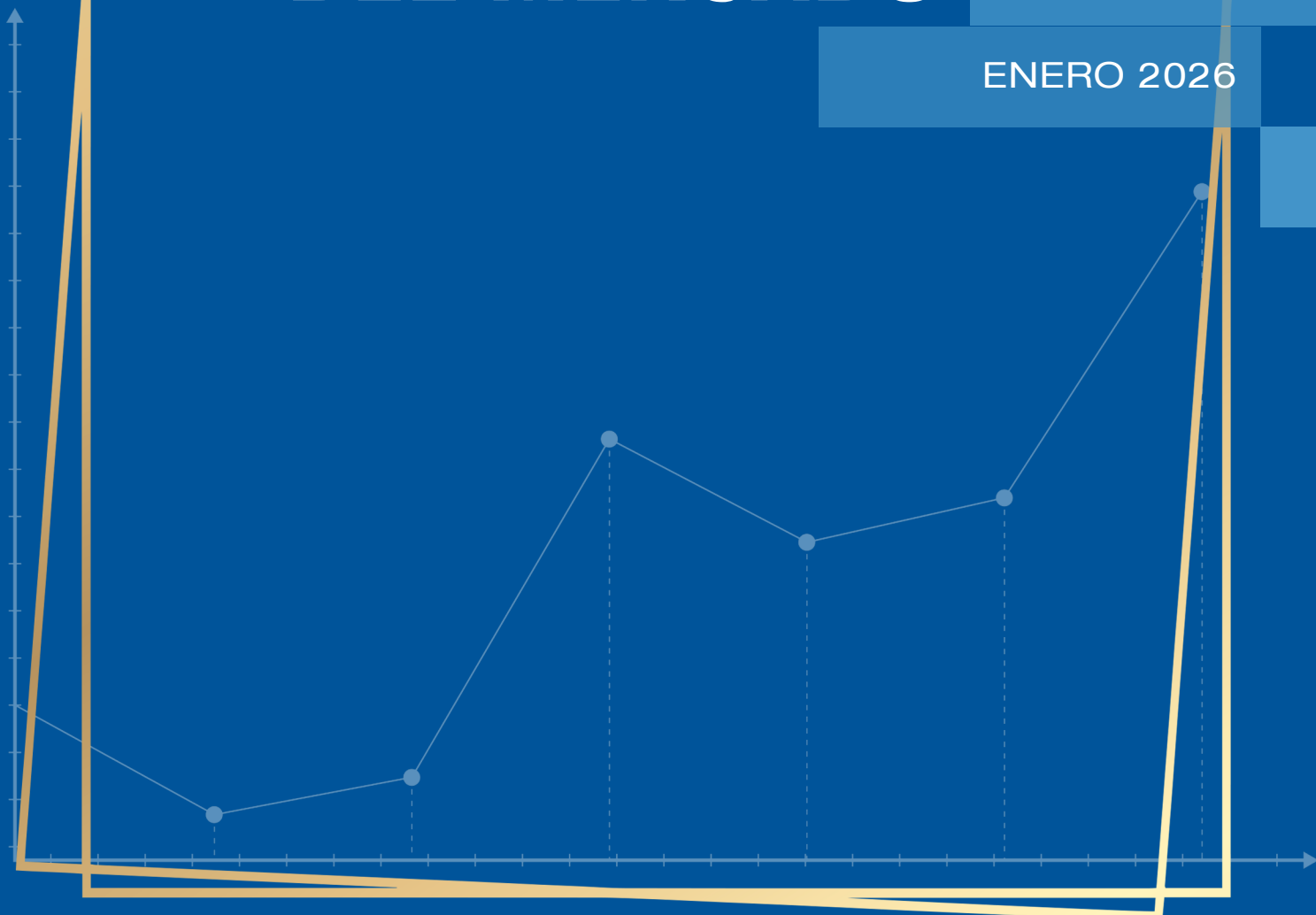


Víctor
Alvargonzález

CUADERNOS DEL MERCADO

107

ENERO 2026



Índice

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

Portada

Inflación: ¿quién acertará, Cathie Wood, la historia o el MIT?	5
--	---

Renta variable

¿Cuándo se notará la IA en las 493 restantes empresas del S&P 500?	9
--	---

Vigilando el ratio PE de Shiller y el bajo nivel de volatilidad	10
---	----

Divisas

El dólar: ahora o nunca. Y atentos también a su efecto sobre el oro	13
---	----

Notas	16
--------------	----

Informe mensual de estrategia

correspondiente
al mes de
enero
de **2026**

Una economía que crece y lo hace con una inflación moderada es el mejor escenario posible para las bolsas. Por el contrario, cuando el crecimiento es inflacionista, es un mal escenario. Porque en ese entorno la Reserva Federal se ve obligada a subir los tipos de interés. Y las bolsas reaccionan muy mal a las subidas de tipos.

Vistos los últimos datos de crecimiento de la economía norteamericana, no parece que la evolución del PIB vaya a ser un problema, así que lo más importante es estar atentos a cómo evolucionan los factores que componen el IPC. Y en esta ocasión nos fijamos sobre todo en el efecto que tiene la llegada de la IA a las empresas y sobre el empleo.

A nivel sectorial, la clave va a ser cómo y cuándo se empieza a notar la implantación de la IA en el conjunto del S&P 500. Habrá algún momento en el que las siete magníficas cedan parte del protagonismo a las 493 empresas restantes que componen el S&P 500. Y que se note en otras zonas geográficas donde el sector tecnológico tenga menos peso.

También es importante iniciar el año vigilando los riesgos más visibles, y ahora mismo hay dos evidentes: las valoraciones, que son relativamente altas —aunque sobre todo en el sector tecnológico— y la volatilidad. Pero no porque sea muy alta, sino precisamente porque empieza a ser demasiado baja.

Para finalizar, nos fijamos en la que consideramos otra clave fundamental para el año entrante: el dólar. No solo afecta a todos los activos en general y a los norteamericanos en particular, es que también afecta a la cotización del oro.

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 asesoramiento en carteras gestionadas](http://www.nextepfinance.com).

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

Resumen

La historia nos muestra que, bajo determinadas circunstancias, es perfectamente posible que haya crecimiento sin exceso de inflación. Pero también lo contrario.

Si tuviéramos crecimiento con inflación moderada, las bolsas podrían subir considerablemente. Como se descontrola la inflación, tendrán un gran problema.

En todas las revoluciones tecnológicas, el mayor beneficiario es el tejido productivo, no solo las empresas tecnológicas. El problema es cuándo se notará en la bolsa.

Aunque la tendencia bursátil es buena, las valoraciones del sector tecnológico son altas y la volatilidad muy baja. Hay que vigilar ambos factores.

Hay muchos motivos para justificar la subida del oro, pero hay uno fundamental: la pérdida de valor del dólar. Así que si se invierte en oro hay que vigilar el dólar.

*** 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

Inflación: ¿quién acertará, Cathie Wood, la historia o el MIT?

En nuestra presentación de estrategia para 2026, dijimos que la inflación que pudiera producirse en EE. UU. a partir de ahora iba a tener una importancia extrema.

Dábamos un alto nivel de probabilidad a que el crecimiento sería elevado y también los beneficios empresariales. El último dato de crecimiento trimestral anualizado del PIB norteamericano, un espectacular 4,3 %, lo confirma. Y un crecimiento así se nota en los resultados de las empresas.

Y es aquí donde entra la importancia de cuál puede ser la inflación. Porque si el fuerte crecimiento económico que se espera en EE. UU. viene acompañado de un repunte de la inflación, la Reserva Federal podría no solo suspender la bajada de los tipos de interés, sino que incluso podría subirlos. Y ya sabemos que eso no les gusta nada a las bolsas.

Si, por el contrario, la inflación se mantiene por debajo del 3 % y la Fed no sube los tipos de interés —o incluso los baja—, el repunte alcista del S&P 500 puede ser considerable. No hay mejor mundo para las bolsas que una economía en crecimiento no inflacionista.

El problema es que pocas veces ha sido tan difícil realizar una predicción sobre la inflación. Pero no hay más remedio que realizarla, dada la importancia del asunto. Así que vamos a establecer posibles escenarios que habrá que seguir atentamente. Concretamente los factores que pueden favorecerlos.

Por un lado, la historia nos dice que normalmente un fuerte crecimiento es inflacionista. Pero también nos dice que los avances en productividad y la competencia son desinflacionistas.

En estas dos cuestiones hace hincapié la gestora Cathie Wood, que conoce muy bien el entorno tecnológico, lo cual, en plena revolución tecnológica y de la IA, es clave para establecer cuál puede ser la inflación en el futuro. Porque la tecnología afecta a la productividad y la productividad a la inflación.

En opinión de Wood, si siguen cayendo el precio del petróleo y el de los alquileres y la IA empieza a mejorar la productividad empresarial, la inflación podría caer aunque haya un alto crecimiento. A lo que nosotros añadiríamos que la administración

No hay mejor escenario para las bolsas que una economía en crecimiento no inflacionista. Y no lo hay peor que uno de recalentamiento económico con alta inflación y subida de tipos.

actual es muy favorable a la competencia, un factor muy positivo de cara a la inflación. Cuando la competencia es fuerte, es difícil subir precios.

Este planteamiento tampoco está reñido con la historia, porque en épocas en las que se han combinado mejoras en la productividad, fuerte competencia y energía barata, se ha visto convivir crecimiento con inflación razonable.

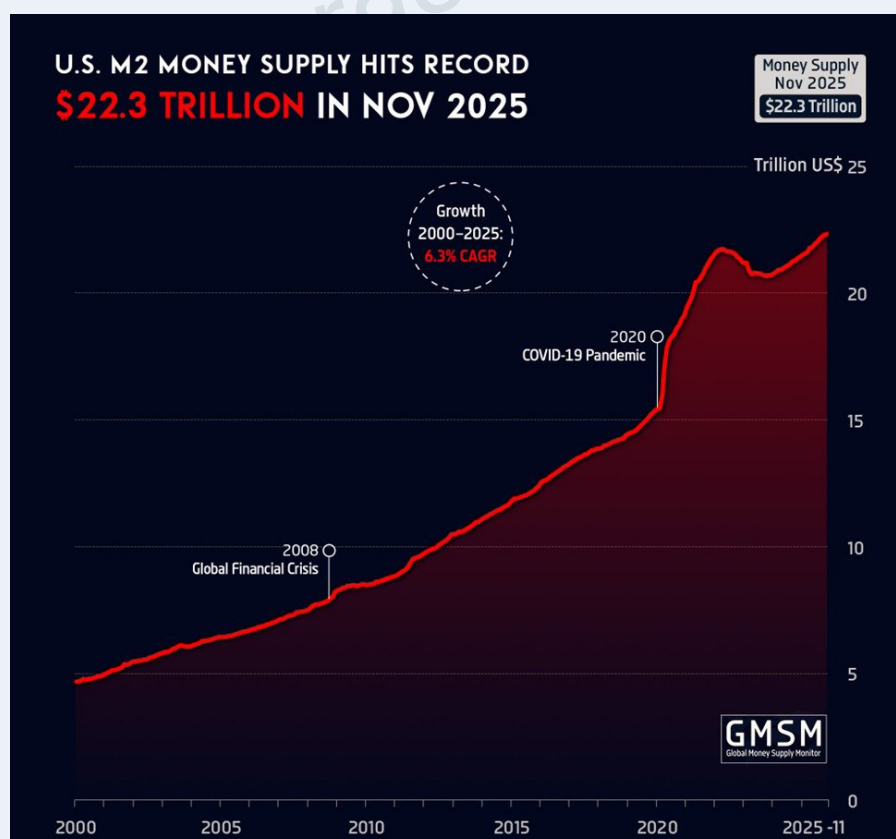
Pero también ha habido periodos de recalentamiento económico y salarios al alza, en las que se ha generado inflación.

Si la gente ve que mejora su salario tiende a gastar más, aumenta la demanda agregada de la economía y las empresas pueden subir precios.

A esto habría que añadir el aumento de la masa monetaria. Sin llegar nosotros a afirmar que la inflación sea *solo* un fenómeno monetario —afectan otros factores—, sin duda el hecho de que se fabriquen demasiados billetes acaba trayendo inflación. Y la oferta monetaria está en máximos en Norteamérica, como podemos ver en el gráfico que aparece a continuación.

La oferta monetaria norteamericana, en máximos históricos

Fuentes: Global Money Supply Monitor – Federal Reserve



Otra cuestión de gran importancia de cara a la inflación —y a lo que haga la Reserva Federal— es el empleo. Primero, porque si sube el paro se equilibra en cierta medida el nivel de la demanda agregada en la economía. Eso reduce la capacidad de las empresas para subir precios. Segundo, la Reserva Federal tiene dos mandatos: mantener la estabilidad de precios y evitar que aumente excesivamente el desempleo. Si ocurre esto último, tendrá que ser un poco menos estricta en su objetivo de inflación.

En relación con la cuestión del empleo, es interesante el estudio que ha hecho el MIT (“Massachusetts Institute of Technology”).

Para empezar, consideran que a día de hoy la IA ya está en condiciones de sustituir al 11,7 % del mercado laboral en EE. UU. Insisto: no dice dentro de un año o de dos, dice *ahora*.

Cuestión aparte, pero fundamental, es el ritmo y la velocidad a los que se produzca esa transformación. Ahora bien, hablamos de EE. UU., un mercado laboral poco intervenido en el

cual implantación y sustitución podrían ser relativamente rápidos. Lógicamente, esas personas que se queden sin trabajo acabarán teniendo otros, como ocurrió

cuando llegaron los ordenadores, pero hay un periodo de paro intermedio que es inevitable.

A la hora de entender la magnitud que puede tener la IA sobre el empleo, piensen

no solo en los despidos y los cambios de rol en tecnología, informática y tecnologías de la información. Eso solo es la punta del iceberg. Bajo la superficie se encuentran 1,2 billones de dólares en salarios que incluyen funciones rutinarias, logística, finanzas y administración. Se trata de áreas que a veces se pasan por alto en las previsiones sobre automatización.

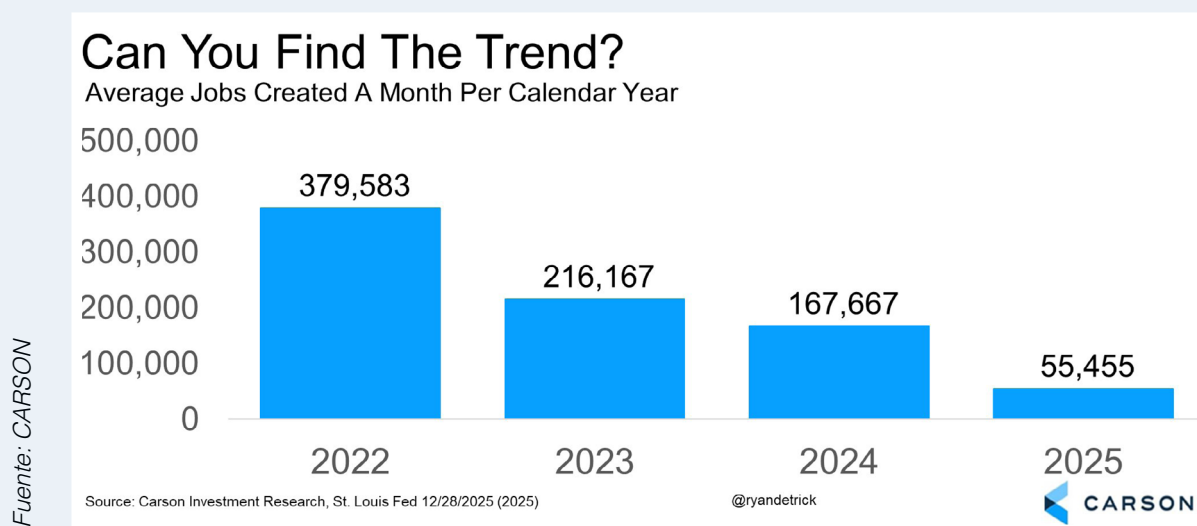
No sabemos a ciencia cierta en qué medida afecta ya la llegada de la IA al tejido productivo, en la creación de empleo, pero, si consideramos fríamente los datos,

es evidente que cada vez se crea menos empleo. Como se muestra en el gráfico que aparece a continuación. Pese a que la economía está creciendo por encima del 4 %.

El estudio del MIT considera que, a día de hoy, la IA ya está en condiciones de sustituir al 11,7% del mercado laboral en EE. UU. La Fed tiene motivos para vigilar el nivel de desempleo.

Las personas que se queden sin trabajo por la IA acabarán yendo a otros empleos, como ocurrió con los ordenadores, pero hay un periodo de paro intermedio que es inevitable.

Media mensual de creación de empleo en EE.UU., por años



La estrategia está clara: hay que vigilar los componentes de la inflación, ver cuáles están teniendo más influencia y actuar en consecuencia. Si se vigilan las causas, se podrá actuar antes de que se produzcan los efectos.

En resumen:

- La economía norteamericana se dirige hacia un año de crecimiento. Es una buena noticia, pero puede dejar de serlo si ese crecimiento es inflacionista. Hay que vigilar los factores que determinan el comportamiento futuro de la inflación, porque va a ser el comodín que va a decidir el resultado bursátil final.

Renta variable

¿Cuándo se notará la IA en las 493 restantes empresas del S&P 500?

Todas las grandes revoluciones tecnológicas han tenido como beneficiario final a todas las empresas, no solo a las tecnológicas. El mayor beneficiario de la llegada de los ordenadores fue el sistema productivo en su conjunto, no solo Microsoft o Dell. Fueron ganadoras todas las empresas que vieron cómo se disparaba su productividad.

Con los agentes de IA ocurrirá exactamente lo mismo. De momento, quienes más se han beneficiado son las 7 magníficas, pero en algún momento lo serán las 493 restantes. La cuestión no es "sí", la cuestión es *cuándo* y *cuánto* (quién se beneficiará *más*).

Un caso paradigmático es la banca. Probablemente algo de la buena evolución que ha tenido el sector últimamente tenga en parte que ver con esto. Recordemos que los mercados *anticipan* acontecimientos futuros.

Para empezar, el efecto principal de la implantación de la IA en cualquier nego-

cio es que permite reducir la dependencia del factor trabajo. Y en la banca, los sueldos siguen siendo con diferencia el mayor gasto. Si se reduce el empleo, los márgenes de negocio aumentan, sin que ni siquiera sea necesario que aumenten los ingresos de la actividad. Y lo que ahora nos puede parecer una valoración relativamente alta, deja de serlo en la medida en la que mejora la cuenta de resultados.

El dato del 11 % de reducción del gasto de personal que hemos visto en el capítulo anterior para el conjunto de la economía norteamericana podría ser el doble en un sector como el bancario.

De hecho, es posible que ya se esté empezando a notar en el mercado en general. En el gráfico que aparece a continuación vemos la evolución del S&P 500 una vez eliminada la parte tecnológica del mismo. Y no puede ser más alcista.

Índice S&P 500 *sin* el sector tecnológico



Esta va a ser la clave de lo que ocurra en bolsa a nivel sectorial en los próximos dos años, que es cuando se va a producir dicha implantación. Desde luego en **Nextep** nos tomamos el tema muy en serio y estamos muy atentos a las señales que nos permitan identificar esos sectores.

En resumen:

- ▶ A la larga, los principales beneficiarios de una revolución industrial son las industrias y las empresas. La cuestión no es si se va a notar en bolsa la llegada de la IA a las empresas no tecnológicas. La cuestión es cuándo y cuáles serán las más beneficiadas.

Vigilando el ratio PE de Shiller y el bajo nivel de volatilidad

Las valoraciones son como una “mosca cojonera”: están ahí para recordarnos que, aunque todo parezca estar muy bien, a lo mejor resulta que estamos siendo demasiado optimistas.

Pero también es cierto que su efecto sobre los mercados suele limitarse a situaciones extremas. Cuando las valoraciones están dentro de la media, algo por encima o algo por debajo no suelen ser elementos decisivos sobre el comportamiento de las bolsas.

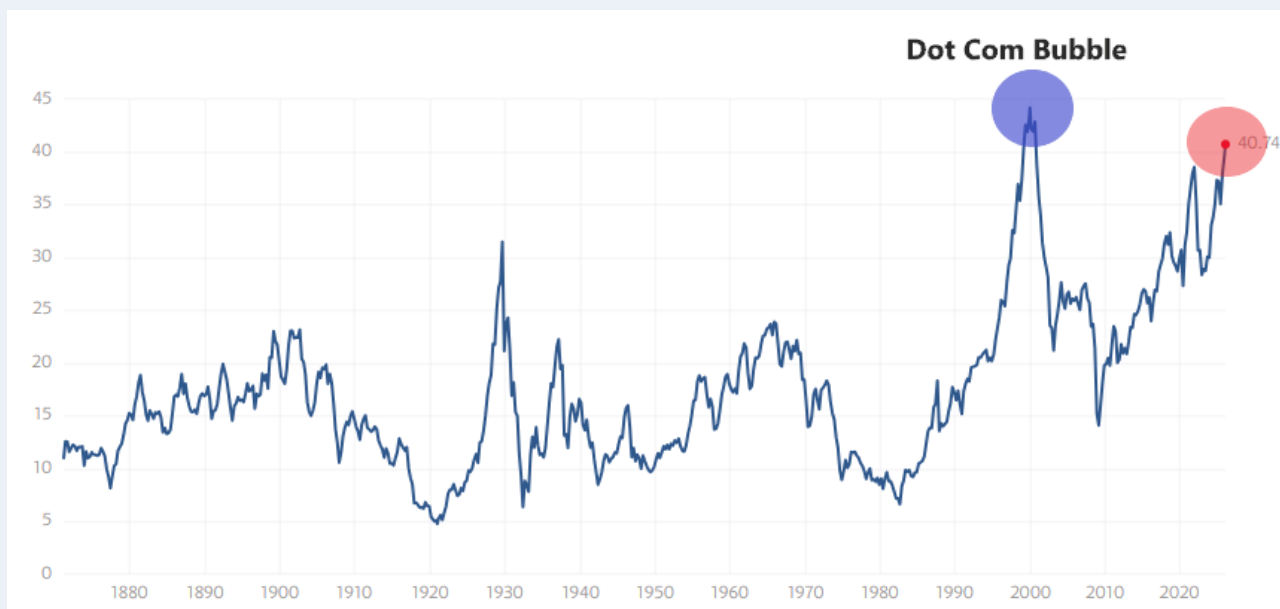
En cualquier caso, hay que vigilarlas y analizarlas. En esta ocasión lo vamos a hacer utilizando el llamado ratio PE de Shiller, similar al PER “de toda la vida”, pero con algún matiz importante.

Creado por el premio Nobel de economía Robert Shiller, mide el precio de un índice bursátil (el más común es el S&P 500) en relación con sus beneficios medios ajustados por inflación durante los diez años anteriores. Se diferencia del ratio PER estándar o tradicional en que este utiliza únicamente los beneficios de los últimos 12 meses, que pueden verse distorsionados por ciclos económicos de corto plazo (por ejemplo, los beneficios caen bruscamente en las recesiones, lo que infla el PER). El PE de Shiller suaviza este efecto al promediar los beneficios reales (ajustados por inflación) durante una década completa, lo que ofrece una visión a más largo plazo sobre si el mercado está sobrevalorado, infravalorado o valorado de forma justa.

Como vemos en el gráfico, la valoración actual de este ratio es muy elevada, aunque sin llegar a los niveles de la burbuja de las “empresas.com” (“Dot Com Bubble”).

Ratio PE de Shiller del S&P 500

Fuente: www.multpl.com



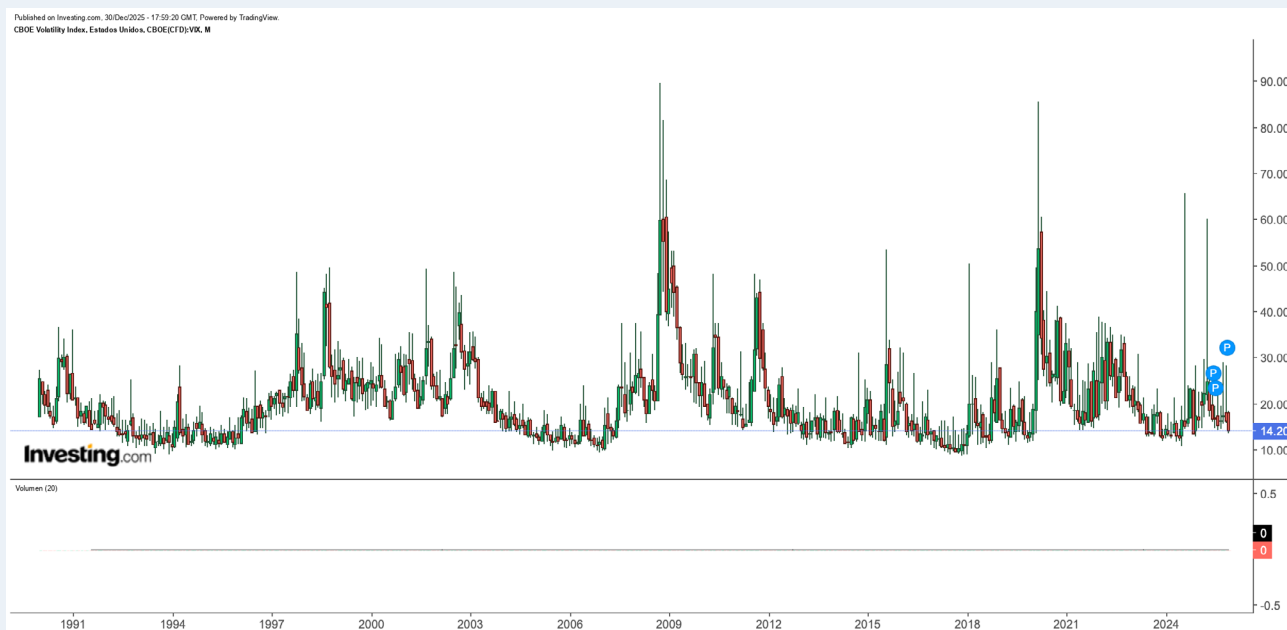
La conclusión es obvia: hay que vigilarlo, pero sin “drama”. Tengamos en cuenta que es un ratio atrasado, es decir, no está midiendo los beneficios a 12 meses vista, sino considerando los actuales. Y viendo el comportamiento que están teniendo las empresas que hacen “caro” el índice, que son precisamente las que ganan más y ven mayores incrementos interanuales de sus beneficios (las tecnológicas), el PE dependerá de cómo evolucionen esos beneficios. Y los de las empresas del S&P 500 en general, que pueden ser bastante alcistas, considerando los datos actuales de crecimiento. Si aumentan los beneficios y las cotizaciones no se disparan, este dato se enfriará o se mantendrá en niveles que todavía pueden ser aceptables (en el contexto actual). Pero si se enfrían

los beneficios, entonces el índice S&P 500 tendrá un problema serio de valoración.

Otro elemento que en [Nextep](#) consideramos muy importante a la hora de plantearnos hacer liquidez —para así poder comprar barato en caso de corrección— es el nivel de volatilidad. A más baja, más probabilidades de que en algún momento aumente, porque, como se puede ver en el siguiente gráfico, la volatilidad sigue un movimiento pendular. Y un fuerte aumento de la volatilidad suele ir acompañado de una bajada en las cotizaciones. En el gráfico vemos que estamos en niveles bajos (alrededor de 14), pero pueden serlo más. Como puede observarse, se ha podido llegar a mínimos de 10.

Evolución histórica del índice de volatilidad VIX

Fuente: Investing



Ahora bien, si nos acercáramos a esos mínimos históricos, consideramos una buena estrategia acumular cierta cantidad de liquidez. Simplemente, con que se acercara a la media histórica del S&P 500 —entre 15 y 20—, ya tendríamos una corrección significativa.

Y si coinciden ambas cosas, es decir, si sigue aumentando la valoración por ratio PE y en paralelo baja la volatilidad a niveles mínimos, la generación de cierto nivel de liquidez es casi obligada.

En resumen:

- Hay momentos en los que hay que hacer liquidez, aunque todo esté bien. Uno de ellos es cuando se combina una volatilidad históricamente baja con precios históricamente altos.

Divisas

El dólar: ahora o nunca.

Y atentos también a su efecto sobre el oro

En el número anterior hablábamos del dólar, concretamente de la importancia de tener en cuenta la evolución del tipo de cambio frente al euro cuando se utilizan fondos indexados que invierten en el S&P 500 o en el índice MSCI World. La mayoría no “cubren” el efecto divisa y, si baja el dólar, reduce las ganancias generadas por los índices.

No haber tenido en cuenta esta posibilidad ha sido lo que ha generado resultados mediocres en muchos asesores automatizados o “roboadvisors”, que invierten básicamente en el S&P 500 —o en una serie de fondos indexados que replican la composición del MSCI World— y no están

cubiertos frente a la evolución del dólar vs. euro. De hecho, la pérdida de valor del dólar este año se ha llevado por delante la mitad de los beneficios que corresponden a los índices.

Pero hoy vamos a hablar del dólar desde otro prisma. Al momento “ahora o nunca” al que se está enfrentando. Lo vemos en el gráfico que aparece a continuación. En el *muy* largo plazo, en realidad lo que ha hecho el dólar desde 2011 es *subir* frente a una cesta de las principales divisas del mundo. Lo de los últimos tres años es una fuerte corrección, sí, pero dentro de una tendencia alcista del dólar.

El índice dólar (cotización del dólar frente a las principales divisas mundiales)



Fuente: Barchart

Ahora bien, si el dólar no levanta el vuelo y pierde el nivel 97 \$ versus la cesta de divisas que conforman el índice, podría entrar en caída libre, con consecuencias importantes para todo tipo de activos. Empezando por quienes tienen su dinero en fondos indexados o fondos tradicionales que invierten en EE. UU. denominados en dólares.

Y viceversa: si el dólar respetara la tendencia alcista, los beneficios derivados de lo que hagan los índices se verían mejorados en los fondos por la apreciación del dólar (si están expuestos a la evolución de la divisa).

Además, existe una segunda derivada, que es el efecto sobre la cotización del oro. Es importante, porque mucha gente se ha subido a la tendencia alcista del oro y esa tendencia podría verse afectada si el dólar retomara la tendencia alcista.

Se dan muchas explicaciones sobre la subida del oro. La mayoría son ciertas, pero, en nuestra opinión, la más importante de todas es que, en la medida en que el dólar pierde valor, los inversores prefieren tener oro. Es lo que se conoce como el

El dólar se enfrenta a un momento tipo "ahora o nunca" en su cotización frente a las principales divisas del mundo. Con consecuencias muy importantes para todo tipo de activos.

"debasement trade". Si tener dólares significa perder poder adquisitivo como consecuencia de los excesos cometidos por bancos centrales y políticos, en cuestión de masa monetaria y deuda pública, tiene todo el sentido cubrirse incorporando oro a las carteras.

Ahora bien, ¿qué ocurre si el dólar empieza a apreciarse? No vamos a entrar en si se va a apreciar o no, porque de momento no tenemos datos para establecer una predicción, ni qué motivos podrían generar esa apreciación. Pero no es imposible.

Por ejemplo, el dólar podría subir si el mercado empezara a fijarse en la fortaleza de la economía norteamericana frente al estancamiento deflacionista de China y la vuelta de Europa a la euroesclerosis. No iría contra la teoría económica. Teóricamente, una divisa refleja el valor de la economía subyacente a esa divisa. Insistimos,

no tiene por qué ocurrir, pero no es imposible.

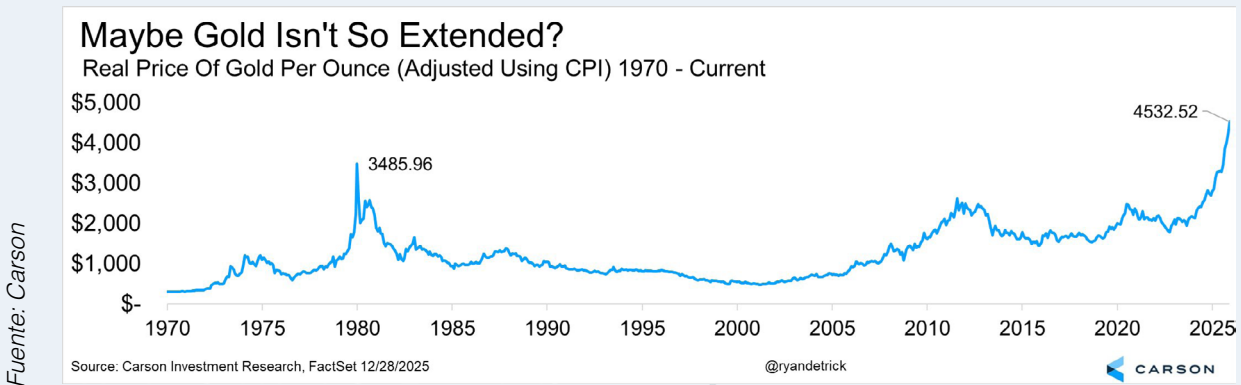
Si el dólar retoma su tendencia alcista de muy largo plazo, las consecuencias para el oro serían muy negativas. Lo vemos en el gráfico que aparece a continuación:

Hay muchas explicaciones sobre la subida del oro. En nuestra opinión, la más importante es que, en la medida en que el dólar pierde valor, los inversores quieren tener oro.

aunque en el largo plazo el oro no ha subido tanto —porque tuvo un periodo plano o incluso bajista que ha durado muchos

años—, la última subida no tiene parangón desde los años 70.

Evolución de la cotización del oro desde 1970, ajustada a la inflación



De hecho, la segunda mitad de los años 70 fue terriblemente inflacionista y esa pérdida de valor del dólar es lo que hizo que subiera tanto el oro frente a la divisa norteamericana (además de ser una época de crisis económica y geopolítica). Ahora, tras una subida incluso superior a la que se produjo en los 70, no se puede descartar una corrección. Y el factor que más podría provocarla sería una subida del dólar.

En resumen:

- Momento clave para el dólar, que se apoya en su tendencia *alcista* de muy largo plazo. Podría romperla a la baja. O recuperarla. Que ocurra una cosa u otra va a ser determinante para la evolución tanto de los fondos que invierten en EE.UU. como del oro.

En este informe me limito a dar mi opini3n sobre los mercados y comentario, de forma gen3rica, c3mo hago mis inversiones, sin considerar m3s perfil de inversi3n que el mío propio, el cual no tiene por qu3 coincidir con el del lector.

Este es, por lo tanto, un servicio puramente informativo y una opini3n exclusivamente personal, que trata de aportar ideas e informaci3n y no sustituye en ning3n 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 disposici3n 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. Adem3s, le daremos todo tipo de ideas de inversi3n, informaci3n sobre noticias que afecten a los mercados y acceso a webinars de estrategia y de formaci3n. Y todo por un precio realmente atractivo: **desde 70 €** al trimestre (servicio b3sico con cuota trimestral).

Notas

(1) La relaci3n entre los tipos de inter3s y el precio de los bonos:

► Supongamos que compro un bono que ofrece un cup3n del 4 % anual. Supongamos a continuaci3n que, como consecuencia de la bajada de tipos en el mercado, un bono similar ofrece seis meses despu3s un tipo de inter3s 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 vender3 por un importe superior que equilibre los cupones. Al bajar el tipo de inter3s del mercado el precio de mi bono ha subido.

As3 funciona el mercado: el precio de un bono sube cuando el tipo de inter3s de bonos similares cae en el mercado. Y viceversa: si suben los tipos de inter3s de los bonos en el mercado por ejemplo al 6 % y yo tengo uno similar que solo paga un 2 % porque lo compr3 cuando los tipos estaban muy bajos, no puedo pretender venderlo al mismo precio que cuando lo compr3. Tendr3 que asumir que paga un inter3s mucho menor que el que paga el mercado y por lo tanto tengo que venderlo m3s barato de lo que lo compr3.