

POSICIÓN

Apuntes de mercado para inversores



¿Reconociste al “héroe” en la portada de este número? ¿No?

Pongamos fin al suspense: se trata de Pac-Man, el icónico personaje creado por Namco y uno de los grandes protagonistas de los videojuegos de principios de los años 80. Sin embargo, en nuestro caso, es más bien un héroe trágico. Su silueta recuerda al gráfico circular que aparece en la página 24. Este gráfico ilustra la principal fuente de ingresos en la jubilación en Alemania: el sistema público de pensiones. Para una sociedad envejecida como la nuestra, esta situación no augura un buen futuro.

Una imagen más deseable sería la que aparece en esta página: la estrella de Mercedes-Benz.

Una combinación equilibrada de distintas fuentes de ingresos para la jubilación beneficiaría no solo a los futuros pensionistas, sino también al Estado, que lleva años viéndose obligado a subvencionar el sistema público de pensiones.



EN UNA PALABRA

Todo empieza siempre con una constatación: la constatación de que ya no podremos permitirnos por mucho más tiempo el Estado del bienestar al que tanto nos hemos acostumbrado. Más bien tendremos que reformarlo a fondo para poder conservarlo. Será doloroso, sí, pero no hay otra manera.

No soy político. Y tampoco querría cambiarme por nadie; por eso no quiero hacerme pasar aquí ni por un sabelotodo ni por un quejica empedernido, sino todo lo contrario. Pero, como padre, es un tema que me preocupa.

A estas alturas, todo el mundo debería tener claro que la pensión legal no será suficiente para las generaciones futuras. Probablemente se siga subestimando enormemente el impacto que esto tendrá en muchos hogares aquí en Alemania y también en otras partes de Europa.

Dada la situación financiera, el Estado no puede seguir subvencionando el fondo de pensiones con miles de millones de euros cada vez mayores. Sobre todo porque la necesidad de inversión también es enorme en otros ámbitos; tomemos como ejemplo el tema del armamento.

El mundo se ha vuelto más duro. Eso es lo que estamos viendo actualmente en Irán y, además, en Ucrania, sin olvidar el distanciamiento de Europa respecto a EE. UU. bajo el mandato de Trump. Los futuros gobiernos tendrán que dedicar a la geopolítica mucha más atención (y, por lo tanto, más dinero) que sus predecesores...

Como suele ocurrir, muchas cosas están relacionadas entre sí.

En este número nos centramos principalmente en el tema de la previsión para la jubilación.

¡Les deseamos que disfruten de la lectura!

Kurt von Storch
Cofundador y propietario de Flossbach von Storch SE



Posición es la revista gratuita trimestral de Flossbach von Storch Invest S.A. sobre la opinión del equipo gestor de Flossbach von Storch SE.

Contáctenos para recibir su ejemplar gratuito.



Descargar en PDF o suscribirse gratuitamente:
www.flossbachvonstorch.es/posicion



Flossbach von Storch
POSICIÓN
2/2026

	En profundidad
6	¿Qué nivel de endeudamiento podemos soportar?
14	El Atlas de la Deuda
	Divisa
18	Las dos caras del dólar estadounidense
	Columna
22	Correo de Shanghai
	Título
24	El falso héroe
29	Hitos históricos de las pensiones
36	Error en el sistema
39	El precio de la prosperidad
	Bonos
44	Avanzar exige tener un objetivo claro
50	Glosario

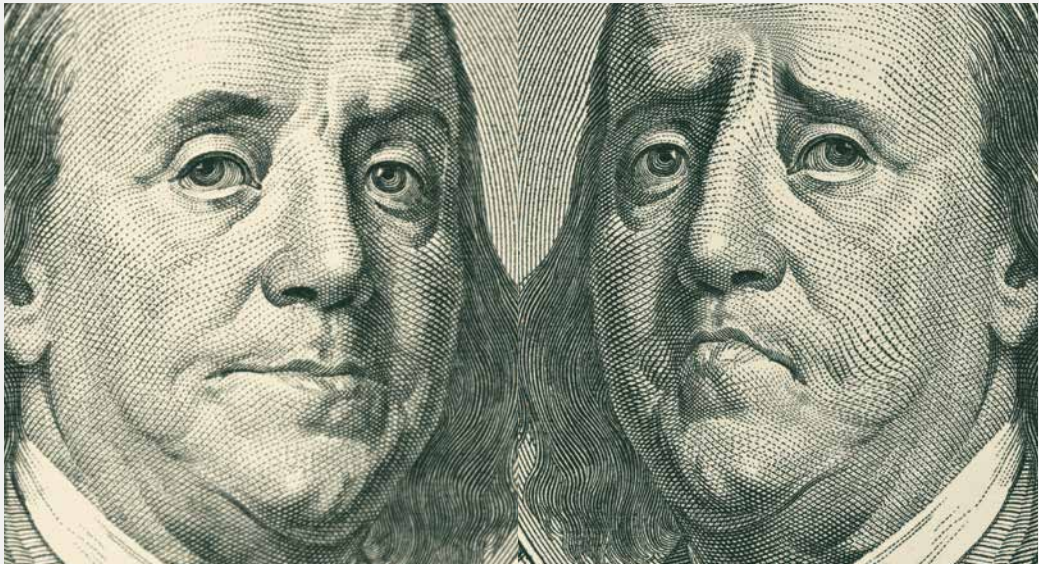


En profundidad

¿Qué nivel de endeudamiento podemos soportar?

La deuda mundial alcanza niveles récord: ¿riesgo u oportunidad? Es hora de replantearse el futuro.

6



Divisa

Las dos caras del dólar estadounidense

Qué papel podría desempeñar el «dólar» para los inversores internacionales en el futuro.

18



Bonos

Avanzar exige tener un objetivo claro

A qué deben prestar especial atención los inversores en bonos en el contexto actual.

44

AHONDANDO

En esta sección, exploramos temas que aparecen con frecuencia en la vida cotidiana o en los medios de comunicación. En un mundo polarizado, queremos ofrecer datos concretos sobre las cuestiones que preocupan a mucha gente. Esta vez nos centramos en la pregunta: «¿qué nivel de endeudamiento podemos soportar?»

?

¿Qué nivel de ENDEUDAMIENTO podemos soportar?

Julian Marx

El mundo está abrumado por unas deudas cada vez mayores. La montaña de deuda mundial supera ya los 250 billones de dólares estadounidenses, lo que supone un récord. ¿Ha llegado el momento de un replanteamiento?

Hoy en día, la deuda tiene un papel determinante en la opinión pública. De hecho, lo hace desde hace muchísimo tiempo. Porque las deudas son un instrumento importante que forja el presente y el futuro: permiten realizar gastos enormes cuya financiación, de otro modo, sería imposible (o solo se podría conseguir con un esfuerzo considerable). La historia está repleta de ejemplos de ello.

A escala nacional, en el pasado han sido sobre todo las crisis y las guerras las que han provocado que el endeudamiento público se disparara una y otra vez. Solo con la historia de la deuda del Reino Unido se podrían llenar libros enteros. Así, solo a lo largo del siglo XVIII, el Reino Unido se vio envuelto en cinco grandes guerras: la guerra de sucesión española (1701–1714), la guerra de sucesión austriaca (1740–1748), la guerra de los Siete Años (1756–1763), la guerra de independencia de Estados Unidos (1775–1783) y las guerras de la Revolución Francesa y Napoleónicas (1792–1815). En cada una de esas guerras, el Gobierno británico registró unos déficits que, en su momento álgido, llegaron a alcanzar el 11% del producto interior bruto (PIB). El resultado fue un aumento constante de la deuda, que pasó del 22% del PIB a principios del siglo XVIII al 155% en vísperas de las guerras Napoleónicas.

Pero no solo los Estados han recurrido al endeudamiento para hacer frente a enormes gastos. Las empresas también han podido hacer uso de financiación externa para sus proyectos. Un ejemplo histórico fue, por ejemplo, el

auge de las compañías ferroviarias en Estados Unidos. Tras el fin de la guerra civil estadounidense en 1865, la construcción de ferrocarriles experimentó un auténtico auge entre 1866 y 1873. En aquella época se instalaron 56.000 km de vías nuevas en todo el país. En pocos años, la extensión de la red ferroviaria se había duplicado y las compañías ferroviarias se convirtieron en los mayores empleadores no agrícolas del país.

Muchos bancos y otros sectores industriales invirtieron su dinero en nuevas líneas de tren; con la concesión, solían recibir también muchas hectáreas de terreno. Es probable que algunas de las expectativas de los inversores fueran de carácter especulativo: en caso de que se instalara gente a lo largo de las líneas ferroviarias construidas y surgieran ciudades, el valor de los terrenos antes improductivos se dispararía en algunos lugares. En caso de éxito, parecía que se podían obtener unos cuantiosos beneficios.

Así, en muy poco tiempo se inyectaron unas ingentes cantidades de dinero en un sector económico que no generaba beneficios inmediatos. Las consecuencias fueron devastadoras. Los gastos se dispararon. Durante demasiado tiempo, la construcción del ferrocarril consumió más dinero del que aportaban a las arcas los tramos de vía ya terminados. Muchos inversores se habían excedido. Así ocurrió también con la prestigiosa entidad bancaria Jay Cooke and Company, que cofinanció la segunda línea ferroviaria transcontinental de EE. UU., la Northern Pacific, y que cerró

sus puertas inesperadamente el 18 de septiembre de 1873.

De repente, la euforia dio paso al pánico, y este fue seguido de una profunda depresión. 89 de las 364 compañías ferroviarias del país cayeron en quiebra en los años siguientes. Un total de 18.000 empresas se declararon insolventes en solo dos años. La tasa de desempleo se disparó hasta el 14% en 1876. La economía estadounidense solo comenzó a recuperarse lentamente hacia finales de la década de 1870.

El colapso económico que se prolongó durante varios años no llegó a afectar al éxito a largo plazo del ferrocarril; los trenes siguen desempeñando hoy en día un papel fundamental en el transporte de mercancías y pasajeros. Sin embargo, esto no sirvió de mucho a las personas cuyas vidas se vieron marcadas por el desempleo generalizado y las tensiones sociales en la década de 1870.

El ejemplo demuestra que las deudas no son un fin en sí mismas, sino que requieren una gestión responsable. En este contexto, resultan aún más preocupantes las noticias sobre los nuevos récords de deuda alcanzados continuamente.

EL PUNTO DE PARTIDA: EL ENDEUDAMIENTO PÚBLICO

Las sumas que los Estados obtienen año tras año en los mercados de capitales para financiar sus gastos son gigantescas. Solo EE. UU. acumulaba, a finales del año pasado, una monta- ➔

ña de deuda de 38 billones de dólares estadounidenses. En relación con la producción económica, la deuda soberana estadounidense se situaba recientemente en una cifra récord del 124% del PIB. Solo durante la Segunda Guerra Mundial el país había alcanzado unos niveles comparables.

Sin embargo, EE. UU. no es el único país que registra cifras récord en este sentido. Más bien se está extendiendo un frenesí por la deuda pública que abarca todo el planeta. Las normas como los criterios de Maastricht, que de hecho establecen para países como Alemania un límite máximo de deuda pública del 60% del PIB, ya tienen poco que ver con la realidad actual.

Entre los países asiáticos, China, la segunda economía mundial, ha registrado uno de los aumentos de deuda más drásticos de los últimos años. En cifras absolutas, su deuda soberana se ha multiplicado casi por diez en los últimos 15 años, pasando de 14 a 139 billones de yuanes. Al mismo tiempo, su ratio de deuda pública se ha disparado del 33% al 99% del PIB. Sin embargo, aún queda un largo camino por recorrer hasta que el gigante asiático alcance a Japón, el país más endeudado del mundo, que alcanza una ratio de deuda pública sin precedentes del 207% del PIB (véase «El Atlas de la Deuda», pág. 14).

Pero los países de Asia no son los únicos con un gran endeudamiento público. En Brasil, la mayor economía de Sudamérica, representa el 93% del PIB. En América del Norte, Canadá va bastante a la par con EE. UU., con una

ratio de deuda pública del 114% del PIB. También en Europa, es habitual que estas ratios superen el umbral del 100%. Recientemente, Bélgica, Francia, Grecia, Italia, España y el Reino Unido formaban parte de este selecto grupo.

Por el momento, no parece previsible que la dinámica de la deuda se invierta en un futuro próximo. Al contrario, la montaña de pasivos va aumentando alegremente sin cesar. En los próximos años, en EE. UU. se sucederán uno tras otro unos déficits de muchos billones. Según las estimaciones del Fondo Monetario Internacional (FMI), el déficit presupuestario anual de EE. UU. se situará, de media, en casi 2,6 billones de dólares estadounidenses entre los años 2026 y 2030. En consecuencia, la montaña de deuda actual podría aumentar en otros 13,1 billones de dólares en solo cinco años. Sin embargo, los países de la zona euro tampoco se quedan atrás. Es de prever que el aumento del gasto social y en defensa contribuya a que estos países acumulen unos 3 billones de euros de nuevos pasivos de aquí hasta 2030 (véase el gráfico 1). ¿Se va a sobrepasar pronto el límite de sostenibilidad de la deuda?

**ESTABILIZACIÓN
DENTRO DE LA
INESTABILIDAD**

Sobrepasar el límite de sostenibilidad de la deuda implica que las cargas derivadas de la deuda pública han superado la capacidad máxima de esa economía. Por lo tanto, la deuda ya no sería sostenible. Sin embargo, precisamente en eso radica un problema

fundamental en el análisis de la deuda; porque probablemente nadie puede indicar con exactitud cuál es el límite máximo de deuda pública soportable. Los factores de influencia son demasiado complejos.

Un aspecto relevante en este sentido es que, seguramente, la gran mayoría de la población no tiene ningún interés en poner en entredicho la solvencia del Gobierno estadounidense o del Gobierno federal alemán. Y no solo porque un impago tendría un impacto negativo inmediato en el bolsillo de los inversores; las consecuencias, difícilmente previsibles, de una quiebra estatal serían mucho más graves.

En EE. UU., una gran parte de los más de 70 millones de personas que perciben una pensión de jubilación o invalidez o prestaciones de supervivencia podrían quedarse repentinamente sin ingresos. En Alemania, unos 23 millones de beneficiarios de pensiones y jubilados del sector público podrían correr la misma suerte. Además, podrían estar en juego algunos gastos esenciales para el funcionamiento del sistema, como los destinados al personal docente, a la policía o a las infraestructuras públicas, por citar solo algunos ejemplos. Una profunda crisis económica sería entonces probablemente inevitable; un panorama aterrador en el que todos saldrían perdiendo.

El quid de la cuestión en lo que respecta a la deuda pública es que todo el mundo –ya sean acreedores del Estado, jubilados, funcionarios o estudiantes– dependen de un aparato es-



Gráfico 1
No se vislumbra el final
Déficits presupuestarios descomunales en EE. UU. y en la zona euro*



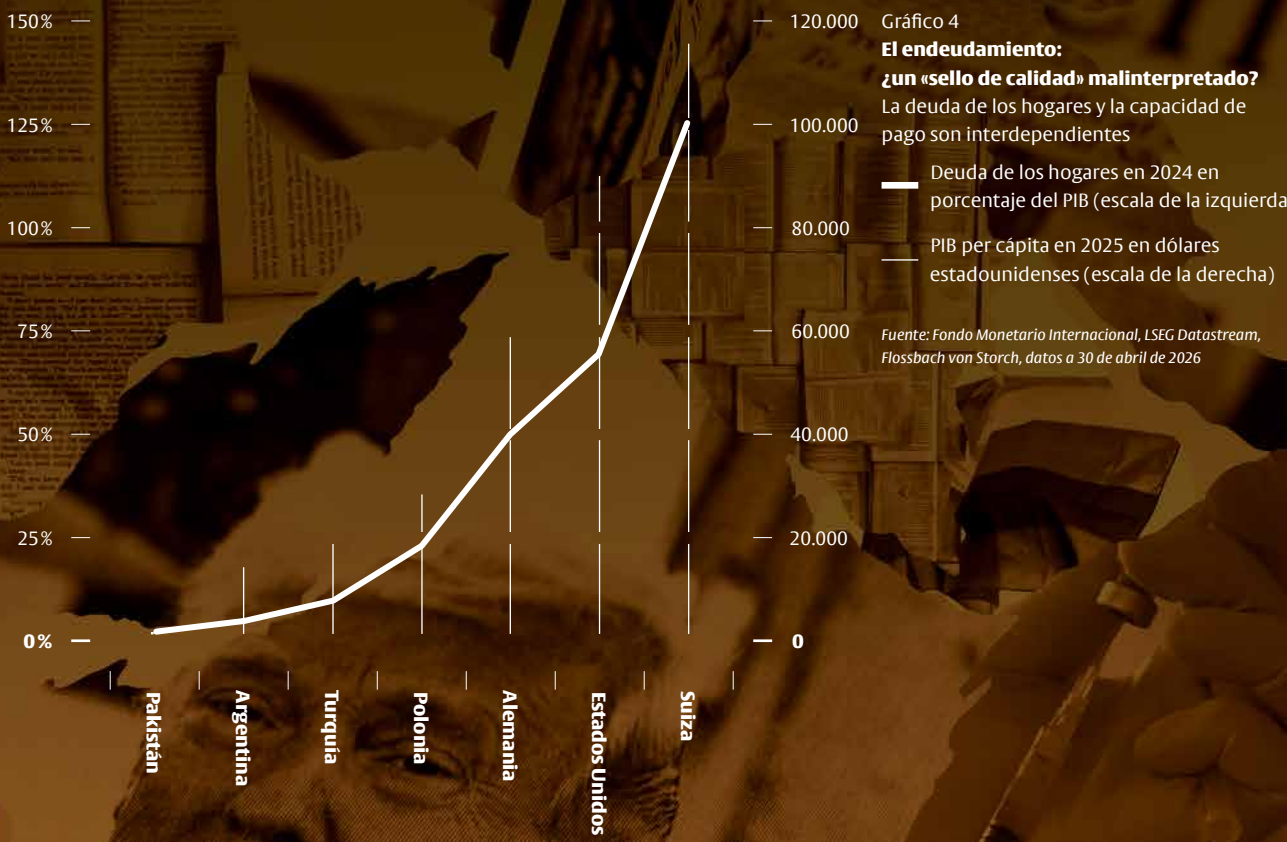
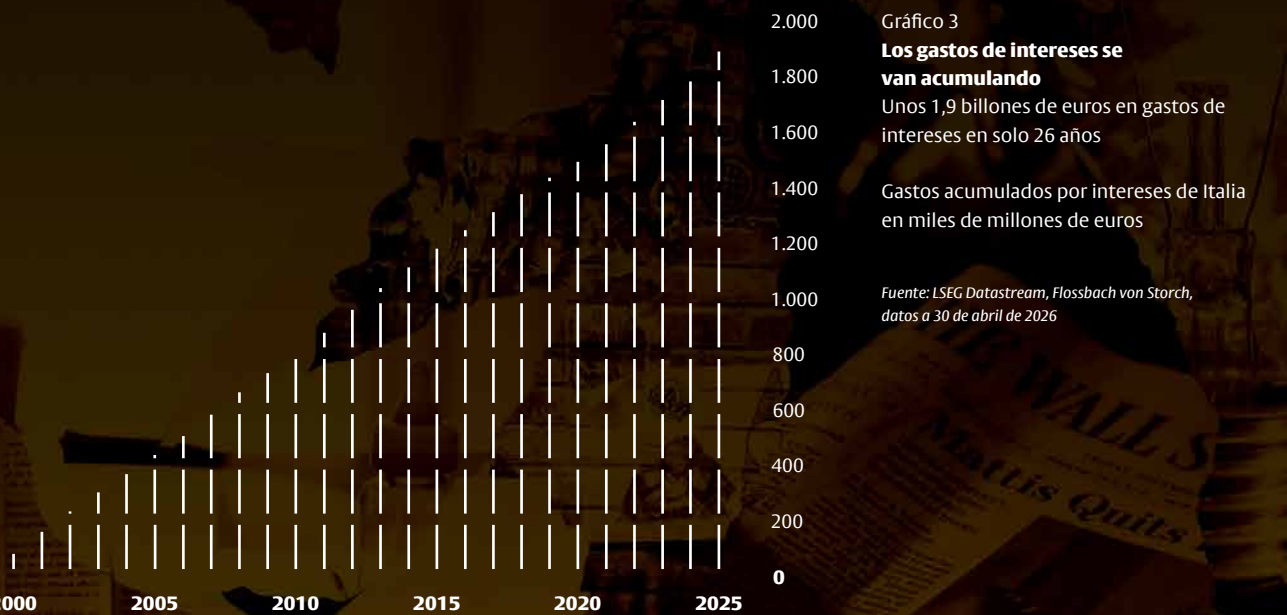
* Estimaciones del Fondo Monetario Internacional.

Fuente: LSEG Datastream, Flossbach von Storch, datos a 30 de abril de 2026

Gráfico 2
Muchas generaciones, ninguna quiebra estatal
Ratios de deuda pública históricas en porcentaje del producto interior bruto



Fuente: Fondo Monetario Internacional, LSEG Datastream, Flossbach von Storch, datos a 30 de abril de 2026



tatal que funcione correctamente si el objetivo es mantener una convivencia ordenada entre millones de personas en paz y prosperidad. Es decir, la capacidad de actuación y de endeudamiento de los gobiernos tiene prioridad absoluta para la cohesión de sociedades enteras.

Sin embargo, de esto también se puede extraer algo positivo. A la inversa, esto significa que el profundo arraigo de los numerosos agentes (del mercado financiero, entre otros) en el Estado contrarresta en cierta medida la inestabilidad inherente a un endeudamiento público excesivo. Simple y llanamente, a nadie le conviene ni nadie quiere una quiebra estatal; porque si el corazón ya no bombea suficiente sangre, esto afecta inevitablemente al resto de los órganos.

Por eso mismo, los emisores soberanos suelen considerarse (relativamente) de bajo riesgo en el mercado de renta fija y, a menudo, son el primer paso para muchos inversores en los mercados financieros. Por consiguiente, no es de extrañar que los bancos y las entidades financieras italianas también apuesten en gran medida por su deuda soberana nacional, a pesar de que la ratio de deuda de Italia, superior al 130% del PIB, se encuentra entre las más altas del mundo. Según cifras recientes, estos habían invertido más de 750.000 millones de euros en bonos del Estado italiano.

EL ESTADO LOS SOBREVIVE A TODOS

Por eso resulta tan complicado definir los posibles puntos de inflexión de una

deuda pública «demasiado elevada». El hecho de que los índices de deuda pública puedan llegar a aumentar mucho más de lo que cabría esperar en general no solo lo demuestra Japón, en cabeza de la clasificación mundial de deuda. También es digna de mención la evolución en el Reino Unido, del que se dispone de datos que se remontan a mucho tiempo atrás y cuya ratio de deuda pública llegó a superar en algunos momentos el 250% del PIB. Tras grandes crisis, como las guerras napoleónicas y las dos guerras mundiales, el Reino Unido logró en repetidas ocasiones reducir su deuda a unos niveles soportables durante largos periodos de tiempo, sin caer en la quiebra estatal. Los bonos del Estado emitidos fueron siempre reembolsados (véase el gráfico 2).

Por lo tanto, en países con un buen marco institucional, cuya deuda pública no suele estar denominada en moneda extranjera, ni siquiera unos niveles de deuda pública del 200% del PIB o superiores tienen por qué suponer una «sentencia de muerte» para las finanzas públicas. En la fase actual, caracterizada por unos niveles de deuda soberana históricamente elevados y en aumento, esto es quizás aún más cierto, ya que las crisis pasadas han demostrado que las intervenciones de política monetaria en el mercado de deuda pública gozan, en determinadas condiciones, de una gran aceptación social.

Hace tan solo unos años que, en el contexto de la crisis del euro y la pandemia del coronavirus, el Banco Central Europeo llegó a adquirir más del 20%

de los bonos soberanos de los países de la zona euro. En Japón, el país más endeudado, recientemente más del 40% de los bonos del Estado en circulación seguían figurando en los libros del Banco de Japón. Esto no solo reduce el nivel de los rendimientos de los bonos soberanos y, por lo tanto, el gasto de intereses de los gobiernos. En el mejor de los casos, la cartera de valores de los bancos centrales genera incluso unas generosas transferencias de beneficios: en la década de 2010, la Reserva Federal de EE. UU. distribuyó más de 800.000 millones de dólares al Gobierno estadounidense.

En una época en la que la deuda pública alcanza unos niveles históricamente altos, hay motivos para suponer que, en el futuro, las finanzas públicas seguirán contando con el respaldo de la política monetaria, que limitará los pagos de intereses de los Estados en caso necesario. Actualmente ya existen mecanismos como el Instrumento para la Protección de la Transmisión, creado en 2022, que permiten al BCE «contrarrestar dinámicas de mercado no deseadas o desordenadas» y, en caso necesario, adquirir sin límite alguno bonos del Estado de determinados países. Por eso mismo, es perfectamente plausible que Alemania, Japón y demás sobrevivan a sus ciudadanos actuales sin que el Estado quiebre.

TODO TIENE UN PRECIO

Sin embargo, una visión optimista sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas no significa que sea reco- ➔

mendable aumentar el gasto público a voluntad. Aunque un país no tenga por qué caer necesariamente en una quiebra estatal ante una elevada carga de deuda e intereses, es evidente que un elevado endeudamiento puede limitar notablemente su margen de maniobra financiera.

Un ejemplo destacado es Italia, que en la década de los noventa llegó incluso a ver peligrar su adhesión al euro debido a los retos fiscales que aún tenía por resolver. Finalmente, en 1997, logró reducir el déficit presupuestario por debajo del límite exigido del 3% del PIB. A raíz de ello, Italia volvió a incorporarse al Sistema Monetario Europeo y adoptó el euro en 1999. Sin embargo, la montaña de deuda se mantuvo, por lo que Italia se embarcó en el «experimento» del euro con un considerable endeudamiento público del 114% del PIB. El país sigue pagando esa factura a día de hoy.

Es cierto que, desde que se incorporó al euro, los políticos italianos han gestionado las finanzas públicas de forma más responsable que todos los demás países de la zona del euro, al menos en lo que respecta al saldo presupuestario antes del pago de intereses (saldo primario). Entre 2000 y 2025, el país logró un superávit primario en 20 años. Alemania obtuvo uno en 13 años, mientras que los países de la zona euro lo lograron en algo menos de once años en promedio. Francia, por su parte, se situó a la cola y registró un superávit primario en solo dos años.

Sin embargo, el balance italiano pasa a ser muy negativo en cuanto se incluye

la carga de los intereses. Italia no ha sido capaz de cerrar ni un solo año de este milenio con un saldo presupuestario globalmente positivo. La deuda total era simplemente demasiado alta. Por ejemplo, en el año 2000 se pagaron unos 76.000 millones de euros de intereses. En aquel momento, eso representaba en torno al 6% del PIB, o el 14% de los ingresos públicos. En total, Italia ha tenido que destinar en este milenio unos 1,89 billones de euros solo a gastos por intereses (véase el gráfico 3), mientras que la deuda pública italiana ha aumentado en el mismo periodo en «solo» algo menos de 1,740 billones de euros.

Un dinero que sin duda se habría preferido destinar a otra cosa. Por lo tanto, los superávits primarios de Italia tampoco reflejan necesariamente una voluntad de consolidación de los políticos italianos. Más bien, los intereses representan en este sentido una obligación vinculante y limitan el margen de maniobra fiscal.

UNA CUESTIÓN DE CAPACIDAD DE PAGO

A diferencia de los Estados, los deudores particulares individuales no suelen tener una importancia sistémica destacada. Solo en Alemania se han registrado más de 100.000 insolvencias al año en los últimos años. No obstante, en lo que respecta a la concesión de créditos, los mecanismos básicos de la economía de mercado son los mismos. En este sentido, la capacidad de pago del deudor tiene una importancia

fundamental, porque solo alguien que cuente con unos ingresos estables (a largo plazo) podrá hacer frente a sus deudas en el futuro.

Desde este punto de vista, un elevado nivel de deuda también puede considerarse una especie de sello de calidad, ya que la sostenibilidad de la deuda de un prestatario está, por definición, relacionada con su capacidad de pago. Los deudores que no aportan suficiente «potencia» suelen tener más dificultades para encontrar algún prestamista, si es que lo encuentran. Esto queda particularmente claro al examinar algunos ejemplos típicos (véase el gráfico 4).

De acuerdo con la base de datos del FMI sobre la deuda global, los hogares de Pakistán se encuentran entre los menos endeudados del mundo. Allí, la deuda de los hogares se situó en 2024 en apenas el dos por ciento del producto interior bruto. Sin embargo, que el nivel de endeudamiento sea tan bajo tiene razones de peso. El país del sur de Asia se enfrenta a enormes desafíos.

Alrededor de la mitad de los ingresos del Estado debe destinarse al pago de intereses. La tasa de alfabetización apenas supera el 70% entre los hombres y es inferior al 50% entre las mujeres. El PIB per cápita de Pakistán se situó el pasado año en unos modestos 1.700 dólares, lo que equivale a tan solo el tres por ciento del nivel alemán. Además, estimaciones de la Organización Internacional del Trabajo (OIT) señalan que más del 80% de los trabajadores se encuentran en empleos informales, es decir, no están

registrados por el Estado y, por tanto, carecen de protección legal.

Sin ingresos estables, a la inmensa mayoría de la población en Pakistán le falta la base necesaria para ser considerada solvente. Para muchos hogares pakistaníes, el sueño de financiar una vivienda mejor y de mayor calidad para sus familias no pasa de ser una quimera.

El bajo endeudamiento familiar en Pakistán se deben, por tanto, ante todo a la precaria situación económica del país.

En contraste, a más de 5.000 kilómetros de distancia, el mundo parece al revés. Suiza presenta la mayor ratio de endeudamiento de los hogares a nivel global, que alcanza un notable 125% del PIB. Al mismo tiempo, sin embargo, el pequeño país alpino cuenta con una economía extremadamente sólida. Con un PIB per cápita superior a los 100.000 dólares, figura entre los más elevados del mundo.

Pero no solo la situación de ingresos respalda una elevada capacidad de endeudamiento de los hogares suizos. Además, las deudas están respaldadas por activos de valor. Más del 90% de la deuda de los hogares suizos corresponde a créditos inmobiliarios. Y que el nivel de endeudamiento sea tan elevado en comparación internacional también tiene que ver con la deducibilidad fiscal de los intereses hipotecarios: de cada diez propietarios de vivienda en Suiza, por lo general solo uno está libre de deudas, una proporción excepcionalmente baja en comparación internacional.

¿CUÁNDO SE ALCANZA EL LÍMITE?

Los casos extremos de los hogares pakistaníes y suizos muestran lo difícil que resulta definir «límites de endeudamiento» de carácter general. En el caso de Suiza, teóricamente serían incluso posibles ratios de deuda aún más elevados en los hogares. Según la Oficina Federal de Vivienda suiza, apenas el 36% de las viviendas ocupadas de forma permanente en el país alpino están habitadas por sus propios propietarios, la tasa de propiedad más baja de Europa. Un mayor número de hogares con vivienda en propiedad (financiada con crédito) podría, por tanto, elevar aún más el nivel de endeudamiento en la «Suiza de inquilinos».

Por el contrario, para los hogares pakistaníes, ratios de endeudamiento significativamente más altos resultan difíciles de imaginar, pese a su actual escaso nivel de deuda. Para ello, sería necesario, en primer lugar, mejorar de forma sustancial la precaria situación económica del país. Por ahora, la gran mayoría de los hogares apenas puede ser considerada solvente.

En esencia, la cuestión de la sostenibilidad de la deuda radica en si un deudor puede hacer frente de forma creíble al servicio de su deuda. Sin embargo, esta evaluación nunca puede ser estática, ya que está sujeta a una gran variedad de factores dinámicos. Las condiciones institucionales de un país cambian con el tiempo, al igual que su capacidad económica real.

Las tasas de inflación positivas contribuyen a aliviar la carga de la deuda al erosionar progresivamente el valor de las obligaciones pasadas, mientras que los pagos de intereses incrementan el volumen de deuda. En lo relativo al nivel de los tipos de interés, los bancos centrales disponen, sin embargo, de una poderosa palanca para mejorar la sostenibilidad de la deuda. Así lo han demostrado de forma contundente en crisis recientes. Es muy posible que vuelvan a accionar este instrumento en un contexto de aumento de las deudas (públicas).

Por ello, desde la perspectiva de la deuda pública, en algunos casos la cuestión no es tanto cuánta deuda podemos permitirnos, sino cuánta deuda estamos dispuestos a asumir. Además, la deuda no solo implica costes de intereses, sino que plantea interrogantes adicionales, como los riesgos de inflación o la equidad intergeneracional, cuando las generaciones futuras deben hacerse cargo de deudas de carácter consumista.

Por otro lado, tampoco deberían posponerse indefinidamente inversiones esenciales, lo que puede justificar un mayor endeudamiento a corto plazo. Se trata, en definitiva, de un ejercicio permanente de equilibrio.

Que los niveles «máximos» de deuda no puedan cuantificarse con exactitud resulta, por un lado, insatisfact. ♦

Julian Marx es analista en Flossbach von Storch SE en Colonia.

EL ATLAS DE LA DEUDA

– ARGENTINA – UNA QUIEBRA ESTATAL RARA VEZ LLEGA SOLA

«Rico como un argentino» era, en su día, una expresión muy popular. Hacia el año 1900, Argentina era considerada una de las naciones más prósperas del mundo. Sus exportaciones de carne y trigo proporcionaban al país una gran riqueza. Durante esas décadas, millones de europeos, sobre todo italianos y españoles, emigraron allí para trabajar. La riqueza de recursos naturales, la abundancia de terrenos agrícolas y una buena ubicación geográfica junto al mar podrían haber sentado las bases para un historial de prosperidad a largo plazo del que hoy es el octavo país más grande del mundo. Verdaderamente.

Sin embargo, después de la Segunda Guerra Mundial a más tardar, se inició el declive económico. La «tercera vía» de Juan Perón, que pretendía encontrar un término medio entre el capitalismo y el socialismo, fracasó. El rápido aumento de los gastos sociales (por ejemplo, debido a la introducción de la baja por maternidad remunerada, las vacaciones pagadas o la asistencia médica gratuita para todos los trabajadores) se financió en gran medida mediante la expansión de la masa monetaria y dio lugar a unos déficits públicos y unas tasas de inflación persistentemente elevados. Al mismo tiempo, su potencia económica se fue debilitando debido a la nacionalización de empresas y a un creciente proteccionismo. Un dato destacado es el descenso de la producción de carne de un máximo de 145.000 toneladas bajo el mandato de Perón a 87.000 toneladas a finales de 1961. El resultado fue un desequilibrio comercial devastador.

El país nunca recuperó su antigua fortaleza. Hasta la fecha, la vida económica de Argentina se caracteriza por una escasa confianza en el sistema monetario y en las instituciones políticas. En la Argentina actual, «la grieta» hace referencia a la profunda división social entre los bandos políticos. El país ya se ha declarado en quiebra en nueve ocasiones, tres de ellas solo en este milenio. El Estado fallido es una tradición en Argentina.

– ITALIA – UNA VIDA AL LÍMITE DE LOS TIPOS DE INTERÉS

«¡Italia, el alumno modelo!». Esta idea no es del todo descabellada, aunque sea el segundo país de la zona euro con la mayor ratio de deuda pública, solo superado por Grecia. Y es que las finanzas públicas italianas registraron un superávit primario, es decir, antes del pago de intereses, en 20 años durante el periodo de 2000 a 2025, lo que significa que los ingresos públicos superaron a los gastos públicos durante esos años. Ningún otro país de la zona euro ha logrado esta hazaña con tanta frecuencia. En promedio, los países de la zona euro han logrado un superávit primario en once de los años que llevamos de este milenio.

Sin embargo, el balance de Italia sigue siendo en conjunto muy negativo. Una vez deducidos los gastos por intereses, Italia solo registra déficits presupuestarios, que, además, no son precisamente pequeños. En promedio, durante los últimos 26 años, el déficit fiscal anual de Italia se ha situado en el 3,8%. El importe de los intereses devengados durante esos años ha sido de casi 1,9 billones de euros, comparado con un producto interior bruto anual del país que ascendía recientemente a 2,258 billones de euros. Este ejemplo pone de manifiesto hasta qué punto la deuda acumulada y los consiguientes gastos por intereses pueden limitar el margen de maniobra fiscal.

– NORUEGA – UN NIVEL DE DEUDA SIN PREOCUPACIONES

Con una ratio de deuda pública del 45% del PIB, Noruega presenta un nivel de deuda pública relativamente bajo en comparación con otros países. Por ejemplo, la ratio de deuda de los países de la zona euro es más del doble. Sin embargo, cabe preguntarse por qué el Estado noruego tiene deuda en absoluto. Al fin y al cabo, está el fondo soberano noruego, que gestiona los cuantiosos ingresos procedentes de las reservas de petróleo y gas del país, y cuyo patrimonio gestionado representa un múltiplo del valor de la deuda pública.

A finales de marzo este ascendía a unos 20 bi-

llones de coronas noruegas (casi 1,8 billones de euros, lo que equivale a unos 300.000 euros por ciudadano noruego). Eso supone más de ocho veces la deuda pública de Noruega. En la práctica, por tanto, Noruega no tiene deuda. Si, a pesar de todo, se sigue emitiendo deuda pública es principalmente debido a la necesidad de «creación de mercado». Así, la emisión de bonos del Estado contribuye a mantener un mercado líquido para los bonos en coronas noruegas.

– SUIZA – UN ELEVADO ENDEUDAMIENTO COMO SELLO DE CALIDAD

¿Dónde se encuentran las familias más endeudadas del mundo? Allí donde los hogares generan un rendimiento económico particularmente elevado y disponen de ingresos regulares. El PIB per cápita de los hogares suizos, superior a los 100.000 dólares estadounidenses, se sitúa entre los más altos del mundo. Esta cifra significa que la producción económica de un suizo medio es casi el doble de la de un alemán medio y 16 veces más que la de un paraguayo medio.

Sin embargo, la deuda per cápita es aún mayor en este pequeño país alpino. En 2024, ascendía a unos 130.000 dólares. En comparación, Alemania registraba una deuda per cápita de apenas unos 28.000 dólares, mientras que en Paraguay no llegaba ni a los 500. Por lo tanto, un elevado nivel de deuda también puede considerarse un indicador de calidad, ya que a menudo refleja una gran capacidad de pago y un buen marco institucional.

– ESTADOS UNIDOS – UN IMÁN PARA LA DEUDA

Desde 1992, EE. UU. ha registrado sistemáticamente déficits por cuenta corriente. Estos han ascendido en promedio al 3% del PIB. En cifras absolutas, el déficit por cuenta corriente acumulado de EE. UU. entre 1992 y 2025 se situó en la gigantesca cifra de 17 billones de dólares estadounidenses. Por lo tanto, cabría pensar que EE. UU. vive, sin duda, por encima de sus posibilidades. Al fin y al cabo, año tras año se importan a EE. UU. más bienes y servicios de los que se exportan al extranjero.





Esta situación es posible gracias a la posición privilegiada de su moneda, es decir, a la demanda extranjera constantemente elevada de dólares o de activos denominados en dólares. Esto queda patente al echar un vistazo a las deudas del país. Así, a finales del año pasado, los inversores extranjeros poseían bonos de EE. UU. por un valor aproximado de 16 billones de dólares, de los cuales 9,3 correspondían a títulos del Tesoro. Por el contrario, los inversores estadounidenses solo poseían 4 billones de dólares en bonos extranjeros. En pocas palabras, son los propios países extranjeros los que financian el elevado consumo de los estadounidenses de bienes y servicios exteriores

– CHINA – EN LA VÍA RÁPIDA

La economía china ha experimentado un auge espectacular en este milenio. En el año 2000, el producto interior bruto del país solo representaba una quinta parte del de la zona euro. Ni siquiera veinte años después, China la ha adelantado. Desde 2018, el crecimiento interanual del PIB de China supera al de la zona monetaria año tras año.

Sin embargo, China también va a toda marcha en lo que respecta a la deuda: no solo la ratio de deuda pública de China casi se ha triplicado del 33% al 99% del PIB entre 2010 y 2025; además, las empresas y los hogares también se han apuntado a la carrera de la deuda. El endeudamiento de los hogares se ha disparado del 22% al 60% del PIB en los últimos 15 años, mientras que las empresas chinas se encuentran entre las más endeudadas del mundo, con una ratio de deuda que recientemente superaba el 140% del PIB. Sin embargo, una gran parte de la deuda empresarial corresponde a sociedades estatales y, por lo tanto, también puede considerarse, en teoría, parte de la deuda pública.

En consecuencia, la deuda total de China (suma de la deuda pública, empresarial y de los hogares) había alcanzado a finales del año pasado un nivel de alrededor del 300% del PIB. Por su parte, la de la mayor economía del mundo, Estados Unidos, se situaba en casi el 270%, y la de la zona euro en algo menos del 250% del PIB.

– JAPÓN – EL «MÓVIL PERPETUO» DE LAS FINANZAS PÚBLICAS

Es el número uno indiscutible entre los Estados endeudados. En 2025, la deuda pública de Ja-

pón era 2,1 veces superior al producto interior bruto del país. No se trata de una situación reciente: esta cifra lleva ya 13 años superando el umbral del 200% del PIB. Sin embargo, durante muchos años, los ministros de Finanzas de Japón han podido disponer de tantos recursos como querían. El déficit primario anual de Japón (déficit público antes de los gastos por intereses) se ha situado en una media de más del 4% del PIB en este milenio.

Esto ha sido posible gracias al firme apoyo del Banco de Japón (BoJ). Como consecuencia de una política de tipos de interés bajos durante varias décadas y de las compras a gran escala de bonos del Estado por parte del banco central, la capacidad de endeudamiento del Estado japonés prácticamente no tenía límites. Recientemente, el BoJ seguía teniendo en su balance casi el 40% de la deuda pública nipona. Pero no solo el Estado japonés «sabe endeudarse»: la deuda total del país se sitúa en torno al 400% del PIB. En comparación con el resto del mundo, esto también supone un memorable primer puesto.

– PAKISTÁN – LAS DOS CARAS DE UNA MISMA MONEDA

Hay pocos países en los que la mitad del presupuesto estatal se destine al servicio de la deuda. Este es el caso de Pakistán. Para el ejercicio fiscal 2025/2026, el Gobierno preveía unos pagos por intereses de 8,2 billones de rupias pakistaníes, lo que representaba el 46,7% del presupuesto federal total. Desde ese punto de vista, la deuda pública de Pakistán resulta aplastante.

Sin embargo, no tener deudas parece igualmente poco deseable. Esto lo pueden confirmar los hogares pakistaníes, cuya deuda asciende apenas al 2% del PIB. Por lo tanto, la deuda per cápita no llega ni a los 50 dólares estadounidenses. La razón de este bajo nivel de endeudamiento es muy sencilla: muchas personas, dada su precaria situación económica, simplemente carecen de acceso a crédito. Más del 80% de los trabajadores del país trabajan en la economía informal. La esperanza de vida media es inferior a 70 años.

En el caso de Pakistán, un Estado sobreendeudado y una población muy poco endeudada, pero también con un bajo nivel de riqueza, son dos caras de la misma moneda. ♦

Las caras del dólar estadounidense

Julian Marx

Al inicio del segundo mandato del presidente estadounidense Donald Trump, el dólar estadounidense comenzó a caer. ¿Ha pasado ya el ocaso de la moneda de referencia mundial?

Al identificar a los países industrializados que registran un mayor crecimiento, actualmente es prácticamente imposible pasar por alto a la mayor economía del mundo: Estados Unidos. El sólido gasto de consumo y el aumento de la inversión, especialmente en centros de datos, contribuyeron a que la economía estadounidense registrara el año pasado un crecimiento real de alrededor del 2%. Según las estimaciones del Fondo Monetario Internacional (FMI), se prevé que este año vuelva a crecer de nuevo en algo más del 2%. Una pequeña sorpresa.

Efectivamente, en otros lugares, la economía crece a un ritmo más bien modesto, como muestra una comparación con los países del G7: el FMI prevé para los otros seis países del grupo (Alemania, Francia, Reino Unido, Italia, Japón y Canadá) un crecimiento real medio del 0,9% este año, es decir,

apenas la mitad del estadounidense. Por lo tanto, el patrón de crecimiento del año pasado podría repetirse. Por eso aún extraña más, a primera vista, que el dólar estadounidense se haya depreciado notablemente el año pasado frente al euro, la libra esterlina y el dólar canadiense. Las causas de esta debilidad del dólar han sido, evidentemente, más profundas.

UNA CUESTIÓN DE CONFIANZA

Esto es especialmente sorprendente porque EE. UU. se considera el centro financiero mundial. Para numerosas empresas del sector financiero, el dólar estadounidense es la clase de activos más importante; para los bancos centrales de todo el mundo, el billete verde es la moneda de reserva dominante. Algo que demuestra hasta qué punto las finanzas mundiales se interesan por este país es el volumen de las inversiones de cartera realizadas por inversores no estadounidenses en los EE. UU.: a finales del 2025, estas ascendían a algo más de 38 billones de dólares; una cifra que supera el producto interior bruto anual de EE. UU. y que siguió aumentando el año pasado. Según datos del Departamento del Tesoro de EE. UU., en el año 2025 los inversores extranjeros destinaron nuevos fondos netos por un total de 1,552 billones de dólares a inversiones en valores estadounidenses a largo plazo. El importante papel internacional de la moneda estadounidense no se debe únicamente al enorme tamaño de la economía o del mercado de capitales del país. El billete verde también se considera desde hace muchas décadas una inversión a prueba de crisis, porque EE. UU. (al menos

hasta ahora) ha ofrecido un entorno institucional y macro-económico estable que permitía planificar con seguridad. Sin embargo, esta seguridad para planificar se ha resquebrajado bajo el mandato del presidente Donald Trump — a más tardar desde el «Día de la liberación» en abril de 2025, cuando Trump marcó el fin de la era del libre comercio con sus osadas amenazas arancelarias sobre las importaciones estadounidenses —, aunque diversos acuerdos hayan amortiguado posteriormente sus efectos.

Un ejemplo que, una vez más, ha minado especialmente la confianza de los inversores europeos fue la amenaza de Trump, en enero de 2026, de anexionar Groenlandia. Entonces, el presidente de EE. UU. llegó incluso a dejar abierta en un primer momento la posibilidad de recurrir a las armas contra sus aliados. Al mismo tiempo, impuso aranceles a Dinamarca y a los países europeos que apoyan la protección de Groenlandia desde hace años, con el único fin de dar más peso a esa exigencia. Estas nuevas amenazas arancelarias se produjeron apenas unos meses después de que Trump hubiera negociado un acuerdo comercial con la Unión Europea. Aunque los «aranceles relativos a Groenlandia» anunciados se retiraron rápidamente, no contribuyeron precisamente a generar confianza.

UNA RETIRADA SIGILOSA

Mientras que, desde el punto de vista de los aliados occidentales, la pérdida de confianza en el dólar estadounidense es un fenómeno reciente, los adversarios políticos de EE. UU. llevan muchos años distanciándose de la moneda de referencia mundial. Al fin y al cabo, los posibles riesgos de sanciones contra los activos en dólares estadounidenses ya no son una mera hipótesis desde el inicio de la guerra en Ucrania, como demuestra el ejemplo de Rusia.

En este contexto, los esfuerzos por reducir gradualmente la dependencia del dólar estadounidense son una iniciativa totalmente comprensible. Sin embargo, la aplicación práctica de una «desdolarización» sigue resultando complicada para los rivales políticos de EE. UU., como indica un análisis de las reservas monetarias mundiales de los bancos centrales: más del 90% del total de dichas reservas — sin contar, por el momento, el oro — siguen estando denominadas en dólares estadounidenses o en monedas de otros países industrializados occidentales.

Entre ellas destacan, en particular, el euro (con una proporción de alrededor del 20% de las reservas de divisas mundiales), el yen japonés (en torno al 6%) y la libra esterlina (poco menos del 5%). El renminbi chino, por su parte, solo representa un 2%. Si además se tiene en cuenta que EE. UU. y las economías afines representan más de la mitad del producto interior bruto mundial y tienen un gran peso en el comercio global, los obstáculos para abandonar el dólar son muy elevados.

No obstante, la «desdolarización» avanza poco a poco en algunas economías, como se desprende de las continuas compras de oro por parte de numerosos bancos centrales, como los de Brasil, China o Turquía. Según las estimaciones del Consejo Mundial del Oro, los bancos centrales adquirieron en 2025 un total de algo más de 860 toneladas del metal amarillo. Este volumen es algo inferior al de los tres años anteriores, en los que se compraron en cada uno más de 1.000 toneladas; sin embargo, si se ajustan los volúmenes, que siguen siendo enormes, por la subida del precio del metal precioso, la fiebre del oro de numerosos bancos centrales incluso se ha acelerado.

En consecuencia, la proporción de oro en el total de las reservas monetarias ha ido aumentando, de apenas un 10% en 2015 a alrededor del 28% a finales de 2025. Por el contrario, la proporción del dólar estadounidense en las reservas monetarias mundiales ha descendido del 58% a algo más del 40%.

LA DIFÍCIL BÚSQUEDA DE ALTERNATIVAS

Los pesimistas podrían utilizar estos datos para crear un relato sobre el ocaso del dólar. Pero no es tan sencillo. Por un lado, las reservas monetarias mundiales de dólares estadounidenses llevan muchos años estancadas en algo más de siete billones de dólares; en cifras absolutas, pues, no hay grandes cambios. Además, la disminución relativa de las reservas en dólares se explica en gran medida por el alza del precio del oro en los últimos años.

Por otra parte, el oro — al margen de las reservas monetarias — solo puede sustituir parcialmente al dólar o al dinero. Aunque tiene una utilidad estratégica como depósito de valor y, por lo tanto, cumple una de las funciones esenciales del dinero, no puede utilizarse, por ejemplo, como medio de pago generalizado sin más.

En consecuencia, el dominio del billete verde parece mantenerse intacto en muchos sentidos. Un estudio reciente del Banco de Pagos Internacionales reveló que el dólar estadounidense y el euro han seguido consolidando su posición dominante en el ámbito de los préstamos internacionales en este milenio. De los 29 países analizados, en el año 2000, un promedio del 60% de todos los bonos internacionales estaba denominado en dólares estadounidenses. En 2024, este porcentaje se situaba en algo más del 63%; en algunos países de mercados emergentes, como Brasil o Turquía, esta proporción era hace poco incluso superior al 90%. Al mismo tiempo, el euro ha logrado aumentar su cuota media del 12% al 21%.

El hecho de que el mercado de las criptomonedas estables, aún bastante reciente, esté vinculado hasta ahora casi exclusivamente al dólar estadounidense también puede interpretarse como un indicador positivo de que el dominio del dólar apenas se ha visto afectado hasta el momento. En la competencia entre las monedas fiduciarias, el dólar ocupa, desde este punto de vista, una posición absolutamente excepcional (por ahora).

LAS DOS CARAS DEL «BILLETE VERDE»

En definitiva, en el contexto actual, el dólar estadounidense muestra dos caras. Por un lado, es una moneda cuyo uso en los mercados financieros internacionales se considera, hasta ahora, prácticamente sin alternativa. En este sentido, consideramos que conviene tener cuidado y no dar demasiada importancia a las fluctuaciones a corto plazo de los tipos de cambio. La divisa estadounidense ya ha atravesado años de debilidad en otras ocasiones.

Aún más teniendo en cuenta que la cotización actual del dólar frente al euro es prácticamente la misma que tenía en el momento de la introducción de la moneda única en 1999: entonces, un euro equivalía a unos 1,18 dólares estadounidenses, un valor en torno al cual ha oscilado este par de divisas en los últimos trimestres. Sin embargo, a diferencia de entonces, el tipo de cambio del euro ponderado por el comercio — que mide el valor del euro frente a una amplia cesta de divisas — es hoy en día casi un 30% más alto. Desde este punto de vista, la fortaleza del euro también se refleja directamente en el dólar estadounidense.

Por otro lado, sin embargo, se perfila el panorama de una moneda de reserva que en su día fue extremadamente domi-

nante y cuya importancia relativa se ve ahora en entredicho. Muchos bancos centrales se están esforzando por aumentar sus reservas de oro. Además, de cara al futuro, existen otras iniciativas para reducir la dependencia del dólar. Varias zonas monetarias importantes aspiran a arrebatarle cuota de mercado al dólar estadounidense.

¿UNA PESCADILLA QUE SE MUERDE LA COLA?

Desde hace varios años, China está tratando de ampliar su poder político y económico en el marco de la «Iniciativa de la Franja y la Ruta», realizando inversiones en infraestructuras en otras partes del mundo. En este contexto, es probable que aumenten los intentos de «exportar» la propia moneda en un mundo políticamente dividido.

Por su parte, el Banco Central Europeo aprovecha la reciente pérdida de confianza en la política estadounidense para ensalzar la estabilidad institucional de la zona euro y presentar a la moneda única como una alternativa de inversión al billete verde. Además, el desarrollo del euro digital tiene como objetivo reducir la dependencia de los proveedores de servicios de pago estadounidenses y lograr así una mayor autonomía financiera. En este sentido, las iniciativas de la zona euro también pueden interpretarse como una señal de alerta desde el punto de vista estadounidense. Porque si EE. UU., o su presidente, llevan demasiado lejos sus recurrentes amenazas, podría llegar un día en que ni siquiera los países que son realmente sus aliados reaccionen ya ante ese ambiente de intimidación.

Entonces la pescadilla podría morderse la cola: cuanto más utilicen los EE. UU. — o, más concretamente, Trump — la supremacía estadounidense como arma de presión, menos efecto podrían tener sus bravatas. Cada amenaza podría provocar un mayor distanciamiento de EE. UU. y de su divisa como moneda de referencia.

Todavía no hemos llegado a un punto en el que el estatus del dólar estadounidense como moneda de referencia parezca estar en peligro inmediato. Sin embargo, si el Gobierno de Trump mantiene su actitud conflictiva, esto podría, como mínimo, acelerar los procesos hacia una mayor independencia monetaria y, con ello, aumentar la probabilidad de que se produzca un escenario en el que el estatus del dólar se vea mermado. ♦

Shenwei Li



CORREO DE S H A N G H A I

Motor económico, superpotencia, dictadura de partido. Quien se interesa por las tendencias mundiales mira hacia China. La analista Shenwei Li nos cuenta de forma subjetiva sus experiencias desde la perspectiva de una ciudadana china. En esta ocasión, nos habla del aumento de las relaciones laborales ocasionales en China.

A primera vista, suena a libertad y a modernidad: los trabajadores de pequeños encargos o microtrabajos («gig» work) realizan encargos a corto plazo, que suelen asignarse a través de plataformas digitales. No están sujetos a horarios ni a contratos de trabajo fijos. Trabajan cuando quieren y como quieren. Cobran por encargo. En cualquier caso, esta flexibilidad resulta muy conveniente para las empresas en la era de la inteligencia artificial, en la que los procesos de trabajo permiten distribuir cada vez más tareas y coordinarlas con relativa facilidad.

Así, en China, el 27% de la población activa ya es un trabajador de pequeños encargos. En el sector público, se calcula que la cifra alcanza incluso el 43%, aunque oficialmente se entiende por «trabajo por encargo» el trabajo sin contrato laboral en el que se trabaja más de una hora a la semana a cambio de una remuneración.

Este porcentaje asombrosamente alto lo ha calculado la revista china Caixin. Así, según datos oficiales, en China hay unos 740 millones de personas activas, de las cuales 470 millones residen en zonas urbanas. Por otro lado, hay 200 millones de trabajadores de pequeños encargos. Hace diez años esto era algo poco común en nuestro país.

¿CÓMO ES QUE LOS MICROTRABAJOS SE HAN GENERALIZADO TAN RÁPIDAMENTE?

Por un lado, la persistente debilidad macroeconómica de nuestra economía probablemente haya contribuido a incrementar el número de trabajadores del sector gig. Así, la vida media de las empresas privadas ha disminuido notablemente en los últimos años, de modo que los contratos laborales de largo plazo en el sector privado a menudo dejan de resultar rentables.

Además, las empresas encuestadas por Caixin indicaron que externalizan el 10% de todos los puestos de trabajo a trabajadores por encargo y que, solo con eso, pueden ahorrar entre un 20% y un 30% en costes de personal. Y es que las empresas deben pagar cotizaciones a la Seguridad Social para su personal fijo que suponen nada menos que el 35% del salario bruto, mientras que con los trabajadores por encargo, se ahorran estos costes. Además, las empresas deben enfrentarse a una normativa laboral más estricta si desean despedir a un empleado con contrato indefinido. Los trabajadores por encargo no tienen protección.

Así, más del 52% de las empresas encuestadas desearía aumentar aún más la proporción de estos trabajadores. Esto beneficia a las empresas de selección de personal, que en China pueden encontrar en tres horas a diez trabajadores por encargo para una empresa y ponerles en contacto. El número de estas empresas de selección de personal se ha triplicado en los últimos diez años.

¿LIBERTAD O CONDICIONES LABORALES PRECARIAS?

Muchos trabajadores de la economía bajo demanda son jóvenes y tienen un buen nivel de formación. Por lo general, parecen optar activamente por un trabajo por encargo en lugar de un empleo fijo, ya que este tipo de trabajo ofrece más flexibilidad y, en caso de que no funcione, suelen contar con el apoyo de sus padres o familiares.

Por el contrario, los trabajadores por encargo mayores de 30 años a menudo no tienen otra opción. Por ejemplo, el 77% de los conductores encuestados por la revista Caixin indicaron que se habían incorporado a las plataformas como

conductores tras perder su empleo, y más de la mitad de ellos aportan la única o la principal fuente de ingresos de la familia. El problema es que el número de taxistas y conductores de transporte de pasajeros ha aumentado un 159% entre 2020 y 2024, mientras que los encargos solo han crecido un 38%. En consecuencia, hoy en día los conductores tienen que trabajar más horas para ganarse un sueldo razonable. Además, en temporada baja, un tercio de todos los trabajadores de la construcción de nuestro país lo hacen por cuenta propia, y en temporada alta la cifra asciende a dos tercios. En algunas empresas de Internet hay actualmente más autónomos que empleados fijos; en otros sectores de actividad, como la atención al cliente en línea, la proporción de externalización alcanza incluso el 70%.

Según un estudio de Zhipin, el 45% de los trabajadores de servicios como el transporte de personas o la entrega de paquetes ganan entre 10.000 y 15.000 renminbi al mes, lo que los sitúa en la franja alta del segmento. Sin embargo, no es así en todas partes.

Y sobre todo, los trabajadores por encargo están sujetos a una inestabilidad de sus ingresos y deben contratar ellos mismos su seguro. Sin embargo, no existe la obligación de contratar uno. Si optan por el seguro social obligatorio, deben pagar las mismas cotizaciones que los trabajadores fijos con unos ingresos brutos equivalentes. Sin embargo, los trabajadores por encargo también deben pagar ellos mismos la parte de la cotización a cargo de la empresa, que es del 35%. Muchos de ellos no pueden permitírselo. La encuesta arriba mencionada indica que, por ejemplo, solo el 10% de los repartidores de comida encuestados considera adecuada la tasa actual de las contribuciones a la Seguridad Social.

En la última Asamblea Popular Nacional se abogó por que las plataformas asumieran una mayor responsabilidad en este sentido. Teniendo en cuenta que el total de los trabajadores por encargo en China ya representa casi el 30% de toda la población activa, es evidente que se necesitan soluciones urgentes. Nuestra sociedad no puede permitirse que una proporción tan elevada esté excluida de nuestro sistema debido a los elevados costes de la Seguridad Social. ♦

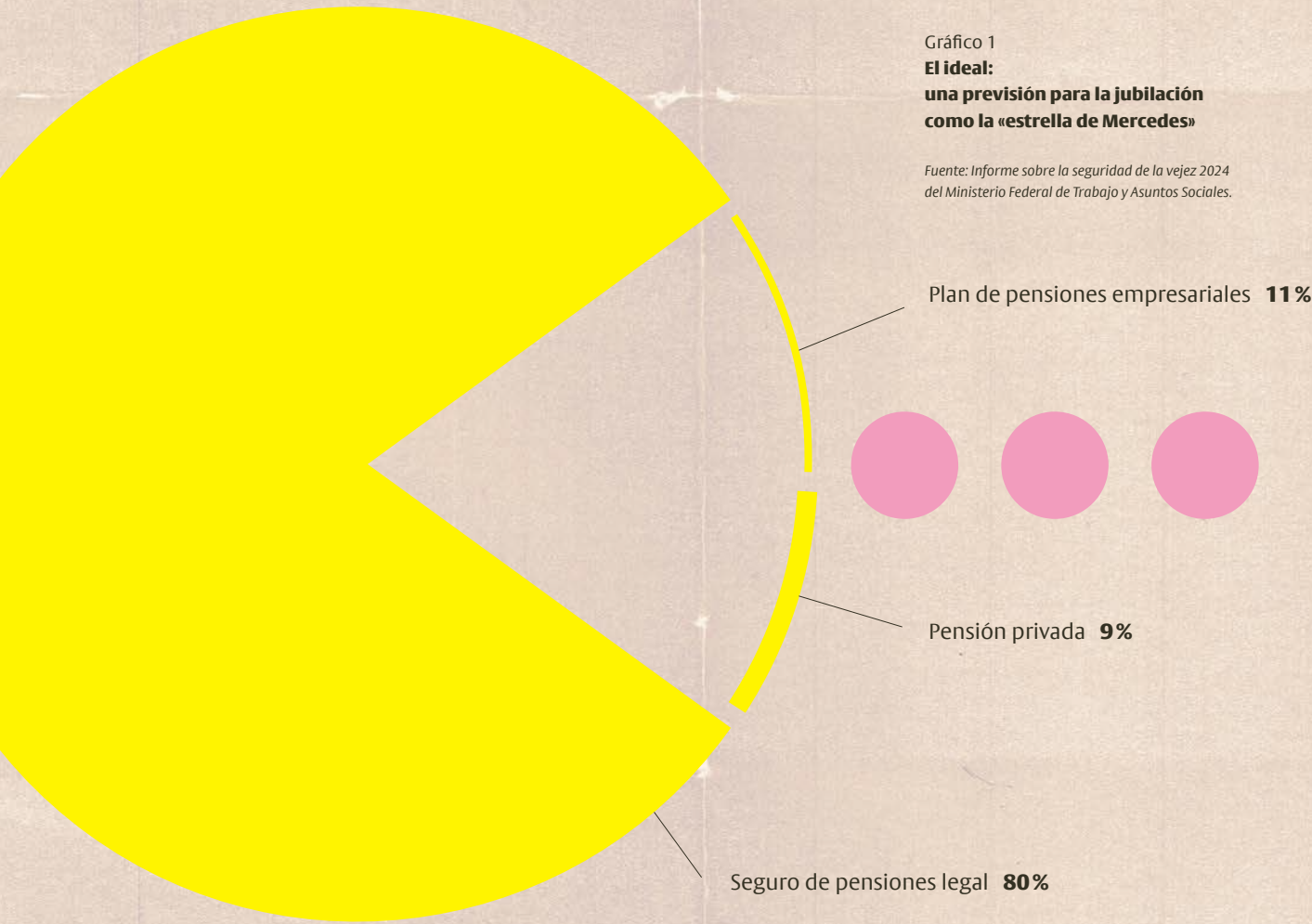
Shenwei Li es analista en Shanghai.

TÍTULO

El falso héroe

Sven Ebert

¿Qué tienen en común los planes de pensiones de los alemanes con el personaje de videojuegos japonés Pac-Man? Por desgracia, más de lo que muchos probablemente piensan...



Un jubilado alemán medio que haya trabajado como asalariado obtiene hoy en día el 80% de sus ingresos de la pensión legal. Los planes de pensiones empresariales y privados apenas tienen relevancia, ya que representan cada uno alrededor del 10%. Si se le añade un ojo al gráfico circular resultante, recuerda a Pac-Man, el simpático protagonista del videojuego homónimo de los años 80 (véase el gráfico 1). Sin embargo, más allá de los recuerdos nostálgicos de la infancia, este riesgo concentrado en los planes de pensiones debería preocuparnos. En lo que respecta a los planes de pensiones, Pac-Man no es el héroe adecuado.

Y es que el cambio demográfico y el envejecimiento creciente de la población seguirán complicando la financiación de las pensiones públicas en las próximas décadas. El número de jubilados aumenta, mientras que el de contribuyentes disminuye (véase también: «Error en el sistema», página 36).

Sin reformas fundamentales, la carga fiscal y de gastos sobre los salarios brutos pasaría del 43% al 60%. Esto solo podría compensarse con un aumento de la productividad del 1% anual. Sin embargo, desde la década de 1990 no se ha observado ni de lejos un crecimiento de este tipo.

LA MEJOR MANERA ...

Nos encontramos, por tanto, en una encrucijada. El gasto público en pensiones en Alemania asciende actualmente al 10,8% del producto interior bruto, lo que ya supera con creces la media de la OCDE, situada en el 8,1%. Si no reformamos los planes de pensiones, acabaremos siguiendo los pasos de países como Francia o Italia. Allí se destina más del 15% del producto interior bruto a las prestaciones para los jubilados. Por eso, entre otras cosas, estos países tienen una elevada deuda pública.

Sin reformas fundamentales, la carga fiscal y de gastos sobre los salarios brutos pasaría del 43% al 60%.

Reforzar los planes de pensiones de capitalización sería la mejor opción. Países como los Países Bajos y Suecia demuestran que es posible contar con planes de pensiones fiables incluso con un gasto público reducido, siempre que se combine una cobertura básica obligatoria con planes de pensiones empresariales o privados. Por lo tanto, nuestro objetivo debería ser un sistema en el que los tres pilares – los planes de pensiones legales, empresariales y privados – garanticen por igual el nivel de vida en la vejez.

Para ello, primero hay que limitar el gasto en pensiones legales. Según la legislación vigente, estas cifras ascenderán a unos 600.000 millones de euros en el año 2035. En total, eso supondría un aumento de alrededor del 50% en diez años, o algo más del 4% anual. Sin embargo, debido también a la elevada carga fiscal y contributiva, el crecimiento económico anual es actualmente inferior al uno por ciento.

A largo plazo, los jubilados no se benefician de estos aumentos del gasto, ya que la mayor carga que recae sobre los trabajadores en activo debe repartirse entre un número cada vez mayor de jubilados. Por lo tanto, a pesar de las declaraciones políticas en sentido contrario, el nivel de las pensiones en el sistema actual volverá a bajar (inevitablemente) en breve, con lo que se mantendrá la tendencia que viene imperando en las pensiones legales desde mediados de la década de 1980.

EL EJEMPLO DE LOS PAÍSES BAJOS

Sería mejor ser más sinceros: el Estado alemán tiene la solidez económica suficiente para garantizar a todos los jubilados una cobertura básica durante la vejez. Por el contrario, cada vez resulta más difícil garantizar el nivel de vida de cada ciudadano. Sin embargo, no hay que temer un cambio de sistema hacia servicios básicos públicos, ya que este modelo ya se aplica con éxito en otros países. Por ejemplo, los Países Bajos solo cuentan

con una pensión básica estatal independiente de los ingresos. No obstante, la pobreza entre las personas mayores es considerablemente menor que en Alemania, entre otras cosas porque allí el pilar empresarial, organizado por el sector privado, está mejor desarrollado.

Por eso, los planes de pensiones empresariales deberían llegar a más personas también en Alemania. En los Países Bajos, los convenios colectivos garantizan una amplia participación de los trabajadores. Los fondos de pensiones sectoriales invierten el capital de forma profesional y apuestan por una elevada proporción de acciones.

En el panorama de la previsión empresarial, muy fragmentado en Alemania, solo uno de cada dos trabajadores cuenta con este tipo de plan de pensiones complementario. En total, existen más de diez formas diferentes en las que una empresa puede organizar los planes de pensiones de sus empleados. Algunos planes requieren garantías de las contribuciones, lo que reduce la rentabilidad. Otros consideran que la única opción de pago durante la jubilación es una pensión mensual vitalicia, lo que limita la flexibilidad.

Deberíamos hacer frente a la fragmentación facilitando el cambio de un modelo a otro. Para ello, es necesario reforzar los modelos existentes que combinan una mayor proporción de acciones con un uso más flexible de los ahorros durante la jubilación.

INVERTIR EN ACCIONES

Al mismo tiempo, deberíamos potenciar los planes de pensiones privados de capitalización. El plan de inversión para la jubilación previsto por el Gobierno federal es un paso importante en esta dirección. Su predecesor, la pensión Riester, ya parecía marcar, hace veinte años, el inicio de un cambio de paradigma hacia una mayor previsión privada. Sin embargo, la garantía obligatoria de las

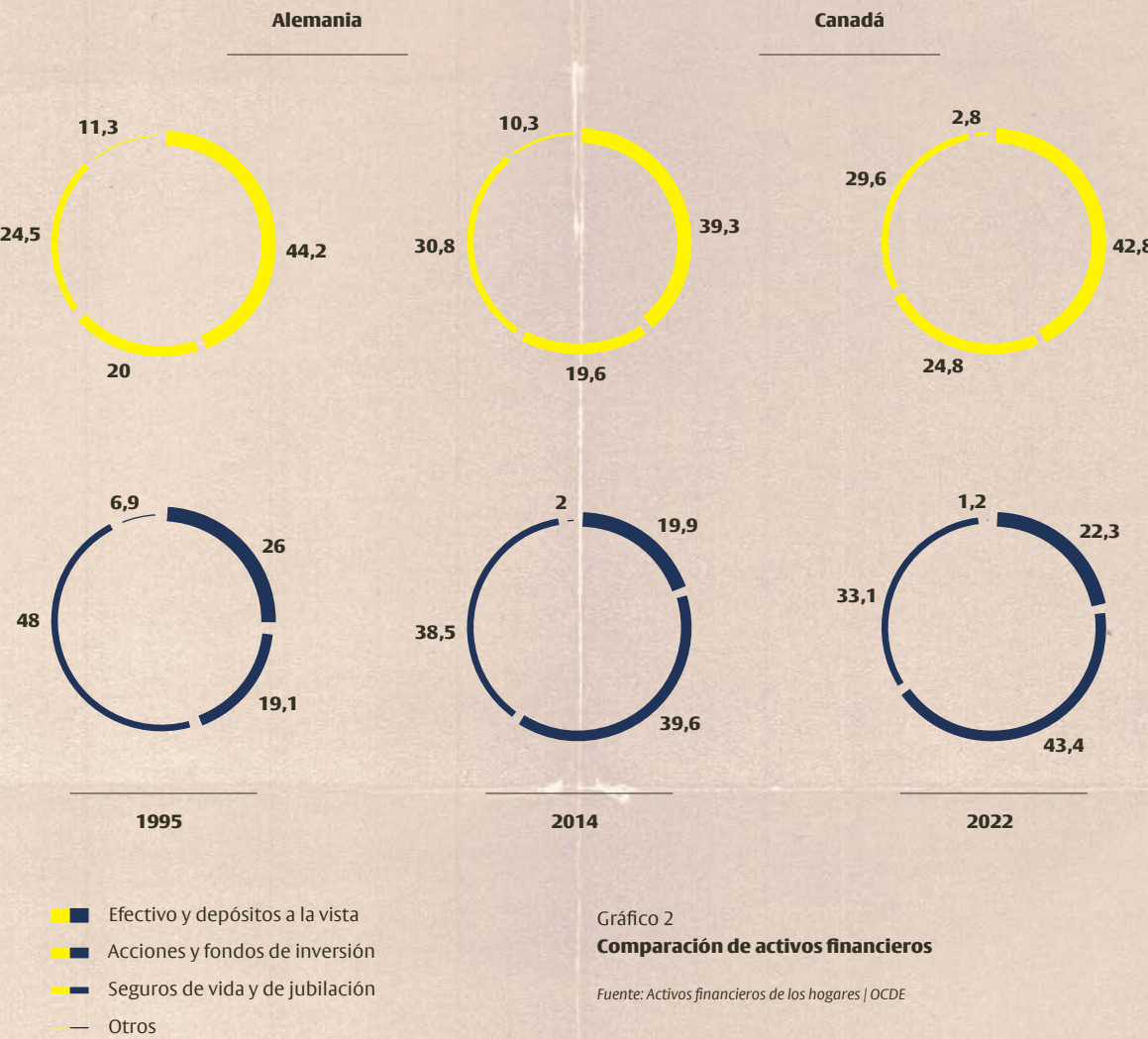


Gráfico 2
Comparación de activos financieros

Fuente: Activos financieros de los hogares | OCDE

contribuciones dio lugar a rentabilidades reales negativas durante la fase de bajos tipos de interés de la década de 2010, lo que provocó una pérdida de confianza en el sistema.

En el nuevo plan de inversión para la jubilación ya no es necesario garantizar las aportaciones. Esto permite ahorrar en acciones a largo plazo con rentabilidades sólidas. Las prestaciones y los ahorros fiscales suponen un incentivo para la acumulación de patrimonio privado. La mayor flexibilidad en el uso del capital durante la jubilación hace que este producto resulte aún más atractivo: Es posible convertir los ahorros en una pensión vitalicia, pero ya no es obligatorio. Si se desea, el 30%

de los ahorros estará disponible desde el inicio de la jubilación. El resto se puede cobrar en cuotas mensuales hasta los 85 años.

Los ahorradores deberían aprovechar su nueva libertad en materia de inversión y apostar cada vez más por las acciones. Para que cada persona pueda tomar decisiones con seguridad, es necesario reforzar la educación financiera en la sociedad. El resultado se podrá consultar directamente en el plan de inversión para la jubilación. Por lo tanto, hay muchas posibilidades de que el plan de inversión para la jubilación contribuya a una nueva cultura de inversión en la que el papel principal lo desempeñen las acciones, y no las cuentas de



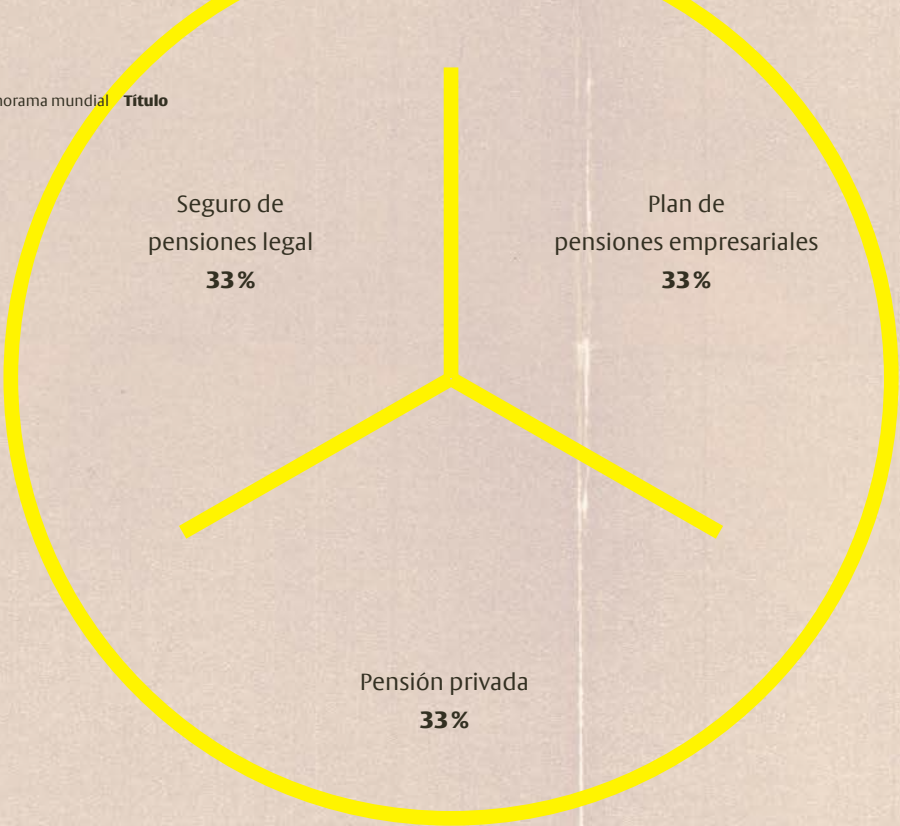


Gráfico 3
Lo ideal: una previsión para la jubilación como la «estrella de Mercedes»

Fuente: Informe sobre la seguridad social 2024 del Ministerio Federal de Trabajo y Asuntos Sociales.

ahorro, que son vulnerables a la inflación. Una comparación con Canadá pone de manifiesto el potencial de mejora (véase el gráfico 2).

LA ESTRELLA DE MERCEDES COMO «MODELO A SEGUIR»

Dado que la implementación llevará mucho tiempo, deberíamos comenzar hoy mismo – mejor que mañana – con la reestructuración conceptual: pasar del Pac-Man a la estrella de Mercedes (véase el gráfico 3) con tres pilares equivalentes de la seguridad de la vejez. Para ello, hay que tener en cuenta tres principios básicos.

En primer lugar, la pensión legal solo podrá servir en el futuro como cobertura básica para la vejez. Ni más, ni menos. Esto también puede implicar que las personas con ingresos más elevados reciban pensiones legales solo ligeramente superiores a cambio de sus cotizaciones.

En segundo lugar, es necesario generalizar en mayor medida los planes de pensiones empresariales. Más que hasta ahora, se debería facilitar el acceso de amplios sectores de la población a un plan de pensiones basado en acciones a través del lugar de trabajo. La cobertura básica que ofrece la pensión legal no hace que las garantías de cotización obligatorias sean imprescindibles.

En tercer lugar, es necesario reforzar los planes de pensiones privados, algo que se verá favorecido por el plan de inversión para la jubilación subvencionado por el Estado que se ha previsto. Para que al final del mes quede más dinero para el ahorro privado, se necesitan al mismo tiempo reformas que favorezcan el crecimiento y que, gracias al aumento de la productividad, se traduzcan en salarios más altos.

Hitos históricos de las pensiones

Sven Ebert

De ser un modelo a seguir a nivel mundial, el plan de pensiones alemán se ha convertido en un caso que requiere una reestructuración. Cómo se llegó a esta situación y qué han hecho mejor otros países.

– 1.1 –

LA PENSIÓN BISMARCK ENTRE (1891 – 1957)

En 1889, Otto von Bismarck instauró en Alemania el seguro de pensiones obligatorio. Según el plan, su intención era proteger a los alemanes de la pobreza en la vejez mediante un stock de capital. La falta de capital inicial y una cotización del 1,7% de los salarios – asumida a partes iguales por los trabajadores y los empresarios – solo permitían una cobertura mínima. Muchas personas no llegaron a alcanzar la edad de jubilación de 70 años.

A raíz de ello, las guerras, la inflación y las reformas monetarias obstaculizaron el stock de capital. Hasta mediados de la década de 1950, la pensión legal en la República Federal de Alemania seguía siendo una prestación básica financiada en un

tercio con fondos del presupuesto estatal y en dos tercios con las cotizaciones. Entretanto, la edad de jubilación se había reducido a los 65 años.

Resumen de la pensión Bismarck

- Obligación de contratar un seguro, en función de los ingresos, sistema de capitalización
- Contribución de los trabajadores:** 0,85%
- Contribución del empleador:** 0,85%
- Ayudas estatales:** 50 marcos al año por contribuyente
- Tasa neta de sustitución:** 20–25%
- Edad de jubilación:** 70 años (a partir de 1916: 65 años)
- Esperanza de vida en el momento de la introducción:** Hombres: 41 años; mujeres: 44 años

– 1.2 –
EL PAPEL EJEMPLAR
DE LA PENSIÓN
BISMARCK

Aunque el modelo de seguridad social de Bismarck solo ofrecía una cobertura rudimentaria, sirvió de modelo para otros países. En la monarquía danubiana de Austria-Hungría existía desde muy temprano un plan de pensión destinado a los funcionarios. Bismarck también adoptó desde el principio la Ley de Seguro de Accidentes de Trabajo y la Ley de Seguro de Enfermedad de los Trabajadores. En 1906 se aprobó, en primer lugar, una ley de seguro de pensiones para los empleados, a quienes se consideraba privilegiados con respecto a los obreros. En 1927 se aprobó una ley al respecto para los trabajadores, pero nunca entró en vigor.

También en los Países Bajos, la mayoría de las personas mayores tuvieron que recurrir a la ayuda de entidades privadas o religiosas. Aunque la cobertura por invalidez se reguló en 1913, el seguro de pensiones obligatorio no se instauró hasta después de la Segunda Guerra Mundial.

En EE. UU. se promulgó en 1935 la «Ley de la Seguridad Social», que, además de un seguro de invalidez y de enfermedad, incluía también un seguro de pensiones (rudimentario). En 1908, el Reino Unido había introducido, mediante la «Ley de los Pobres», un plan de pensiones destinado a garantizar un nivel de vida mínimo en la tercera edad. En 1910, Francia creó un seguro de pensiones para trabajadores y agricultores, que, sin embargo, dejó de ser obligatorio a partir de 1912 y, por lo tanto, no tuvo éxito. Italia adoptó el modelo de Bismarck en 1919.

Conclusión: En Alemania, la protección contra la pobreza en la vejez existe desde la pensión de Bismarck, que se instauró en 1891. Aseguraba a las personas a un nivel básico, «frente» una vida larga. Otros países siguieron su ejemplo.

– 2.1 –
EL INICIO DEL PLAN DE
PENSIONES LEGAL MODERNO EN 1957

En 1957, Alemania abandonó el objetivo de constituir un stock de capital para las pensiones. El canciller federal Konrad Adenauer logró que el Bundestag aprobara el sistema de reparto, el «pacto generacional» que sigue vigente hoy en día. Al principio, el nivel de las pensiones era de alrededor del 60% del ingreso bruto medio. La cotización ascendía al 14% de los ingresos brutos. Desde entonces, la pensión individual depende del número de años de cotización, del importe del salario y de la evolución general de los salarios.

Resumen de la pensión legal de 1957

Cuota del trabajador: 7% del salario bruto

Empleador: 7% del salario bruto

Límite de cálculo:

9.000 marcos alemanes con unos ingresos medios de 5.043 marcos alemanes

Contribución del Estado:

El 27% del gasto total del seguro de pensiones, es decir, 1.300 millones de marcos alemanes

Tasa de sustitución:

60% del salario bruto medio

Edad de jubilación:

65 años

Esperanza de vida:

Hombres: 67 años; mujeres: 72 años

– 2.2 –
UNA PRIMERA ALTERNATIVA:
SERVICIOS BÁSICOS SEGÚN EL MODELO
DE BEVERIDGE

En el Reino Unido, los sistemas sociales también se vieron sometidos a una gran presión a raíz de las dos guerras mundiales. En 1940, se encargó al economista y político británico William Beveridge la elaboración de propuestas de reforma. Con una pensión básica financiada con fondos públicos se pretende garantizar un nivel de vida mínimo para todas las personas en la tercera edad.

Los Países Bajos también siguieron este modelo: tras la Segunda Guerra Mundial, el ministro socialdemócrata de Asuntos Sociales promulgó una ley de emergencia sobre las pensiones de jubilación. De este modo, se introdujo un sistema financiado mediante cotizaciones con un límite de base imponible bajo, que ofrecía prestaciones a tanto alzado a todos los ciudadanos. En 1956, la Ley de Emergencia se incorporó a la Ley General del Seguro de Vejez, que sigue constituyendo hoy en día la base del sistema de pensiones neerlandés.

Para quienes han vivido 50 años en los Países Bajos, la pensión bruta mensual en 2025 ascendía a unos 1.600 euros. Esto la sitúa ligeramente por debajo de la pensión bruta media alemana, que ronda los 1.800 euros, es decir, por debajo de la pensión que percibe en nuestro país un asalariado medio tras 45 años de cotización. En los Países Bajos, las parejas que conviven en un mismo hogar reciben algo menos de 1.100 euros por persona. El tipo de cotización es del 18% de la base imponible, lo que la sitúa muy cerca del 18,6% de Alemania. Sin embargo, el límite máximo de la base de cotización, hasta el cual deben pagarse las cotizaciones sobre los ingresos, se situó en

2025 en unos 38.000 euros, lo que supone menos de la mitad de la cifra de Alemania, que era de 96.600 euros.

Conclusión: Tras la Segunda Guerra Mundial, Alemania optó por un sistema de pensiones basado en los ingresos, con el fin de mantener el nivel de vida. Ya en aquella época, otros países apostaban por una cobertura básica para la vejez.

– 3.1 –
LA REFORMA
DE LAS PENSIONES DE 1972
EN ALEMANIA

Al igual que en la mayoría de los países industrializados, en Alemania la tasa de natalidad se redujo en torno a un cuarenta por ciento entre 1965 y 1970. Este fenómeno se suele atribuir a la introducción de la píldora anticonceptiva («caída de la natalidad por la píldora»), aunque es probable que haya otras razones. En cualquier caso, los sistemas de pensiones de reparto llegan rápidamente a sus límites cuando el número de jubilados es cada vez mayor y el de contribuyentes cada vez menor, sobre todo teniendo en cuenta que la esperanza de vida también ha aumentado.

Sin embargo, a principios de la década de 1970, la presión sobre el gasto era aún escasa debido a las elevadas tasas de natalidad del pasado: la subvención federal para las pensiones había descendido del 27% del gasto del seguro de pensiones en 1957 al 15% en 1970. Así, en el marco de la reforma de las pensiones de 1972, Alemania introdujo la posibilidad de la jubilación anticipada, lo que supuso un aumento del gasto del fondo de pensiones, en lugar de reaccionar ante los problemas previsibles del futuro.



Tras la reforma de las pensiones de 1972

Pensión legal: Obligación de contratar un seguro, en función de los ingresos, sistema de reparto, adaptado al nivel salarial

Contribución del trabajador: 8,5% del salario bruto

Empleador: 8,5% del salario bruto

Límite de cálculo: 25.200 marcos alemanes al año, renta media de 16.335 marcos alemanes

Contribución del Estado: 15% del gasto en pensiones, es decir, entre 6.500 y 6.800 millones de marcos alemanes

Tasa neta de sustitución: 64%.

Edad de jubilación: 65 años; jubilación anticipada a partir de los 63 años con 35 años de cotización; para las mujeres y los desempleados, a partir de los 60 años

Esperanza de vida: Hombres: 67 años; mujeres: 73 años

– 3.2 –

FORTALECIMIENTO ALTERNATIVO DE LOS PLANES DE PENSIONES EMPRESARIALES EN EE. UU.

En el contexto de la Gran Depresión, EE. UU. había introducido en 1935 un sistema público de pensiones con la «Ley de la Seguridad Social». En 1956 se añadió una pensión por incapacidad laboral. Sin embargo, hasta 1970, la tasa de sustitución neta de la pensión legal se situaba en un escaso 29%. La pobreza entre las personas mayores fue especialmente significativa en la década de los setenta, caracterizada por una elevada in-

flación. En 1974 se aprobó la «Ley de Seguridad de los Ingresos de Jubilación de los Empleados» (ERISA) con el fin de regular mejor los planes de pensiones privados. Sin embargo, el producto más importante hoy en día para la jubilación de los estadounidenses surgió prácticamente por casualidad.

En 1978, el Congreso de los EE. UU. decidió modificar la legislación fiscal. El asesor fiscal Ted Benna revisó las nuevas leyes punto por punto y descubrió, en el artículo 401(k), que, al parecer, las empresas tenían la posibilidad de eximir del impuesto sobre la renta las reservas destinadas a la jubilación de sus trabajadores. Hasta un límite máximo, la tributación se pudo trasladar de la vida laboral a la vida como jubilado, de modo que, hasta ese momento, se pudo destinar más capital al plan de pensiones. En 1990 ya se contaban con 384.000 millones de dólares estadounidenses en ahorros. En 1996 se superó el primer billón. Hoy en día son unos 10 billones.

En la actualidad, los ahorradores estadounidenses tienen invertidos, de media, 7 de cada 10 dólares de sus planes 401(k) en acciones. Entre los menores de 40 años, la cifra supera incluso el 90%. Las comisiones de los planes de pensiones de empresa rondan, de media, menos del uno por ciento al año. En caso de cambiar de empleador, las reservas se pueden transferir sin problemas. Una regulación sencilla fomenta la competencia, lo que se traduce en una amplia gama de productos y unos costes reducidos. Las aportaciones a los planes de pensiones empresariales que gozan de beneficios fiscales superan con creces el importe de los planes de pensiones empresariales en Alemania.

Planes de pensiones en EE. UU.

Contribución a la pensión legal a cargo del empleador: 6,2%

Contribución a la pensión legal de los trabajadores: 6,2%

Límite máximo de cotización: 137,700 dólares

Pensión media en 2022: 1,400 dólares

Ahorro medio de una persona de 75 años gracias a los planes 401k, según datos de la Reserva Federal: 462.610 dólares, El 80% de los jubilados es propietario de una vivienda

Conclusión: Alemania se había confiado con su sistema de reparto. En EE. UU. se ha establecido un sólido segundo pilar mediante planes de pensiones de capitalización empresariales.

– 4.1 –

A PARTIR DE 1990: MAYOR PRESIÓN PARA LLEVAR A CABO REFORMAS, PERO SIN UNA TRANSFORMACIÓN ESTRUCTURAL DURADERA EN ALEMANIA

En Alemania, la reunificación de 1990, con la incorporación de 3,6 millones de personas al sistema de pensiones, agravó el desequilibrio del pacto generacional, sobre todo porque seguían vigentes las generosas normas sobre jubilación anticipada. Si en 1970 la edad media de jubilación de los hombres para las pensiones aún superaba los 65 años, en 1990 había descendido a menos de 63 años. Desde la caída de la natalidad provocada por la píldora, las tasas de natalidad se mantuvieron en torno a 1,5 hijos por mujer y la esperanza de vida había aumentado. Cada vez menos jóvenes han tenido que hacerse cargo de un número cada vez mayor de personas mayores.

En el marco de la reforma de las pensiones de 1992 y de la Agenda 2010, hubo breves periodos de austeridad en los que se introdujeron, sobre todo, recortes en las pensiones en caso de jubilación anticipada y se restringieron las posibilidades de jubilarse antes de tiempo. El nivel de las pensiones se redujo del 55% en 1990 a alrededor del 48% en 2014. En 2007 se decidió aumentar gradualmente la edad de jubilación hasta los 67 años para el año 2031.

En 2014, con la introducción de la «jubilación a los 63 años» y la «pensión para madres», el Gobierno volvió al principio de la ampliación de las prestaciones. En promedio, el gasto del fondo de pensiones aumentó un 3,5% anual entre 2015 y 2025. La subvención fiscal aumentó incluso en torno al 3,7% anual. Desde 2019, el nivel de las pensiones no puede descender por debajo del 48%.

Pensión legal a partir de 1992

Obligación de contratar un seguro, en función de los ingresos, sistema de reparto, adaptado al nivel salarial

Contribución del trabajador: 8,85% del salario bruto

Contribución del empleador: 8,85% del salario bruto

Límite de cálculo: 81.600 marcos alemanes, con un salario medio de 46.820 marcos alemanes

Subvención federal: El 24% del gasto del seguro de pensiones, es decir, 58.000 millones de marcos alemanes

Tasa neta de sustitución: 54–55%

Edad de jubilación: 65 años tanto para mujeres como para hombres

Esperanza de vida: Hombres: 72 años; mujeres: 79 años



– 4.2 –

LA CRISIS Y LA REORGANIZACIÓN
SOSTENIBLE EN SUECIA
EN LA DÉCADA DE 1990

En la década de 1950, la pensión legal en Suecia solo alcanzaba aproximadamente el 30 % del salario medio. Sin embargo, los empleados y trabajadores del sector público contaban con una cobertura adicional a través de un plan de pensiones profesional. Por ello, el sindicato exigió un sistema de pensiones complementarias regulado por ley para todos los trabajadores. Cuando Suecia se vio sumida en una grave crisis económica a principios de la década de 1990, se aprovechó el momento para llevar a cabo reformas decisivas.

La pensión legal en Suecia ofrece hoy en día una cobertura básica, independiente de los ingresos, contra la pobreza en la vejez. A esto se suma un componente basado en los ingresos, que está capitalizado parcialmente. No existe una edad fija para jubilarse. Para ello, el importe de la pensión se calcula en función de la edad de jubilación. Una vida laboral más larga se traduce en una pensión mayor. Así, la edad de jubilación ha aumentado de 62 años en 1994 a unos 64,5 años en 2024. Las personas de 65 años en Suecia perciben, en promedio, una pensión bruta legal equivalente al 51 % de los ingresos medios – ajustados a la inflación – de los últimos cinco años antes de la jubilación.

En Suecia, los planes de pensiones empresariales son prácticamente obligatorios para todos los trabajadores en virtud de los convenios colectivos. Esto supone una tasa de cobertura del 90 % del total de trabajadores. Las acciones son una parte integral de las carteras. Gracias a este plan de pensiones empresarial, el nivel de las

pensiones aumenta en 28 puntos porcentuales, hasta alcanzar el 79 %.

Conclusión: A principios de la década de 1990, Alemania y Suecia se vieron obligadas a llevar a cabo reformas de las pensiones. Sin embargo, Alemania dio marcha atrás cuando la situación parecía haberse calmado. En Suecia se mantuvieron las reformas.

– 5 –

LA SITUACIÓN ACTUAL
EN ALEMANIA

En Alemania se han producido repetidos intentos de implantar un auténtico modelo de tres pilares, en el que la pensión legal no es más que uno de los tres pilares. Hasta ahora no se ha conseguido. Hoy en día, un jubilado medio obtiene el 80 % de sus ingresos de la pensión legal. Los planes de pensiones empresariales y privados financiados mediante capital solo representan, cada uno, alrededor del 10 % de los ingresos durante la jubilación.

Parece que en el ámbito político se ha tomado conciencia de la necesidad de actuar. Se ha creado una comisión de pensiones para analizar la pensión legal y el nivel general de prestaciones de los jubilados actuales y futuros. Se pretende impulsar la implantación de los planes de pensiones empresariales entre los trabajadores. Y el nuevo plan de inversión para la jubilación es un intento de hacer que la previsión privada resulte atractiva para todo el mundo mediante incentivos fiscales.

Alemania ya no es «líder tecnológico» en materia de previsión para la jubilación. Al menos eso tiene la ventaja de que no tenemos que reinventar la rueda. Ya encontramos suficientes ejemplos de reformas en el extranjero.

Pensión legal en 2026

Contribución del empleador:

9,3 % del salario bruto

Contribución del trabajador:

9,3 % del salario bruto

Límite de cálculo: 101.400 euros, con un salario medio de 51.944 euros

Contribución del Estado: 27 % del gasto del seguro de pensiones, es decir, 127.000 millones de euros

Tasa neta de sustitución: 48 %

Edad de jubilación:

(hasta 2031) 67 años para hombres y mujeres

Esperanza de vida: Hombres: 79 años;
mujeres: 84 años

Conclusión: En la actualidad, la previsión para la vejez en Alemania se basa en gran medida en el seguro de pensiones obligatorio. Cada vez le resulta más difícil garantizar el nivel de vida de sus asegurados. Otros países han adaptado mejor sus sistemas al cambio demográfico y han introducido elementos de capitalización en todo el territorio.

En Alemania se han producido repetidos intentos de implantar un auténtico modelo de tres pilares, en el que la pensión legal no es más que uno de los tres pilares. Hasta ahora no se ha conseguido.

Dr Sven Ebert es analista de investigación sénior en el Flossbach von Storch Research Institute.

Error en el sistema

Philipp Vorndran

Los alemanes viven cada vez más años. No hay suficientes jóvenes que sigan los pasos de los mayores. Esto supone un problema para un sistema de pensiones de reparto.

Disfrutar de la jubilación sin preocupaciones: hoy en día, la mayoría de los jubilados en Alemania tienen esa suerte. Así es precisamente como lo preveía el llamado pacto intergeneracional, un pacto que en realidad nunca ha sido ratificado, pero que forma parte del arraigado conjunto de valores de la política del país desde después de la guerra.

En 1957 se sustituyó el sistema de pensiones de capitalización que había hasta entonces por un sistema de reparto. Desde entonces, la población activa, los jóvenes, pagan las jubilaciones de los mayores cotizando en el fondo de pensiones obligatorio, y esperan que más adelante sus hijos hagan lo mismo. Un pacto entre generaciones.

Así debería ser a perpetuidad. En otros países de la zona euro hay sistemas de pensiones con un funcionamiento parecido, como en España, por ejemplo.

El problema es que las sociedades cambian; que actualmente, nacen menos niños que en los años 1950 y las personas viven mucho más tiempo; que, en consecuencia, en los países desarrollados, hoy en día hay proporcionalmente muchas más personas mayores que antes y menos jóvenes, es decir, más pensionistas y menos personas que cotizan.

La llamada tasa de dependencia de los mayores mide la relación de fuerzas entre ambos grupos y por consiguiente, entre otras cosas, la solidez del

sistema de pensiones de reparto. En 1950, esta tasa era de 16, según los datos de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE); esto significa que por cada 100 personas en edad de trabajar, había 16 personas en edad de jubilación. Actualmente, la tasa de dependencia de los mayores ya se eleva a 37, es decir, se ha más que duplicado. Los datos son mucho más preocupantes según una proyección para el año 2060: La tasa de Alemania ascendería a aproximadamente a 60, y la de España hasta casi 80.

Por lo tanto, el sistema de reparto no promete solidez alguna. Incluso los representantes del Banco

Federal Alemán, que suelen mostrarse más bien cautelosos, llevan años advirtiendo sobre el agravamiento de los problemas del sistema de pensiones legal. Sin un ajuste sustancial, por ejemplo en la edad de jubilación, el sistema de pensiones de reparto llegará a sus límites más pronto que tarde.

LAS PENSIONES SON SEGURAS ...

Una indicación de lo enorme que ya es la presión actualmente son las aportaciones de los fondos federales que se realizan cada año al fondo de pensiones, y que suben año tras año. Para 2026 se han presupuestado 127.800 millones de euros,

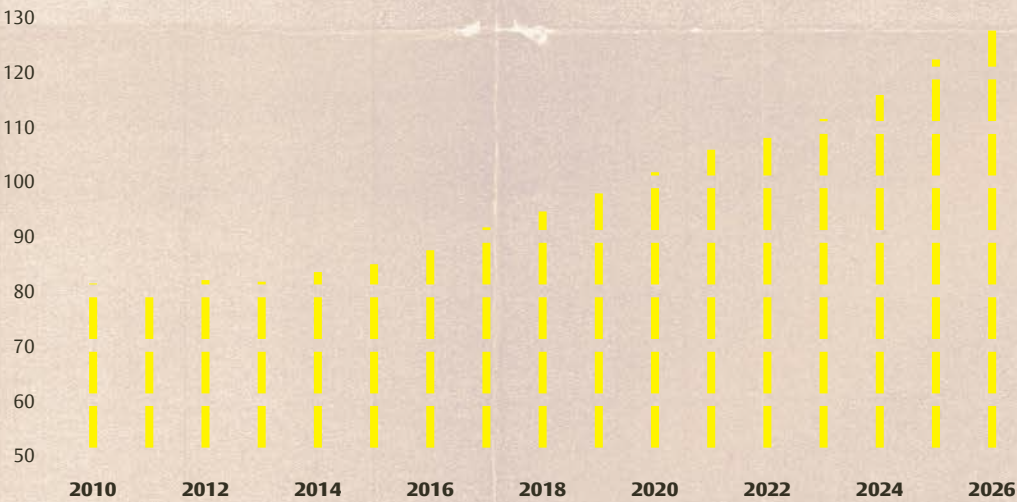


Gráfico
La presión va en aumento ...
... y aumentan en el presupuesto federal alemán
(Financiación federal del seguro de pensiones en miles de millones de euros*)

* Cifras estimadas para 2025 y 2026.

Fuente: Ministerio Federal de Hacienda, Seguro Alemán de Pensiones, Flossbach von Storch, datos a 30 de abril de 2026



que se transferirán con cargo a los ingresos fiscales (véase el gráfico). Esto equivale a una tercera parte del presupuesto público federal.

La prueba de resistencia llegará seguramente los próximos años, cuando se jubile la generación nacida durante los años de alta natalidad, el llamado «baby boom» (en Alemania, esto corresponde a los años 1955 a 1969). Sin una reforma drástica del sistema de pensiones, existe el peligro de que haya un colapso.

El tema no es algo nuevo, ni tampoco la desconfianza de quienes cotizan en el sistema. Ya en 1986, Norbert Blüm, entonces ministro federal de Trabajo y Asuntos Sociales, se sintió obligado a declarar durante la campaña electoral para llamar la atención del público que las pensiones eran seguras. Desde entonces, los gobiernos correspondientes han emprendido varias reformas, o más bien dicho, «reformillas». En 1992 y 2006, por ejemplo, se aumentaron los límites de edad y se redujo el nivel de las pensiones. Se trató de hacer un apaño: un poco por aquí, un poco por allá. Sin embargo, el problema fundamental, la debilidad inherente en el sistema de reparto, apenas puede resolverse así. El cambio demográfico avanza lento, pero inexorablemente.

A ello se añade que el sistema de pensiones ha venido a menos por tratar de satisfacer a todo el mundo. Según la composición del gobierno, en las últimas décadas se han distribuido generosos regalos a distintos segmentos del electorado, sin que se compensen las prestaciones con unas aportaciones adecuadas. El complemento de maternidad en la pensión es un ejemplo, pero no el único, ni mucho menos. Como si el cambio demográfico no lastrara suficientemente el sistema por sí solo, se ha ido recurriendo una y

otra vez al fondo de pensiones. Al fin y al cabo, los jóvenes también tienen asumir los regalos bien intencionados a los propios grupos de electores.

... ¿O NO?

El Bundesbank estima que, si no se emprenden reformas radicales, la tasa de cotización aumentará del 18,6% actual a un impresionante 31% para 2070. Estas no son unas perspectivas muy prometedoras para los contribuyentes de hoy (y de mañana). Porque, a diferencia de sus padres, solo unos pocos podrán jubilarse antes de los 69 años. Los cruceros tendrán que esperar. Probablemente dejarán de hacerse por completo, porque no se dispondrá de tiempo ni de suficiente dinero.

Hoy ya nadie cree que las pensiones sean seguras, como prometió entonces Blüm, ya fallecido, en la campaña electoral. Tal y como lo conocimos, hoy en día seguramente ya no pondría carteles con ese tipo de eslóganes electorales, sino que defendería con firmeza los intereses de las generaciones futuras.

Por eso, ahora más que nunca, es necesario un debate sincero y, al mismo tiempo, sin tapujos sobre la viabilidad del sistema legal de pensiones, y sobre qué medidas hay que tomar. En este sentido, merece la pena echar un vistazo a nuestros vecinos europeos. A los suizos o a los neerlandeses, por ejemplo. Lo hacen mucho mejor.

Una cosa, al menos, es cierta: Ninguna sociedad puede soportar a largo plazo que millones de personas vivan en la pobreza en la vejez.

Philippp Vorndran es socio de Flossbach von Storch SE.

El precio de la prosperidad

Philippp Immenkötter

Los precios de los activos han subido vertiginosamente en los últimos años, mucho más rápido que los precios al consumo. Esto supone un problema para muchos hogares.

Ya sea en el supermercado o en la gasolinera, últimamente ha habido un tema que ha acaparado la atención de mucha gente: los precios aumentan. Tras la pandemia del coronavirus, los precios de muchos alimentos, materiales de construcción y servicios subieron considerablemente. Luego estalló la guerra primero en Ucrania y después en Irán, con las consiguientes repercusiones para los conductores. Cuando suben los precios al consumo, la inflación se nota directamente en el día a día, en cada compra. Lo que mucha gente no tiene tan en cuenta es que, de forma encubierta, se está extendiendo una forma de inflación me-

nos conocida, cuyas consecuencias para la vida de muchas personas pueden ser mucho más graves.

Con demasiada frecuencia, la inflación de los precios de los activos no se nota en toda su magnitud hasta que hay que tomar decisiones muy importantes en la vida. Ya sea para adquirir una vivienda, invertir una herencia o planificar la seguridad económica para la jubilación, se observa que los precios también suben en este ámbito, y lo hacen a un ritmo mucho más rápido que en el caso de los bienes de consumo. Así lo demuestra, por ejemplo, el índice de precios de los activos



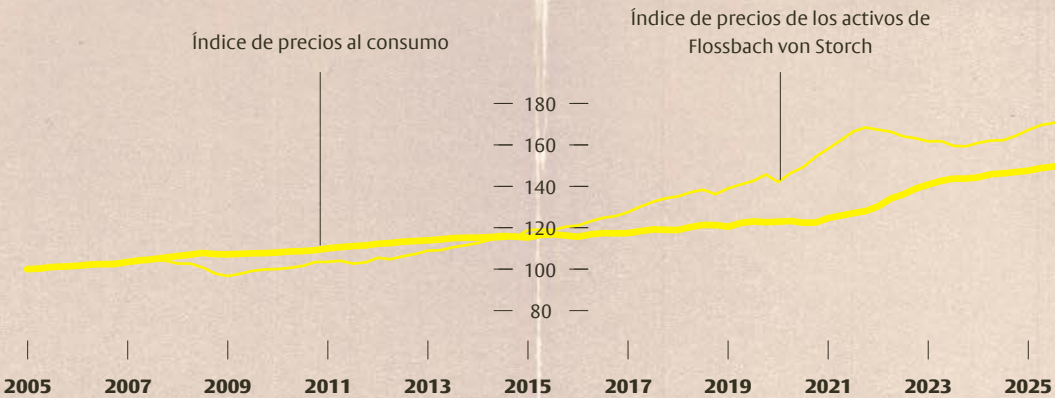


Gráfico 1
Precios de los activos y al consumo

Fuente: Cálculos de Flossbach von Storch basados en datos de Art Market Research, BIS, Bloomberg, BVI, Chrono24 ChronoPulse, el Banco Federal Alemán, destatis, GDV, HAGI, el FMI, Liv-ex, LSEG, vdpResearch GmbH y destatis, datos a marzo de 2026

de Flossbach von Storch para Alemania, que se calcula a partir de la evolución ponderada de los precios de los activos reales y financieros que se encuentran en manos de los hogares privados alemanes.

El aumento de los precios es considerable. A finales de 2025, la inflación de los precios de los activos en Alemania se situaba en el 4,5% con respecto al cierre del año anterior, lo que supone el doble de la inflación de los precios al consumo, que se situó en el 2,2% durante ese mismo periodo. Por lo tanto, la acumulación de patrimonio y la previsión para la jubilación se han encarecido considerablemente. A largo plazo, la diferencia será aún más evidente. En los últimos 20 años, los precios de los activos han aumentado un 70%, mientras que los precios al consumo lo han hecho un 50% (véase el gráfico 1). En comparación, los salarios reales solo aumentaron un 15% durante ese mismo periodo.

Se acentúa una tendencia que puede generar tensiones sociales, si la brecha entre los hogares

acomodados y los de menor poder adquisitivo en Alemania continúa ampliándose. Para los hogares con menos recursos, cada vez resulta más difícil ponerse al día. Esto se hace especialmente patente en el mercado inmobiliario. La nueva subida de los precios hace que el sueño de tener una vivienda propia se aleje cada vez más para muchos hogares de clase media.

¿QUÉ FACTORES INFLUYEN EN LA EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS DE LOS ACTIVOS EN ALEMANIA?

Los tres factores – el crecimiento económico, el gasto público y la política monetaria – determinan de manera decisiva la evolución de los precios de los activos. La transmisión se produce principalmente, aunque no de forma exclusiva, a través del canal de los tipos de interés. La bajada de los tipos de interés hace que suba el precio de los activos, ya que aumenta el valor actual de los flujos de ingresos futuros, mientras que la subida de los tipos de interés hace que bajen los precios de los activos.

- El primer factor que influye en la evolución de los precios de los activos es el crecimiento económico. Una economía en crecimiento permite a los hogares aumentar su demanda de bienes materiales y financieros gracias al aumento de los ingresos reales. Por el contrario, las recesiones y la disminución de los ingresos limitan la capacidad de los hogares para invertir en activos patrimoniales, o incluso les obligan a liquidar parte de su patrimonio. Mientras que hasta el año 2018 el crecimiento económico en Alemania impulsó los precios de los activos, desde entonces el crecimiento ha sido escaso, por lo que, en la actualidad, los precios de los activos apenas reciben impulso a través de este canal.
- Un segundo factor que contribuye a la inflación de los precios de los activos es el gasto público, que puede repercutir en dichos precios a través de dos canales. En primer lugar, el gasto público puede provocar una caída de los precios de los activos a través del canal de los tipos de interés, ya que el gasto público financiado con deuda puede hacer que estos aumenten. En segundo lugar, el aumento del gasto público puede tener un efecto positivo en los beneficios de las empresas. Por lo tanto, cuando las empresas se benefician de los planes de estímulo económico, los precios de los activos empresariales y las participaciones en empresas aumentan, dependiendo de cómo se inviertan los fondos. Por ejemplo, los planes de ampliar la deuda pública en la primavera de 2025 provocaron un aumento de los precios de las acciones de las empresas de armamento. Sin embargo, este efecto quedó eclipsado, en el conjunto del mercado, por el hecho de que los planes de nuevo endeudamiento provocaron una subida de los tipos de interés

que lastró los precios de las acciones y de los activos empresariales.

- La tercera y quizá más importante explicación de la evolución de los precios de los activos en Alemania radica en la política monetaria del Banco Central Europeo (BCE). La expansión de la masa monetaria y las bajadas de los tipos de interés por parte del Banco Central crean las condiciones propicias para la inflación. El dinero recién creado mediante la concesión de créditos o la compra de bonos fluye inicialmente hacia los mercados inmobiliario y de bonos, donde provoca un aumento de los precios. Solo más tarde, el dinero recién creado llega al conjunto de la sociedad y provoca un aumento de los precios al consumo (efecto Cantillon). Del mismo modo, si la deuda pública aumenta, puede crecer la presión sobre el BCE para que compre bonos del Estado y, de este modo, vuelva a bajar los tipos de interés, de modo que el efecto de la política monetaria sobre los precios de los activos eclipse el efecto del gasto público. Entre junio de 2024 y junio de 2025, el Banco Central Europeo (BCE) volvió a reducir gradualmente los tipos de interés de referencia ante el descenso de la inflación de los precios al consumo. La bajada de los tipos de interés provocó un aumento de los precios de los activos reales y financieros, especialmente en el mercado inmobiliario.

Queda por ver cómo invierten los alemanes. El 76,6% del patrimonio corresponde a activos tangibles. La mayor parte se invierte en inmuebles (el 64,4% del patrimonio total), cuyo precio, según los índices de precios de vdpResearch, había aumentado un 3,6% al final del cuarto trimestre de 2025 con respecto al mismo periodo del año anterior. La demanda inmobiliaria depende en



gran medida del nivel de los tipos de interés hipotecarios, ya que la mayor parte de las transacciones inmobiliarias se realizan mediante créditos.

Tras el fuerte aumento de los tipos de interés hipotecarios registrado en 2022, estos se han mantenido prácticamente estables desde 2023. La estabilización del tipo de interés hipotecario ha impulsado la demanda de inmuebles.

En el lado de la oferta del mercado inmobiliario sigue predominando una oferta inmobiliaria escasa en las áreas metropolitanas alemanas, junto con unos elevados costes de construcción y una escasa actividad de nueva construcción. Estas condiciones generales han provocado que los precios de la vivienda en Alemania sigan subiendo. Los edificios de viviendas, en particular, son el

centro de atención de los inversores y su precio ha aumentado más de un 5,3% en comparación con el final del año pasado.

LAS ACCIONES CUMPLEN SU FUNCIÓN

Los activos financieros de los alemanes representan, de media, el 23,8% de su patrimonio total. El patrimonio medio de un hogar particular se invierte principalmente en depósitos de ahorro y a la vista (10,6%), acciones (6,4%) y bonos (5,8%). Los depósitos de ahorro y a la vista no están sujetos a variaciones de precio. La baja proporción de acciones resultó menos ventajosa el año pasado: Mientras que los precios de las acciones de los hogares privados eran un 10,6% más elevados a finales de 2025, el valor de los depósitos de ahorro (una gran parte de los cuales se encuentra en cuentas corrientes)

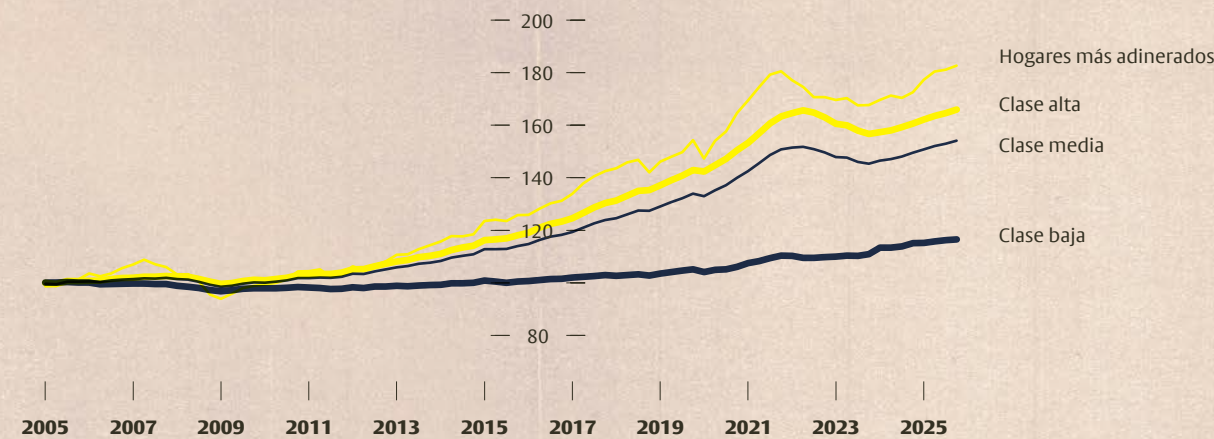


Gráfico 2
Inflación de los precios de los activos en la estructura del patrimonio

Observación: Categorías de hogares según los cuantiles del patrimonio neto. En el análisis no se tuvo en cuenta el cuantil patrimonial de los hogares más pobres, ya que estos poseen activos patrimoniales en una medida muy reducida.

Fuente: Cálculos de Flossbach von Storch basados en datos de Art Market Research, BIS, Bloomberg, BVI, Chrono24 ChronoPulse, el Banco Federal Alemán, destatis, GDV, HAGI, el FMI, Liv-ex, LSEG y vdpResearch GmbH, datos a marzo de 2026

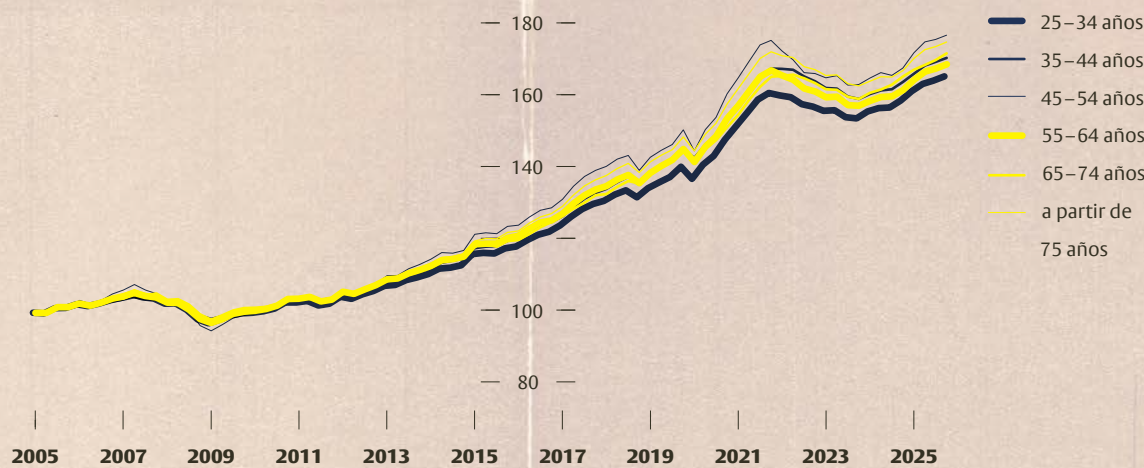


Gráfico 3
Inflación de los precios de los activos por grupos de edad
Observación: Categorías de hogares según la edad de la persona de referencia.

Fuente: Cálculos de Flossbach von Storch basados en datos de Art Market Research, BIS, Bloomberg, BVI, Chrono24 ChronoPulse, el Banco Federal Alemán, destatis, GDV, HAGI, el FMI, Liv-ex, LSEG y vdpResearch GmbH, datos a marzo de 2026

se mantuvo prácticamente estable, mientras que el valor de los activos de renta fija (valores de renta fija) perdió un 1,2% de su valor en comparación con el cierre del año anterior.

En la formación del patrimonio se observan diferencias sociales. Los hogares de la clase media baja registraron un aumento del valor del 1,3%, ya que su patrimonio estaba invertido principalmente en depósitos de ahorro y a la vista o en bienes de consumo duraderos. Por el contrario, los hogares acomodados se beneficiaron de su amplio patrimonio inmobiliario y empresarial, lo que hizo que el valor de su patrimonio aumentara un 5,9% durante el período analizado. Incluso los hogares de la clase media y media-alta, que, aunque poseen bienes inmuebles, solo disponen de un patrimonio empresarial limitado, registraron un aumento de precios de tan solo el 3,0% y el 3,3%, respectivamente (véase el gráfico 2).

La evolución también muestra que: a los jóvenes les esperan algunos retos. A largo plazo, los bienes patrimoniales de las personas de entre 25 y 34 años registran los menores aumentos de precios (véase el gráfico 3). A diferencia de sus padres y abuelos, por lo general se han perdido los repuntes de los últimos años. Ahora tienen que pagar precios más altos para comprar una vivienda o constituir una cartera de acciones. Es probable que la acumulación de patrimonio privado siga cobrando importancia en la vida cotidiana de los jóvenes en el futuro. No les queda otra alternativa, y no solo por la crisis que atraviesan los sistemas de pensiones y de salud del país.

Philipp Immenkötter es analista de investigación sénior en el Flossbach von Storch Research Institute.

Lars Conrad

Avanzar exige tener

UN OBJETIVO CLARO

El mercado de renta fija se enfrenta a unos grandes retos. Ya no basta con mantener los títulos hasta el vencimiento y sentarse a cobrar el cupón. Ahora hace falta una estrategia de inversión activa, a escala mundial y flexible.

→

«Renta fija», como se denomina internacionalmente a la clase de activos de los bonos, suena a estabilidad. ¿Quién no querría tener unos ingresos fijos sin riesgos? Poder planificar y contar con unas rentas es un argumento a favor de los bonos, pero la realidad de los últimos años muestra un panorama diferente: crisis de inflación, cambios bruscos de los tipos de interés, tensiones geopolíticas. A esto se añade la volatilidad de los precios de las materias primas y un aumento estructural de la deuda mundial. Estos acontecimientos han cambiado radicalmente las reglas del juego en el mercado de bonos.

Últimamente, la guerra en Irán está moviendo los mercados. La brusca escalada del petróleo podría tener un enorme impacto en la economía, entre otras cosas, porque provoca subidas de precios, y no solo los de la calefacción y la gasolina. No obstante, la nueva «crisis del petróleo» tendría que durar mucho tiempo para que tenga unas repercusiones duraderas sobre la inflación y el mercado de tipos de interés. Queda por ver si la crisis durará realmente medio año o más. No es posible hacer unas previsiones fiables.

En un entorno así, no se crea valor añadido en la inversión en renta fija orientándose de forma rígida hacia un índice. Hace falta una estrategia de inversión sólida que haya demostrado su eficacia a lo largo de muchos años, tanto en los buenos tiempos como en los malos. Debe basarse en una manera de pensar y actuar empresarial y pragmática; en unas convicciones claras, la independencia y una gestión activa. No consideramos las inversiones en bonos como «renta fija», sino como «renta activa». Resumimos en ocho apartados lo que creemos que esto significa en la práctica.

LA LIBERTAD DE ACCIÓN CREA OPORTUNIDADES DE RENTABILIDAD

En este sentido, los índices de referencia pertinentes que replican muchos ETF son poco útiles. La lógica de los índices tradicionales de renta fija es sencilla: quien tiene más deuda recibe la ponderación más alta. Para los inversores, esto significa una concentración implícita en los mayores emisores, independientemente de su atractivo.

Nosotros invertimos con un enfoque comercial. El precio debe ser adecuado por lo que se recibe a cambio. Para invertir con éxito en el mercado de renta fija, hay que analizar con precisión las valoraciones relativas de los distintos segmentos del mercado y reasignar posiciones entre sectores y bonos individuales cuando esto parezca justificado. De este modo, pueden evitarse los bonos y sectores sobrevalorados. Además, la duración debería gestionarse en función de la relación oportunidad-riesgo en un momento dado, para aprovechar todo el potencial sin estar limitado por unas directrices rígidas.

Por lo tanto, gestionamos nuestras carteras de renta fija básicamente sin índices de referencia. Esto significa que:

- No hay una orientación estructural hacia un índice.
- No hay unas directrices artificiales relativas a las ponderaciones.
- No hay unas asignaciones a seguir obligatoriamente.

En su lugar, la atención se centra únicamente en el análisis comercial de las oportunidades y los riesgos. ¿En qué áreas se remuneran adecuadamente los riesgos? ¿En cuáles no? ¿En cuáles se encuentran oportunidades? Esta libertad de acción nos permite gestionar de forma activa e independiente la duración, los segmentos de calificación crediticia, las regiones y las primas de riesgo, con un objetivo claro: queremos lograr unas rentabilidades atractivas ajustadas al riesgo a largo plazo. Aprovechar las ventajas que ofrece la clase de activos de renta fija.

INVERTIR DE FORMA «ACTIVA» SIGNIFICA ADOPTAR UNA POSICIÓN, Y CAMBIARLA DE NUEVO

El mercado de renta fija se caracteriza por unos rápidos cambios de sentimiento y unos bruscos cambios de régimen. Esto no solo se aplica a las crisis del petróleo o de la COVID. Hay unos relatos que luego desaparecen. A menudo cambian más rápidamente de lo previsto, ya sea debido a nuevos datos de inflación, señales de política monetaria o acontecimientos geopolíticos.

En este contexto, por tanto, no nos consideramos expresamente inversores con una estrategia «buy and hold», es decir, comprar y mantener, sino una de «bond picking» o selección de bonos. ¿Qué significa esto en la práctica? Para nosotros, la gestión activa significa acumular posiciones sistemáticamente cuando la relación oportunidad/riesgo es convincente. Los riesgos, en cambio, deben reducirse rápidamente cuando ya no parece que a las valoraciones les quede recorrido. La capacidad de actuación debe ser en todo momento la máxima prioridad. Con este fin, tenemos de forma permanente una posición estratégica en tesorería para estar siempre listos para la acción, incluso en tiempos de tensiones. Es la única forma de poder aprovechar de forma selectiva las ineficiencias del mercado (que siempre pueden ofrecer oportunidades). Nuestro objetivo es el siguiente: no nos limitamos a reaccionar ante las circunstancias del mercado, sino que actuamos.

INVERTIR A ESCALA MUNDIAL, ALLÍ DONDE LA RELACIÓN OPORTUNIDAD/RIESGO SEA CONVINCENTE

La economía mundial no está sincronizada. Los bancos centrales se encuentran en unos ciclos de política monetaria diferentes, la dinámica de la inflación es divergente y los riesgos políticos varían mucho de una región a otra. Es precisamente esta asincronía lo que crea oportunidades. Para nosotros, un enfoque global significa explotar las diferencias de valoración relativas entre las regiones. Solo así pueden aprovecharse las oportunidades, que no pueden explotarse en las estrategias puramente regionales.

Por supuesto, al hacerlo siempre hay que tener en cuenta los posibles riesgos. La gestión activa de los perfiles de divisas y duración, por ejemplo, es importante. Nunca lo apostamos todo a una sola carta: solo una amplia diversificación – repartir de forma sensata los riesgos potenciales – proporciona protección en un mundo cada vez más endeudado. Por tanto, un posicionamiento a escala mundial no es solo un motor de rendimiento, sino también un factor estabilizador clave cuando los riesgos se diversifican de forma deliberada.

Efectivamente,
los rendimientos del
mercado de bonos
ya no son «fijos».
Son el resultado de
unas convicciones claras
y unas decisiones activas.



LA FLEXIBILIDAD, CLAVE DE LA SOLIDEZ

En última instancia, la gestión activa de la cartera y la flexibilidad son dos caras de la misma moneda. La flexibilidad no solo se refleja en la asignación, sino también en la elección de los instrumentos de inversión. En función del entorno del mercado, los distintos componentes pueden aportar un valor añadido decisivo. Esto ha quedado de manifiesto recientemente en el mercado de renta fija, por ejemplo en ...

- ... los bonos ligados a la inflación, que combinan cobertura y oportunidad.
- ... los futuros, opciones y swaps de tipos de interés (es decir, derivados: instrumentos financieros cuyo valor se basa en un activo subyacente), que ayudan a controlar con precisión la duración y la exposición a la curva de tipos.
- ... un posicionamiento específico a lo largo de la estructura de vencimientos, donde se han producido movimientos significativos.
- ... la utilización selectiva de unas primas de riesgo atractivas en el segmento de grado de inversión, híbrido o de alto rendimiento (que en ocasiones han caído a mínimos históricos).

Siempre es importante no desviarse de nuestro marco. Nos consideramos inversores a largo plazo, no especuladores a corto. Por lo tanto, nunca utilizamos los instrumentos mencionados de forma dogmática. Actuamos de forma oportunista, pero siempre con la vista puesta en la cartera global y su solidez.

A CONTRACORRIENTE

La base de una estrategia de inversión activa en el mercado de renta fija es un enfoque anticíclico deliberado. Es la única manera de lograr un equilibrio entre oportunidades y riesgos. Cuando las primas de riesgo se amplían bruscamente en un segmento concreto del mercado y la incertidumbre domina de repente las decisiones de compra de muchos inversores, suelen surgir los niveles de entrada más atractivos. Asimismo, reducimos las exposiciones si las valoraciones parecen ambiciosas o excesivas.

¿Cómo funciona en la práctica? Dos ejemplos del pasado muestran cómo funciona nuestro planteamiento.

En abril de 2025 se produjo el «día de la Liberación» en Estados Unidos. Donald Trump subió al escenario y mostró a las cámaras varios carteles en los que figuraban unos aranceles exorbitantes. La consecuencia fue una enorme incertidumbre en los mercados. Al escalar el conflicto arancelario, adoptamos deliberadamente una posición líquida en nuestra cartera de renta fija, centrándonos en las buenas calificaciones crediticias. Cuando las primas de riesgo aumentaron significativamente a corto plazo, aprovechamos la oportunidad para ampliar tácticamente las posiciones en bonos corporativos del segmento inferior de grado de inversión y algunas posiciones selectivas en los segmentos de bonos de alto rendimiento e híbridos. A continuación, recogimos ganancias cuando la calma volvió al mercado y las primas de rendimiento de las calificaciones crediticias más bajas volvieron a normalizarse.

Antes de eso, hubo otro acontecimiento destacado. Tras las crisis de la COVID y de Ucrania, la inflación y, en consecuencia, los tipos de interés oficiales de los bancos centrales habían subido drásticamente. En el cuarto trimestre de 2023 se produjo un cambio de rumbo en la política monetaria estadounidense: el giro de la Fed o cambio en los tipos de interés, tras el cual cayeron los rendimientos del mercado. Antes del giro de 180 grados de Jerome Powell habíamos aumentado la duración de la cartera. Cuando el presidente de la Reserva Federal señaló el cambio de rumbo en una conferencia de prensa, se produjo un repunte de fin de año en los precios de los bonos, del que logramos beneficiarnos sustancialmente.

Estos dos ejemplos reflejan nuestro concepto en todas las decisiones de inversión. Queremos estar preparados para los movimientos del mercado, actuar con flexibilidad y aplicar las decisiones de forma disciplinada.

LA RENTABILIDAD NO ES FRUTO DEL AZAR, SINO EL RESULTADO DE UNA GESTIÓN ACTIVA

El mercado de renta fija ofrece diversas fuentes de rentabilidad. No se trata solo de los cupones, es decir, los intereses anuales sobre el valor nominal de un bono garantizados por el emisor. Los bonos pueden negociarse diariamente en un

mercado mundial. La demanda se refleja en el precio de un bono. En última instancia, siempre se trata de cuánto está dispuesto a pagar un comprador por una posición en un título.

Los rendimientos en el mercado de bonos pueden proceder de diversas fuentes, como por ejemplo:

- El nivel de los tipos de interés y la duración
- Las primas de riesgo de crédito
- Las contribuciones de las divisas
- El posicionamiento sobre la curva de tipos, que muestra los distintos vencimientos
- Las primas de liquidez
- Las oportunidades de valor relativo, que pueden surgir cuando existen grandes diferencias de precio entre bonos similares en el mercado

La gestión activa significa orquestar conscientemente estas fuentes de rentabilidad, y no aceptarlas pasivamente. Como en un buen concierto, todos los instrumentos deben acompañarse mutuamente: solo así puede haber música y una obra de arte completa.

Por ello, en cada una de nuestras decisiones de inversión determinamos de forma muy concreta las zonas monetarias donde aumentamos la duración y los vencimientos en los que invertimos. También se trata de los segmentos de calificación crediticia en los que percibimos primas de riesgo y cuándo reducimos el riesgo y cubrimos nuestro capital. Solo así puede convertirse la «renta fija» en una cartera de ingresos gestionada de forma dinámica.

UN MUNDO EN CONSTANTE CAMBIO

Una estrategia de inversión debe demostrar su eficacia en distintos entornos de mercado. En nuestra opinión, unas consideraciones de rendimiento de unos pocos meses no son útiles. No en vano siempre nos hemos abstenido de hacer previsiones a corto plazo y no ofrecemos perspectivas anuales. Creemos que no solo están desfasadas para garantizar el éxito de las inversiones a largo plazo, sino que incluso pueden ponerlo en peligro.

Nada es permanente. Continuamente se producen lo que a los políticos les gusta denominar puntos de inflexión, cambios de época o crisis del siglo. La inflación va y viene, los tipos de interés altos y bajos se alternan a lo largo de periodos prolongados. Sin embargo, recientemente hemos asistido a algunos cambios fundamentales.

Los mercados de renta fija son hoy mucho más complejos y volátiles que hace tan solo una década. La inflación ya no es un riesgo teórico, la dinámica de la deuda de los países industrializados es estructural y los riesgos geopolíticos están permanentemente presentes.

En un entorno turbulento, la propia pasividad se convierte en un riesgo. Para nosotros, «renta activa» significa (brevemente resumido):

- Independencia de las restricciones de unos índices de referencia.
- Una búsqueda de oportunidades a escala mundial.
- Un enfoque anticíclico.
- Una orientación coherente en la relación riesgo-rentabilidad.

Creemos que nuestro planteamiento activo, global y flexible sienta las bases para unas carteras sólidas y unos excedentes de rentabilidad duraderos. Efectivamente, los rendimientos del mercado de bonos ya no son «fijos». Son el resultado de unas convicciones claras y unas decisiones activas.

En última instancia, el objetivo es siempre lograr una rentabilidad satisfactoria a lo largo del tiempo en todos los escenarios probables. Esto no significa acertar siempre el escenario correcto. El deseo de obtener rendimientos positivos en todo momento suele ser el mayor obstáculo para alcanzar el objetivo de ofrecer una rentabilidad excelente. ♦

Lars Conrad es Portfolio Director Fixed Income en Flossbach von Storch SE.

Glosario

Términos económicos

Acción – Una acción es un título que convierte a su titular en copropietario de una sociedad anónima. Al comprar una acción, el accionista adquiere una parte del capital social de la empresa.

Bono – Título con el que el emisor puede obtener un préstamo en el mercado de capitales. Los bonos pueden emitirse en distintas divisas y con diferentes vencimientos.

Cartera – Es el conjunto de valores en una cartera de inversión.

Clase de activos – Los productos financieros con características similares pueden resumirse en varios grupos. Las clases de activos clásicas son la renta variable, la renta fija, los inmuebles y los metales preciosos.

Diversificación – Asignación de activos a diferentes clases de activos, valores individuales, regiones, sectores y zonas monetarias, con el objetivo de reducir los posibles riesgos individuales de la inversión mediante una amplia diversificación.

Índice bursátil – Un índice bursátil es un indicador de la evolución media de los precios de la cesta de acciones de un país, una región o incluso de sectores concretos, y refleja el nivel de precios de las acciones seleccionadas.

Índice MSCI World – Este índice bursátil sigue la evolución de los mercados de valores de los países industrializados. Se basa en más de 1.600 acciones de 23 países.

Índice Nikkei 225 – Es el índice de referencia del mercado bursátil japonés. Refleja el rendimiento de 225 de las mayores empresas cotizadas en Japón. El Nikkei 225 es un índice bursátil ponderado por precio.

Índice S&P 500 – El S&P 500 es probablemente la referencia en términos de rendimiento del mercado bursátil estadounidense. Sigue la evolución de 500 grandes valores con sede en EE.UU. y representa alrededor del 80% de la capitalización bursátil del mercado de renta variable estadounidense.

Inflación – Aumento general de los precios de los bienes, que va acompañado de una pérdida del poder adquisitivo del dinero.

Liquidez – Por liquidez se entiende la «proximidad al dinero» de los activos, es decir, su potencial para generar entradas de efectivo inmediatas o a corto plazo. La liquidez de un mercado debe distinguirse de la liquidez de los activos. Esta se da cuando la diferencia entre el precio de compra y el de venta es baja y pueden negociarse volúmenes mayores sin influir sustancialmente en el precio de mercado.

Producto Interior Bruto (PIB) – Valor de todos los bienes y servicios producidos en un país.

INFORMACIONES LEGALES

Este documento contiene información comercial y no supone recomendación u oferta con el fin de suscribir participaciones.

La información detallada en este documento y las opiniones expresadas en él reflejan las expectativas de Flossbach von Storch en el momento de la publicación y se pueden modificar en cualquier momento sin aviso previo. Las expectativas de desarrollo futuro expresadas en este documento reflejan la opinión y expectativas de Flossbach von Storch. El resultado real, sin embargo, puede desviarse considerablemente de las expectativas.

Los datos se han recopilado con el mayor cuidado posible. Sin embargo, no podemos garantizar la absoluta exactitud e integridad de los datos. El valor de las inversiones puede fluctuar y los inversores pueden no recuperar la totalidad del importe invertido.

La información y expectativas en este documento no suponen una recomendación o asesoramiento de inversión, ni pretenden ser un sustituto de asesoramiento adecuado sobre productos financieros.

Las informaciones legales y fiscales en este documento no son un sustituto de asesoramiento profesional sobre temas fiscales o legales. La información contenida en este documento no está destinada a individuos a los que no se les permita acceder por motivos de nacionalidad, lugar de residencia u otros, en base a la legislación actual. Todos los contenidos en este documento están sujetos a la protección por derechos de propiedad intelectual e industrial (incluyendo marcas, patentes y otros derechos, entre ellos de propiedad intelectual e industrial) sin excepción ni restricciones en base a la legislación correspondiente y los derechos de propiedad de los legítimos titulares. En ningún caso se entenderá que se concede licencia o cesión alguna sobre el contenido. Todos los derechos sobre el contenido publicado y creado por Flossbach von Storch son de exclusiva propiedad de Flossbach von Storch y su reproducción o uso total o parcial no está permitida sin el consentimiento previo, expreso y por escrito por parte de Flossbach von Storch.

Las rentabilidades pasadas no son garantía de las rentabilidades futuras.

© 2026 Flossbach von Storch. Todos los derechos reservados.

IMPRESSUM

Publicado por
Flossbach von Storch Invest S.A.
2, rue Jean Monnet, 2180 Luxemburgo, Luxemburgo
Telefono +352.275.607-0, Fax +352.275.607-39
info@fvsinvest.lu, www.fvsinvest.lu

Junta directiva:
Christoph Adamy, Markus Breidbach, Markus Müller

Número IVA: LU25691460
Registro de comercio: Luxemburgo No B 171513
Autoridad supervisora competente: Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF)
283, route d'Arlon, 1150 Luxemburgo, Luxemburgo

Cierre de redacción: 6 de mayo de 2026

ES 112 0526 XXXX ES

La reimpresión del total o de parte del document así como su publicación digital – especialmente la distribución a través de páginas web – no está permitida sin la aprobación previa y por escrito por parte de Flossbach von Storch SE.

Redacción:
Lars Conrad, Sven Ebert, Jens Hagen, Philipp Immenkötter, Dörte Jochims, Shenwei Li, Julian Marx, Christian Panster, Kurt von Storch, Philipp Vorndran

Diseño: Carolin Euskirchen y Heller & C
Impresión: TheissenKopp GmbH

INFORMACIÓN SOBRE EL MATERIAL FOTOGRÁFICO

Derechos de autor: © Carolin Euskirchen, collage (p. 5 arriba); © Sergieiev, Iurii Kuzo, Getty Images (p. 5 centro); © franckreporter, Getty Images (p. 5 debajo); © Carolin Euskirchen, collage (p. 6–17); © Sergieiev, Getty Images (p. 18) © Jinhe Li (p. 22); © Simon Herrmann, Getty Images (p. 24–43); © franckreporter, Getty Images (p. 44–47); © Marc Comes, CHB-P (reverso)

Dirección de contacto
Flossbach von Storch Invest S.A.
Sucursal en España
www.flossbachvonstorch.es



Flossbach von Storch