

# POSICIÓN

Apuntes de mercado para inversores



## A largo plazo

Qualität

Qualität

Wachstum

robust

Chancen und Risiken aller Anlagen sorgfältig zu prüfen

Price is what...



Handwritten notes in Spanish: '10 años', 'deu', 'Flossbach', 'deu', 'Flossbach', 'deu', 'Flossbach'.

### Anleihe-Investments anhand verschiedener Szenarien beurteilen

## Aktien von U die au stabilen und ein star



EN UNA PALABRA

# En cualquier situación

Die beste Herangehensweise ist Resonanzarbeit.

El futuro es incierto. Eso es indiscutible. Y el pasado rara vez sirve como modelo de lo que puede venir. Sirve para clasificar ciertas cosas, pero nada más.

Por eso es tan importante la actitud del inversor: ¿cómo aborda un asunto? ¿Y cómo reacciona ante los trastornos estructurales que se avecinan con tanta seguridad como el amén en la iglesia? ¿Qué es importante para él a la hora de evaluar el mercado de capitales y las inversiones individuales? En resumen: ¿qué caracteriza una inversión con éxito?

En última instancia, distintos caminos conducen a la meta, sobre todo porque los objetivos varían. Para invertir dinero con éxito se necesitan varios factores, que trataremos a continuación, sin pretender ser exhaustivos. Hay un factor especialmente importante para nosotros, porque a menudo se subestima: el factor tiempo.

...schwer werden, die Euroanlagen rein zu gewinnen für Euro...  
 ...hinter sich...  
 ...zeptable Anl...  
 ...strategie, am...  
 ...urte in...  
 ...bei Aktien und...  
 ...gebnisse der v...  
 ...selben. Hierzu i...  
 ...koliose Euro...  
 ...unter. Der R...  
 ...Sonderangeb...  
 ...innen für Euro...  
 ...stell...  
 ...bereits e...  
 ...Day sigs e...  
 ...und die l...  
 ...verdiene...  
 ...er. Um den...  
 ...erzielen, bi...  
 ...strategie...  
 ...ant, auf besor...  
 ...eihen zu wa...  
 ...ilität erhal...  
 ...er die zuw...  
 ...ad ETFs bei...  
 ...kurzfristig vers...  
 ...Sonderangebote...  
 ...Geduld, genüge...  
 ...einer konkreten...  
 ...einer Anlage. I...  
 ...Glück müssen...  
 ...verdienen.

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

Contáctenos para recibir su ejemplar gratuito.



Descargar en PDF o suscribirse gratuitamente: [www.flossbachvonstorch.es/posicion](http://www.flossbachvonstorch.es/posicion)

Le deseamos una lectura interesante.

Handwritten signature of Kurt von Storch.

Kurt von Storch Cofundador y propietario de Flossbach von Storch AG



Flossbach von Storch  
**POSICIÓN**  
 1/2024

**PANORAMA MUNDIAL**

- Situación económica
- 6 **Cada vez menos dinero**
- Política monetaria
- 12 **El retorno de los vigilantes de los bonos**
- Mercado de divisas
- 14 **El mundo de las divisas**
- El mundo en gráficos
- 22 **La moneda de último recurso**



**Mercado de divisas**

**El mundo de las divisas**

El mercado de divisas es enorme – y opaco. Lo que los inversores deben saber.

**14**

**ESTRATEGIA DE INVERSIÓN**

- Entrevista
- 24 **No nos alegremos demasiado pronto**
- Clases de activos
- 30 **¿Para qué seguir comprando acciones?**
- Sostenibilidad
- 34 **Mi verde. Tu verde. ¿Nuestro verde?**
- Título
- 39 **A largo plazo**
- 44 **En cualquier situación**



**Entrevista**

**No nos alegremos demasiado pronto**

Bert Flossbach sobre la lucha de los bancos centrales contra la inflación y su impacto en los mercados.

**24**

**EN CONTEXTO**

- Obituario
- 55 **Maestro de la vida**
- Columna
- 58 **Correo desde Shanghai**
- De estrategia a estrategia
- 60 **Pekín se está desmarcando**
- 62 Glosario



**De estrategia a estrategia**

**Pekín se está desmarcando**

Aumenta el distanciamiento entre Occidente y China. ¿Qué opinan realmente la población china?

**60**



Frank Lipowski

## CADA VEZ MENOS DINERO



EE. UU. es el país de referencia para la economía de mercado y el consumo. Sin embargo, el espectacular incremento de los costes está obligando a muchos ciudadanos a apretarse el cinturón.

No podemos hablar de la economía mundial sin hablar de EE. UU.: la primera potencia económica del mundo no solo tiene la moneda de reserva por excelencia, sino que también alberga el mayor sistema financiero del planeta. En los últimos años ha experimentado una evolución al alza ininterrumpida, a pesar de la pandemia, de la crisis energética, de la inflación y del cambio de tendencia histórico de los tipos de interés.

El consumo privado siempre ha sido un pilar inquebrantable de la economía estadounidense. Por internet, en enormes centros comerciales o en arterias de tiendas exclusivas: en ningún otro lugar del mundo parece haber tanta oferta ni tantos servicios como en EE. UU. El shopping forma parte de la cultura norteamericana, al menos para quienes se lo pueden permitir (o tienen una tarjeta de crédito).

Esa es al menos la imagen que tiene todo el mundo. Sin embargo, basta con mirar un poco más de cerca para darse cuenta de que en ese paraíso del consumo se han abierto algunas grietas finas, pero cada vez más visibles. Dicho de otra forma: el típico Joe Blow, es decir, el consumidor estadounidense medio, amenaza con quedarse sin dinero.

Hacia décadas que la situación financiera no era tan buena: durante la pandemia, los consumidores norteamericanos no solo se vieron «obligados» a ahorrar, sino que también recibieron cheques del Gobierno. Y, además, a una escala nunca antes vista. El incremento de las reservas de ahorro desde 2020 no tiene precedentes, como puede verse en el gráfico 1 (en la siguiente página). En los primeros doce meses de la pandemia, los consumidores estadounidenses ahorraron (a la fuerza) o recibieron por medio de programas de ayuda cerca de dos billones de dólares.

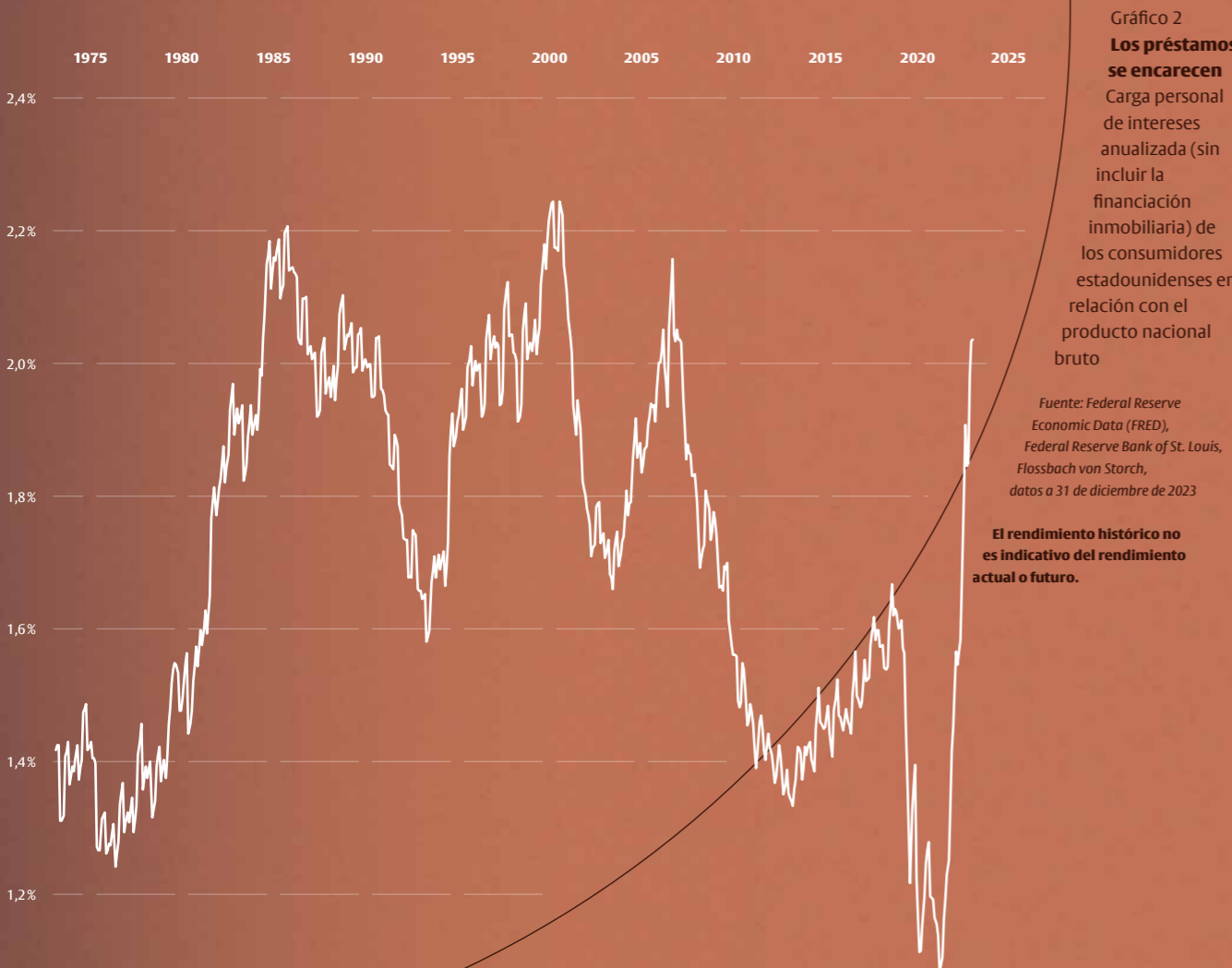
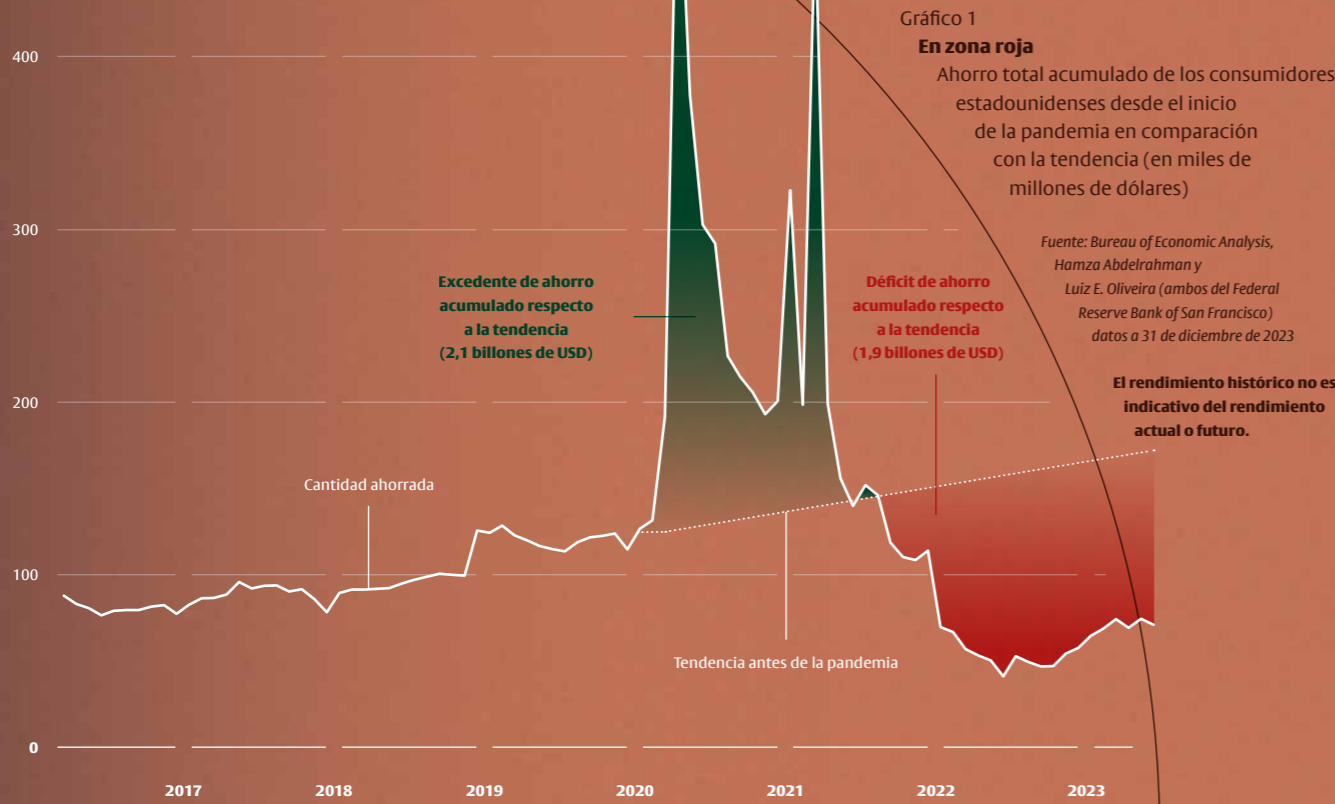
Cuando las tiendas, los restaurantes y los complejos vacacionales volvieron a abrir sus puertas, la tendencia fue la contraria: tras el fin (temporal) de la pandemia, la gente quería recuperar el tiempo perdido y volvió a «irse de compras». La generosa inyección financiera hizo que, en esta etapa, los consumidores aceptaran los precios en vez de marcarlos, con el consiguiente efecto para la inflación. Pero los ahorros de los ciudadanos estadounidenses son finitos, como refleja también el gráfico 1.

El «desahorro» galopante de los hogares de EE. UU. no se debe solo a la subida del precio del petróleo, de los alimentos y de muchas otras cosas del día a día; los tipos de interés (tanto nominales como reales) también se están convirtiendo en una carga cada vez más pesada para los consumidores norteamericanos. Y no nos referimos solo a las hipotecas. A diferencia de lo que ocurría hace diez o veinte años, ahora el tipo de interés de los préstamos hipotecarios en EE. UU. suele fijarse para un plazo muy largo (normalmente, 30 años). Esta es una de las razones por las que, a diferencia de otras economías, el mercado de inmuebles residenciales en EE. UU. ha tenido hasta ahora más bien poco movimiento. Otra de las razones es que, con los tipos hipotecarios rozando el 8%, la mayoría de la población ya no puede permitirse comprar una casa.

**Sin embargo, basta con mirar un poco más de cerca para darse cuenta de que en ese paraíso del consumo se han abierto algunas grietas finas, pero cada vez más visibles. Dicho de otra forma: el típico Joe Blow, es decir, el consumidor estadounidense medio, amenaza con quedarse sin dinero.**

→





No obstante, muchos estadounidenses no tienen solo una hipoteca, sino también tarjetas de crédito, contratos de leasing o préstamos personales. Según la Reserva Federal, los tipos de interés de las tarjetas de crédito han subido hasta superar el 20%, una cifra que no se veía desde hacía más de 50 años. La carga personal de intereses de los consumidores crece a la velocidad de la luz, también en relación con el producto interior bruto (gráfico 2).

A pesar de que el ciclo de tipos prácticamente acaba de empezar, la carga de intereses respecto a la producción económica ya está en niveles propios de una inminente recesión aguda. Si los tipos se mantienen en este nivel durante más tiempo, cada vez será más caro financiarse, lo que a su vez irá estrangulando poco a poco a los consumidores.

**La política monetaria siempre tiene riesgos y efectos secundarios. El futuro dirá si la lucha contra la inflación, que en última instancia debería beneficiar sobre todo a los ciudadanos y a las empresas estadounidenses, se salda con éxito.**

Frank Lipowski es gestor de carteras en Flossbach von Storch AG.

La disminución de las tasas de ahorro respecto a la renta disponible también es síntoma de que el servicio de la deuda domina cada vez más las finanzas personales de los consumidores estadounidenses. Actualmente, ese valor ha caído hasta niveles que rara vez hemos visto en los últimos 50 años. La mayoría de los consumidores norteamericanos se han comido los ahorros. Tan solo los ahorradores que se encuentran en el 20% superior de la distribución de la renta siguen teniendo ahorros y fondos del mercado monetario cuyo valor real ajustado a la inflación es mayor que antes de la pandemia.

Por si esto fuera poco, los datos actuales de la Fed revelan además que a los consumidores (y a las empresas, tanto pequeñas como grandes) no solo les están perjudicando los elevados tipos de interés, sino también los criterios cada vez más estrictos para pedir préstamos a los bancos.

Si los ahorros menguan y el crédito se vuelve cada vez más caro y restrictivo, a los ciudadanos no les queda otra que reaccionar ante la nueva situación. Así, la presión financiera hace que cada vez más norteamericanos busquen un nuevo (o un segundo) trabajo. La necesidad económica genera una mayor oferta en el mercado laboral, lo que quizá explique también por qué la tasa de desempleo en EE. UU. no ha seguido bajando a pesar de que se están creando muchos puestos de trabajo.

Al mismo tiempo, la mayor oferta en el mercado laboral puede reducir la presión salarial. Eso es una buena noticia, al menos desde el punto de vista de los bancos centrales, puesto que el incremento continuo de los salarios es terreno abonado para el aumento de la inflación.

Así pues, el empeoramiento de la situación económica de muchos estadounidenses también tiene un lado positivo, al menos desde una perspectiva económica a largo plazo. A fin de cuentas, todo eso es lo que pretendían los bancos centrales: enfriar el mercado laboral con una política monetaria restrictiva y aliviar la presión salarial para, de esta manera, hacerse con las riendas de la inflación. Sin embargo, este proceso no puede controlarse minuciosamente. La política monetaria siempre tiene riesgos y efectos secundarios. El futuro dirá si la lucha contra la inflación, que en última instancia debería beneficiar sobre todo a los ciudadanos y a las empresas estadounidenses, se salda con éxito. ♦

Thomas Mayer



# EL RETORNO DE LOS VIGILANTES DE LOS BONOS

Tuvieron una gran influencia en las crisis de los años noventa. Después, quienes utilizaban los bonos como forma de protesta poco pudieron hacer. Ahora están de vuelta y amenazan con complicar el pago de intereses de los Estados.

El artículo se publicó el 22 de octubre de 2023 en el semanario Welt am Sonntag.  
Prof. Dr. Thomas Mayer es socio fundador del Flossbach von Storch Research Institute.

Seguro que los observadores del mercado más veteranos aún recuerdan la gran crisis del mercado de bonos de 1994. La discreta subida de los tipos de interés – un cuarto de punto porcentual – llevada a cabo por la Reserva Federal en febrero de aquel año desencadenó una oleada de ventas de bonos en todo el mundo.

Desde finales de 1993 hasta finales de 1994, la rentabilidad de la deuda pública a diez años aumentó 2 puntos porcentuales en EE. UU. y Alemania. En Italia, el incremento llegó incluso a alcanzar los 3,8 puntos porcentuales. Pero para el gasto público destinado a pagar intereses, lo que importa es la subida porcentual del tipo de los bonos, y ese aumento fue en los tres países de entre el 35% y el 43%.

Ante la alarmante situación, el Gobierno del entonces presidente Bill Clinton adoptó medidas de austeridad fiscal. James Carville, asesor político de Clinton, comentó al respecto: «Antes pensaba que, si existiera la reencarnación, en mi próxima vida me gustaría ser presidente, papa o jugador de béisbol con un promedio de bateo de 400 puntos; ahora, sin embargo, lo que me gustaría es reencarnarme en el mercado de bonos. Con eso puedes amedrentar a cualquiera».

Estos amenazantes inversores, que vendían los bonos para empujar al alza las rentabilidades, fueron bautizados con el nombre de bond vigilantes o vigilantes de los bonos.

La política de tipos bajos aplicada por los bancos centrales a principios de la década de los 2000 y las posteriores compras masivas de bonos, sobre todo en los años de la pandemia, hicieron que desaparecieran los vigilantes de los bonos, que no tenían nada que hacer contra los bancos centrales. Pero con el cambio de rumbo de los tipos de interés a principios de 2022 volvieron a aparecer.

A finales de septiembre, las rentabilidades a diez años habían subido 3,6 puntos porcentuales en Alemania, 3,8 en EE. UU. y 4,2 en Italia respecto a sus mínimos de 2019 y 2020. En términos absolutos, estos incrementos ya son muy superiores a los de 1993 y 1994, pero en términos porcentuales

son directamente estratosféricos: entre el 600% y el 800% en EE. UU. e Italia, mientras que en el caso de Alemania están más allá de lo matemáticamente calculable debido a que el rendimiento inicial era negativo. La segunda entrega de la gran crisis de los bonos ya supera con creces a la primera.

## VIGILANTES DE LOS BONOS: LOS VERDUGOS DE LIZ TRUSS

Los vigilantes de los bonos se han vuelto a cobrar una víctima política: cuando la primera ministra británica, Liz Truss, anunció rebajas fiscales en septiembre de 2022 sin contrafinanciación, la rentabilidad de los bonos soberanos británicos se disparó en previsión de un aumento de la deuda pública.

Truss se vio obligada a dimitir y pasó a la historia como la primera ministra británica que menos ha durado en el cargo. Desde entonces, los vigilantes no han dejado de hacerse notar, como sucedió en las seis semanas anteriores al 6 de octubre. En ese tiempo, el rendimiento de los bonos estadounidenses a diez años subió 0,7 puntos porcentuales.

Es de prever que se produzcan nuevas reacciones de los vigilantes de los bonos, cuyas consecuencias serán dolorosas. Si, por ejemplo, los tipos de interés de los bonos del Estado a diez años se mantuvieran en el nivel actual hasta que afectaran a toda la deuda pública, los pagos de intereses del sector público en Alemania se triplicarían. En Italia aumentarían un 74%, y en EE. UU., un 57%.

Sería un desastre que la rentabilidad de los bonos volviera a subir hasta alcanzar el nivel medio de la primera mitad de la década de los noventa. Si eso sucediera, los pagos de intereses supondrían un 27% del gasto público italiano actual y un 29% del estadounidense, una cifra sin precedentes.

Como ni las administraciones públicas – fuertemente endeudadas – ni los deudores privados podrían hacer frente al nivel de tipos de interés que hubo en el pasado, los bancos centrales, antes o después, tendrán que volver a declarar la guerra a los vigilantes de los bonos. Probablemente termine con la tan cacareada lucha contra la inflación. ♦

# EL MUNDO DE LAS DIVISAS

Julian Marx

Cada día se negocian divisas por valor de varios billones de dólares. Sin embargo, el mundo de las divisas sigue siendo opaco. Una evaluación.



Gráfico 1  
**El billete verde domina con diferencia**  
Negociación mundial de divisas en el mercado de contado en abril de 2022

Dado que en la negociación de un par de divisas siempre intervienen dos divisas, la proporción acumulada de todas las divisas en el total de las transacciones de divisas es del 200%

Fuente: Banco de Pagos Internacionales, Flossbach von Storch, datos a 31 de diciembre de 2023

El dinero determina nuestra vida cotidiana y es una herramienta de transacción indispensable en un mundo cada vez más complejo. El dinero en efectivo ha dominado durante mucho tiempo. A finales de 2022, el Eurosistema había emitido billetes por un valor equivalente a 1,572 billones de euros. Una gran proporción de los billetes en circulación puede atribuirse a la gran afinidad por el efectivo que existe en Alemania. Con 900.000 millones de euros en billetes emitidos, el Bundesbank alemán es responsable de la mayoría de los billetes en circulación en la zona euro. Pero el dinero en efectivo ya no lo es todo. En 2022, se realizaron en la zona euro un total de 126.600 millones de transacciones sin efectivo por un valor equivalente a 234,3 billones de euros.

Sin embargo, no solo los flujos de pagos dentro de una zona monetaria son gigantescos. El comercio de divisas también tiene dimensiones inimaginables. Según datos del Banco de Pagos Internacionales (BPI), en abril de 2022 se negociaron diariamente en el mercado de contado divisas por valor de unos 2.100 billones de dólares. El dólar estadounidense, también conocido como «billete verde», caracteriza el comercio de divisas como ninguna otra moneda. El dólar formó parte del par de divisas negociado en algo menos del 86% de todas las transacciones de divisas realizadas en el mercado de contado. El euro le sigue a considerable distancia, ya que se intercambia en el 29% de los casos (véase el gráfico 1).

El mercado de contado es solo una parte del comercio de divisas, aunque importante. Por ejemplo, cada día se transfieren más de 1 billón de dólares en el marco de operaciones de divisas a plazo. Pero, ¿qué hay detrás de todo esto? ¿Qué impulsa el rendimiento de cada divisa? Echemos un vistazo al opaco mundo de las divisas.

## DOS CANALES DETERMINAN LA EVOLUCIÓN DE LA DIVISA

La oferta y la demanda en el mercado de divisas determinan si una moneda se aprecia o se deprecia. Un factor clave de la demanda de divisas es la balanza por cuenta corriente, que abarca en particular el comercio transfronterizo de bienes y servicios. Por regla general, cuantos más bienes exporta un país, mayor es la demanda de divisas nacionales. Al fin y al cabo, también hay que pagar los bienes adquiridos. →



La moneda nacional se aprecia ceteris paribus en caso de superávit de exportación. Por el contrario, las divisas de las zonas monetarias importadoras netas tienden a depreciarse.

Pero en la práctica no es tan sencillo: esto se debe a que el comercio exterior es solo un factor (significativo) de la evolución de las divisas. Así lo demuestra el ejemplo de EE. UU. y el dólar. Desde 1990, EE. UU. solo ha sido capaz de lograr un superávit por cuenta corriente en un año, concretamente en 1991. En aquel momento se registró un superávit modesto de algo menos de 3.000 millones de dólares, es decir, el 0,05% del producto interior bruto (PIB). Desde entonces, los déficits por cuenta corriente han alcanzado una media del 3% del PIB. El déficit por cuenta corriente acumulado desde 1992 asciende a la friolera de 13 billones de dólares.

Sin embargo, esto no se refleja en el tipo de cambio del dólar. Comparado con el yen japonés, el dólar está ahora al nivel que tenía en 1990. Durante este periodo, se ha apreciado alrededor de un 50% frente al renminbi chino. La libra esterlina también se ha depreciado frente al dólar desde los años 90, y el euro se encuentra aproximadamente en el mismo nivel que cuando se introdujeron los billetes y monedas en 1999. Por lo tanto, el dólar no es una moneda débil, a pesar de los crónicos e inmensos déficits del comercio exterior.

La cuenta de capital –el segundo motor principal de la demanda de divisas– ha ayudado. El mercado de capitales estadounidense goza de gran reputación en el extranjero. No solo es el mayor mercado de capitales del mundo, sino que también se considera especialmente abierto. Los inversores extranjeros tienen un buen acceso al mercado estadounidense. Y así, a lo largo de los años, los inversores extranjeros han demandado decenas de billones de dólares para invertir en EE. UU.

Como resultado, los inversores extranjeros habían invertido alrededor de 45 billones de dólares en EE. UU. a finales de 2022, mientras que los ciudadanos estadounidenses solo habían invertido 29 billones de dólares fuera de Estados Unidos. Gran parte del saldo negativo de 16 billones de dólares es atribuible a una gran base de inversores extranjeros que han puesto su dinero en bonos estadounidenses. A finales de 2022, los inversores extranjeros poseían el equivalente a

12,7 billones de dólares en bonos estadounidenses, el 60% de ellos en deuda pública. Por el contrario, los ciudadanos estadounidenses solo habían invertido algo menos de 3,8 billones de dólares en bonos fuera de Estados Unidos. Por lo tanto, para el dólar el atractivo del mercado de capitales estadounidense ha podido (sobre)compensar hasta ahora los considerables déficits del comercio exterior.

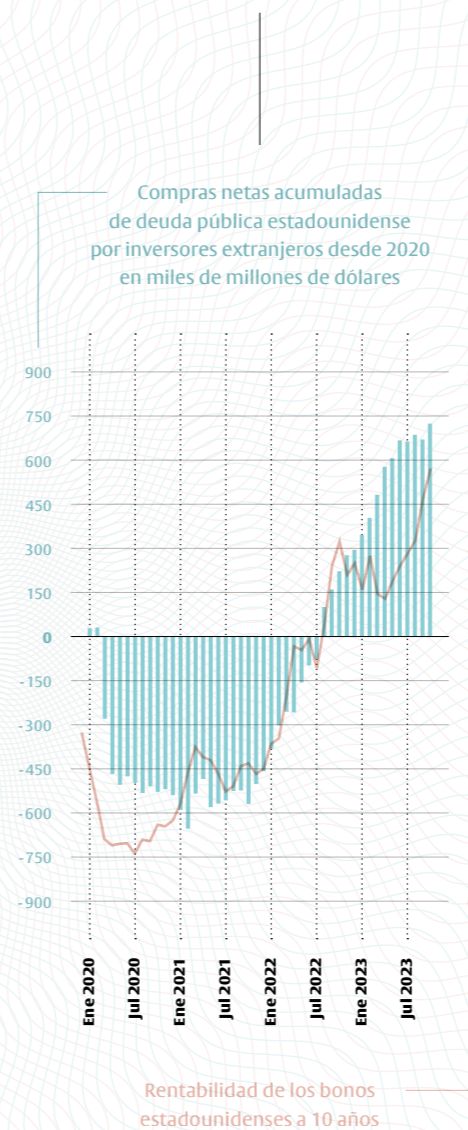
**LO QUE CUENTA A CORTO PLAZO**

La evolución de la balanza por cuenta corriente suele ser relativamente lenta. En primer lugar, describe el comercio de bienes y servicios. Los ajustes de flujos comerciales por valor de miles de millones no se producen de la noche a la mañana. Países como India y los países del euro figuran entre los mayores importadores netos de energía del planeta. En Europa sabemos muy bien cuántos años serán necesarios para reducir significativamente la dependencia de la economía de las importaciones de petróleo y gas. Las instalaciones de producción y las cadenas de suministro existentes tampoco son fáciles de sustituir. Esto significa que los cambios importantes en la balanza por cuenta corriente suelen producirse en periodos de tiempo más largos.

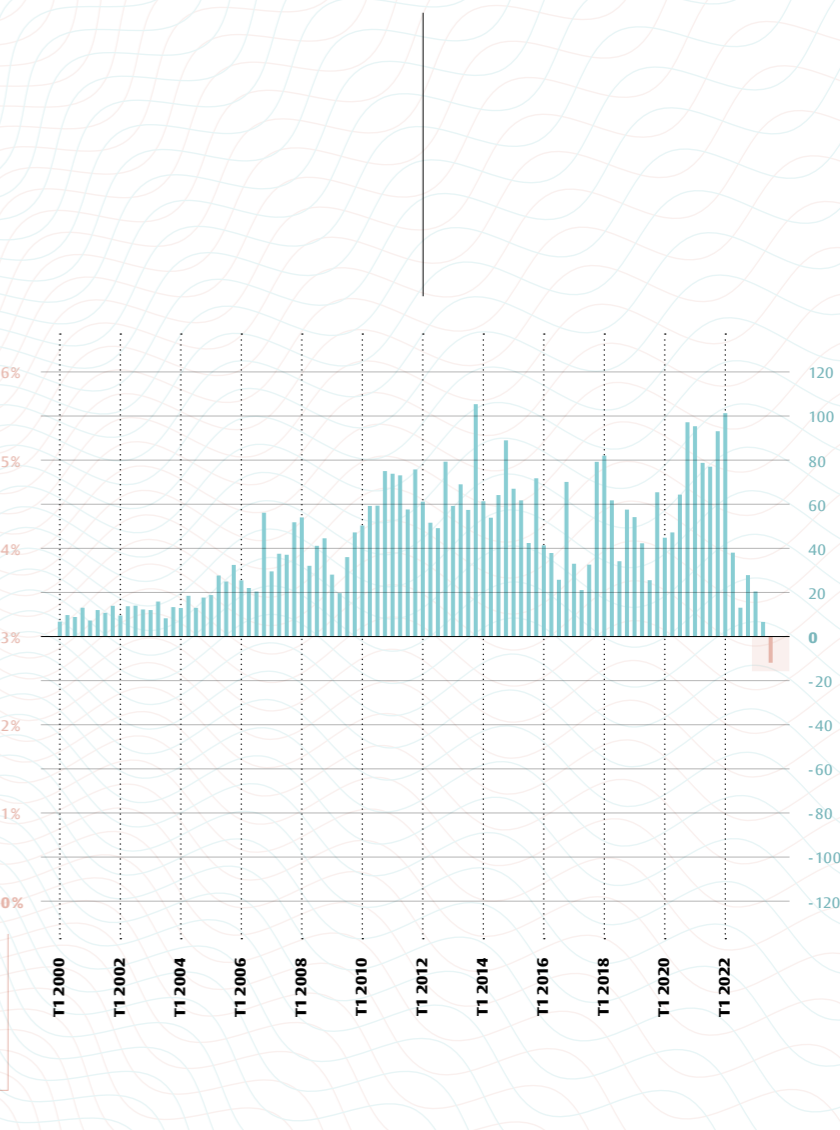
Por lo tanto, las fluctuaciones significativas a corto plazo en la evolución de las divisas suelen deberse a cambios en la cuenta de capital, cuando los inversores trasladan cientos de miles de millones de dólares, euros o yenes entre zonas monetarias. Uno de los principales motores de estos cambios puede ser una modificación de los tipos de interés o la expectativa de que se produzca dicha modificación.

También en este caso, el mercado de capitales estadounidense es un buen ejemplo. Mientras que los bonos estadounidenses a diez años prometían una rentabilidad anual de alrededor del 1,5% a finales de 2021 y los tipos de interés de referencia estadounidenses se mantenían en el 0%, el «panorama de los tipos de interés» en EE. UU. ha cambiado drásticamente desde entonces. En otoño de 2023, los bonos estadounidenses a diez años tenían una rentabilidad del cinco por ciento anual y el tipo de interés oficial en EE. UU. Unidos también superaba ligeramente el cinco por ciento en ese momento. El mayor nivel de rentabilidad también debería atraer a numerosos inversores extranjeros. Entre →

**Gráfico 2**  
**¿Dónde poner el dinero?**  
Las inversiones en valores son un motor clave del desarrollo monetario



**Gráfico 3**  
**No hay un sentido único**  
Inversiones directas trimestrales en China en miles de millones de dólares



Fuente de ambos gráficos: Refinitiv, Flossbach von Storch, datos a 31 de diciembre de 2023  
**El rendimiento histórico no es indicativo del rendimiento actual o futuro.**

diciembre de 2021 y octubre de 2023, adquirieron títulos públicos estadounidenses por un valor neto de unos 1.181 billones de dólares (véase el gráfico 2).

No es posible saber si el dinero necesario para las compras se destinó previamente a dólares, si se retiró de la renta variable estadounidense o si realmente se produjo una compra en dólares. No obstante, está claro que los movimientos en el mercado de capitales por valor de miles de millones pueden tener un impacto significativo en la evolución de las divisas a corto plazo.

### UNA MIRADA AL FUTURO

El comercio de bienes y servicios, la inversión directa transfronteriza y el comercio de valores son factores clave que influyen en la demanda de divisas. Sin embargo, si adoptamos una visión del futuro a muy largo plazo, podrían producirse cambios notables en el mundo. La región Asia-Pacífico ha ganado un enorme peso económico mundial en las últimas décadas. Mientras que la cuota de la región en la producción económica mundial era del 27,4% en 2010, esta cifra aumentará hasta el 33,5% en 2020. Según las previsiones del Banco Asiático de Desarrollo, este porcentaje podría incluso ascender a un 50% en 2050. Queda por saber si tal cambio de poder económico no se traduce también en un cambio significativo del comportamiento en el uso de las divisas.

**En la actualidad, el dólar estadounidense es la divisa número uno indiscutible. A finales de 2022, el 58% de las reservas de divisas de los bancos centrales de todo el mundo seguían invertidas en dólares. La tendencia en los últimos años es a la baja.**

En la actualidad, el dólar estadounidense es la divisa número uno indiscutible. A finales de 2022, el 58% de las reservas de divisas de los bancos centrales de todo el mundo seguían invertidas en dólares. La tendencia en los últimos años es a la baja, presumiblemente también porque la guerra en Ucrania aumentó la preocupación de que las reservas de dólares pudieran ser sancionadas. Por lo tanto, algunos bancos centrales podrían verse incentivados a seguir desplazando sus posiciones de dólares en el futuro. El euro le sigue de lejos, representando alrededor de un 20% de las reservas oficiales de divisas a finales de 2022. El dólar también sigue gozando de una gran reputación para los bonos y préstamos en divisas. Más de la mitad de la deuda está denominada en dólares.

### ¿HABRÁ UN DUELO ENTRE LOS GIGANTES DE LAS DIVISAS?

Sin embargo, a medida que la actividad económica mundial se desplaza a la región asiática, hay muchos indicios de que la relevancia internacional de las divisas asiáticas probablemente aumente. El renminbi chino se considera un rival natural del dólar estadounidense. Al fin y al cabo, China ya es la segunda economía del mundo. La pauta de cómo el renminbi, por ejemplo, puede beneficiarse en el futuro está clara: una mayor participación china en el comercio mundial –medida en términos de importaciones facturadas en renminbi– aumenta inicialmente el uso del renminbi en las operaciones de pago internacionales. Es probable que los países que comercian más con China tengan más reservas de renminbi. Esto podría aumentar la cuota del renminbi en el total de las reservas en el futuro.

Sin embargo, sigue siendo más que incierto con qué fuerza y rapidez una moneda como el renminbi podría afectar al estatus del dólar. Aquí pueden intervenir diversos factores que van más allá de la mera fortaleza económica de una nación. Por ejemplo, los intereses (geo)políticos: las disputas territoriales llevan años latentes en torno a China. En el Mar de China Oriental, por ejemplo, tanto China como Japón consideran algunas islas como territorio propio. China tampoco reconoce el fallo de 2016 de la Corte Internacional de Arbitraje de La Haya: el gobierno filipino presentó entonces una demanda después de que China anunciara sus reclamaciones de propiedad en el Mar de China Meridional. Aún

más destacadas son las disputas en torno al Estado insular de Taiwán, cuya población lleva años preocupada por la posibilidad de una invasión china.

Pero su gran vecino, India, también está en permanente enfrentamiento con China. El conflicto fronterizo entre las dos superpotencias asiáticas sigue sin resolverse a día de hoy. Desde la guerra fronteriza de 1962, ha habido repetidos conflictos por el trazado de la frontera indochina. En este contexto, 20 soldados indios habrían muerto en enfrentamientos en el valle de Galwan en junio de 2020.

Esto demuestra lo difícil que podría ser para China implantar el renminbi como una especie de moneda de reserva en la región asiática ante las numerosas disputas políticas. Es probable que esto resulte mucho más difícil cuando se trate de países industrializados occidentales. El conflicto comercial con EE. UU., que lleva años latente, se considera el resultado de una carrera por la supremacía tecnológica y militar en el mundo.

Además, la voluntad de acumular reservas denominadas en renminbi puede verse limitada si la capacidad de utilizarlas es limitada y no son suficientemente líquidas cuando se necesitan. En este contexto, probablemente sería necesaria una liberalización completa del mercado de capitales chino. Sin embargo, la cuestión sigue siendo la probabilidad de que se produzca esta situación. Esto se debe a que una mayor apertura de los mercados de capitales siempre va asociada a riesgos para la propia divisa. Al fin y al cabo, los mercados de capitales abiertos no solo atraen capital de inversores extranjeros. También permiten a los inversores nacionales invertir su dinero en el extranjero.

La República Popular también aprendió por primera vez en el tercer trimestre de 2023 que los flujos de capital no siguen un sentido único, ya que los inversores extranjeros redujeron sus inversiones directas en China (véase el gráfico 3 en la página 17). La apertura de los mercados de capitales aumenta la actividad comercial en la propia divisa. Sin embargo, esto aumenta el riesgo de fluctuaciones pronunciadas de los tipos de cambio. En consecuencia, esto no conduce necesariamente a una gran fortaleza del renminbi.

### TESIS DE TRABAJO EN LUGAR DE PREVISIONES PUNTUALES

Sigue habiendo un alto grado de incertidumbre en cuanto al papel que desempeñarán el dólar y el renminbi dentro de unas décadas. También existe la posibilidad de un «equilibrio monetario» bipolar: con un dólar y un renminbi, ambos con una elevada utilización internacional y que sirvan de reservas primarias de divisas para muchos bancos centrales. Esto ya sucedía de forma similar en la década de 1920. En 1929, alrededor del 97% de toda la deuda pública en divisas estaba denominada en dólares o libras esterlinas. Alrededor de un cuarenta por ciento correspondía al dólar y algo menos del sesenta por ciento a la libra esterlina. Al mismo tiempo, el franco francés, el marco alemán y el franco suizo eran en gran medida irrelevantes a escala internacional, a pesar de que las economías alemana y francesa tenían un tamaño considerable.

Pase lo que pase, las previsiones sobre divisas siguen llenas de incertidumbre a corto y a largo plazo. Una multitud de factores influyentes, a menudo opuestos, lo convierten en un ejercicio complicado. Y, sin embargo, los inversores necesitan directrices que les guíen.

En cuanto al franco suizo, por ejemplo, se puede considerar una auténtica divisa fuerte: unos superávits por cuenta corriente persistentemente elevados, combinados con su reputación de refugio seguro, hicieron que el franco suizo se apreciara notablemente frente a numerosas divisas importantes en este milenio (véase «Examen a fondo: el franco suizo»). Sin embargo, al mismo tiempo el franco suizo suele tener que ser «comprado» por un nivel de tipos de interés relativamente bajo en comparación internacional. Por lo tanto, es importante sopesar constantemente las ventajas e inconvenientes de cada divisa en el contexto de la cartera. Una buena mezcla nunca ha sido perjudicial en el pasado. ♦

Julian Marx es analista en Flossbach von Storch AG.

**YEN JAPONÉS**

Japón, cuya población se ha reducido en tres millones de personas desde 2010, envejece cada vez más rápido. Desde entonces, el porcentaje de población mayor de 65 años ha pasado del 23% al 29%. Pero no solo son evidentes los retos demográficos.

La política monetaria ultraexpansiva del Banco de Japón (BoJ), vigente desde hace décadas, también se está convirtiendo en un modelo obsoleto a la vista de las elevadas tasas de inflación en todo el mundo. El banco central de Japón sigue limitando la rentabilidad de la deuda pública japonesa a 10 años al 0,5%, a pesar de que la inflación en Japón ha sido sistemáticamente del 3% desde agosto de 2022. Se considera que un nivel de rentabilidad del 1,0% para la deuda pública japonesa a 10 años es el punto de referencia por encima del cual los bancos centrales de Japón intervendrán con compras de deuda pública a gran escala en caso necesario.

En total, los bancos centrales japoneses poseían recientemente alrededor del cuarenta por ciento de la deuda pública japonesa. Esto también parece ser muy necesario y se debe a que los ministros de Finanzas japoneses llevan décadas utilizando todos sus recursos. El déficit primario anual de Japón (déficit público antes de los costes por intereses) se situó en una media del 4,9% del PIB en este milenio. La sostenibilidad de la deuda del Estado, que tiene una deuda superior al 250% del PIB, está por tanto estrechamente ligada a la ayuda amistosa del Banco de Japón. En consecuencia, el yen japonés hace tiempo que dejó de ser un oasis de bienestar para los amantes de las divisas fuertes.

**RENMINBI CHINO**

Los resultados económicos de China y el atractivo de su mercado de ventas son indiscutibles. China no solo es la segunda economía mundial, sino que en 2018 su producto interior bruto (medido en dólares) incluso superó por primera vez al de toda la zona euro. A modo de comparación, en el año 2000, la producción económica de China apenas representaba una quinta parte de la de la zona euro.

De cara al futuro, también se prevé que la economía china adquiera cada vez más relevancia. En el curso de la creciente integración comercial de la economía china, la importancia del renminbi chino también podría aumentar aún más si cada vez más importaciones de todo el mundo se facturan en renminbi.

Pero lo cierto es también que las inversiones en China están actualmente sujetas a la voluntad de un liderazgo autocrático. Por lo tanto, aunque el mercado de capitales chino se abriera cada vez más, no hay garantías de que el renminbi se beneficiara. Esto se debe a que siempre va asociado a riesgos para la propia divisa. Al fin y al cabo, los mercados de capitales abiertos no solo atraen capital de inversores extranjeros, sino que también permiten a los inversores nacionales invertir su dinero en el extranjero. China aprendió por primera vez que los flujos de capital no siguen un sentido único en el tercer trimestre de 2023, cuando los inversores extranjeros redujeron sus inversiones directas en China.

En vista de diversos intereses (geo)políticos, sigue habiendo un gran interrogante sobre si el renminbi –a pesar de la fortaleza económica de China– podrá algún día establecerse como moneda de reserva alternativa al dólar.

**DÓLAR ESTADOUNIDENSE**

La economía estadounidense es la mayor y más poderosa del mundo. Actualmente representa alrededor de una cuarta parte de la producción económica mundial. El uso internacional del dólar tampoco tiene rival. Casi el 60% de las reservas de divisas de los bancos centrales de todo el mundo están denominadas en dólares. En el comercio internacional de divisas, ninguna moneda se negocia con más frecuencia que el dólar. El dólar formó parte del par de divisas negociado en algo más del 80% de todas las transacciones de divisas realizadas en el mercado de contado. Además, los inversores extranjeros estadounidenses tienen un buen acceso al mercado de capitales estadounidense. A finales de 2022, habían invertido alrededor de 45 billones de dólares en EE. UU., principalmente a través de inversiones directas o inversiones en valores. En este sentido, el atractivo del mercado de capitales estadounidense es indiscutible.

Sin embargo, también hay una carencia no desdeñable. La balanza por cuenta corriente de EE. UU. es crónicamente deficitaria, lo que en sí mismo abogaría en contra de una apreciación estructural del dólar. El déficit por cuenta corriente acumulado de EE. UU. desde 1992 asciende a la friolera de 13 billones de dólares. El año pasado, el déficit por cuenta corriente rondó el 3% del PIB. La razón principal: EE. UU. importa muchos más bienes de los que exporta. El déficit comercial de bienes de EE. UU. ascendió a casi 90.000 millones de dólares al mes el año pasado.

**EURO**

La zona euro es un intento de unir muchas áreas económicas diferentes, cada una con necesidades distintas, bajo un mismo «paraguas de política monetaria». Esto crea un potencial de conflicto. Incluso un país relativamente poco importante en términos económicos como Grecia, pudo poner a prueba a la zona euro hace unos años. Al mismo tiempo, un peso pesado del euro como Italia lleva décadas luchando contra un escaso crecimiento económico y una elevada deuda pública. Es probable que el PIB real per cápita de Italia en 2023 se sitúe al mismo nivel que 20 años antes. Crecimiento de la productividad: falsa alarma. Además, la deuda nacional de Italia es la segunda más alta de la zona euro, en torno al 144% del PIB.

**CORONA NORUEGA**

El historial de Noruega no tiene rival. Entre 2000 y 2022, el superávit medio por cuenta corriente fue de un 12% del producto interior bruto (PIB). En 2022, alcanzó incluso la increíble cifra del 30% del PIB. Esta fortaleza del comercio exterior puede atribuirse a las enormes exportaciones de petróleo y gas. La Unión Europea es, con diferencia, el cliente más importante. Las exportaciones de petróleo y gas suponen una enorme ganancia de prosperidad a largo plazo para los aproximadamente 5,5 millones de habitantes del país escandinavo.

Sin embargo, quien hubiera especulado con que la corona noruega se ha apreciado notablemente como consecuencia de los inmensos excedentes de exportación del pasado se habría equivocado. Al fin y al cabo, una balanza por cuenta corriente positiva por sí sola no se traduce en ganancias de divisas. En este milenio, la corona noruega se ha depreciado un 30% frente al euro.

Una de las principales razones es probablemente el fondo soberano de miles de millones de euros, cuyos activos se nutren de los ingresos del petróleo y el gas y se invierten predominantemente en el extranjero. Recientemente, los activos gestionados superaron la barrera de los 15 billones de coronas. Esto equivale a más de 200.000 euros en activos de fondos por cada noruego. Mucho dinero, sobre todo si se tiene en cuenta que Noruega es una zona monetaria bastante pequeña e ilíquida.

Por lo tanto, las inmensas inversiones de cartera en el extranjero no solo mitigan la presión al alza sobre la corona noruega derivada de la balanza por cuenta corriente, sino que incluso pueden compensarla en exceso. En este sentido, la evolución monetaria a largo plazo de la corona noruega depende crucialmente de cómo y dónde invierta su dinero el fondo soberano.

Aunque el euro y la zona euro son proyectos domésticos, sigue habiendo una sustancia económica decente en la zona euro. Junto con el uso generalizado del euro en las operaciones de pago internacionales, la búsqueda de alternativas totalmente convincentes sigue siendo un reto.

**FRANCO SUIZO**

Todas las divisas importantes han perdido notablemente valor frente al franco este milenio: el euro y el dólar alrededor del 40%, la libra esterlina y el yen más del 50%.

Las razones de la fortaleza del franco son múltiples. Por un lado, el país tiene una potencia económica extraordinariamente elevada, con superávits por cuenta corriente predominantemente desmesurados, lo que impulsa la demanda de francos. Entre 2000 y 2022, el superávit por cuenta corriente de Suiza fue de al menos el 5% del producto interior bruto en 20 de los 23 años.

Por ello, el Banco Central Europeo (BCE) se encuentra en una situación delicada. Su mandato principal es la estabilidad de precios. Sin embargo, este objetivo está vinculado a condiciones secundarias esenciales. Al fin y al cabo, el mandato de estabilidad de precios solo puede cumplirse si el euro perdura. En este sentido, puede darse la máxima prioridad a la lucha contra la divergencia de las rentabilidades de la deuda pública y la creciente fragmentación de la zona euro. Como resultado, el BCE se ha dado un margen de maniobra que muestra claros signos de financiación estatal. Por si fuera poco que el Eurosistema siguiera manteniendo alrededor de una cuarta parte de la deuda pública italiana y española, el BCE también lanzó un nuevo instrumento en julio de 2022: el «Instrumento de Protección de la Transmisión», en virtud del cual el BCE puede comprar cantidades ilimitadas de bonos del Estado de países miembros concretos en caso necesario.

A pesar de todas las críticas, también conviene recordar los puntos fuertes del euro. La zona euro sigue siendo una de las zonas económicas con mejores resultados del mundo. Algo menos de 350 millones de ciudadanos, es decir, menos del 5% de la población mundial, generaron alrededor del 15% de la producción económica mundial el año pasado. Además, la zona euro generó casi exclusivamente superávits por cuenta corriente entre 2012 y 2023. Solo en 2022 los extraordinarios aumentos de los precios del gas y el petróleo tuvieron un impacto negativo en la balanza por cuenta corriente de la zona euro. Además, el euro se utiliza ampliamente a escala internacional. No en vano, un 20% de las reservas de divisas de los bancos centrales están denominadas en euros.

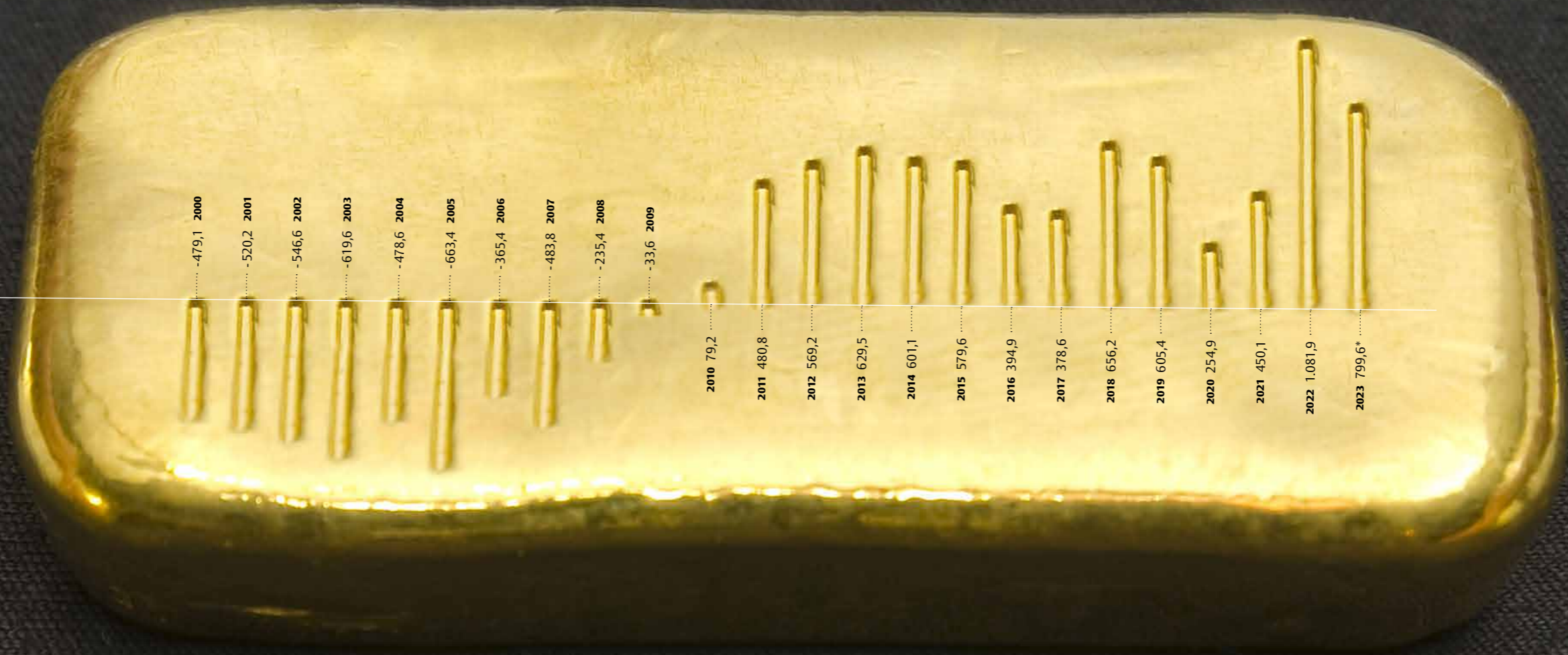
El franco suizo también tiene el estatus de «refugio seguro». Ya en los años veinte, el franco se caracterizaba por su estabilidad monetaria y política, mientras que en muchas otras zonas monetarias el abandono de facto de un sistema de moneda metálica se aprovechaba regularmente para la financiación pública. Esta reputación, adquirida a lo largo de décadas, aún resuena hoy en día.

El deseo de estabilidad (monetaria) de los inversores se manifestó también en las inversiones en divisas del Banco Nacional Suizo (BNS). En el primer trimestre de 2022, el BNS había adquirido divisas equivalentes a más de 900.000 millones de francos suizos para aliviar la presión apreciatoria sobre la moneda nacional. Desde entonces, los tipos de interés en el extranjero han subido más que en Suiza y el BNS ha podido reducir de nuevo sus existencias de divisas en unos 200.000 millones de francos. En definitiva, el franco es probablemente una verdadera divisa fuerte.

**Los bancos centrales compran más oro que nunca**  
Compras netas de oro en toneladas por año\*

\* Para 2023 solo se han tenido en cuenta las compras realizadas por los bancos centrales entre el primer y el tercer trimestre del año.

Fuente: Refinitiv, World Gold Council, Flossbach von Storch, datos a 31 de diciembre de 2023



**La subida de los tipos de interés debería suponer un lastre para el precio del oro. A fin de cuentas, aumenta el coste de oportunidad de invertir en él. Sin embargo, el precio del metal precioso no parece reflejarlo.**

Aunque se suele decir que el oro es el metal de las crisis, ese no debería ser el objetivo principal del metal precioso en una cartera. El precio del oro no suele moverse lo más mínimo cuando se produce una crisis política, pero su cotización casi siempre sube cuando lo que está en juego es la seguridad del sistema financiero, como cuando quiebran grandes bancos o aseguradoras o cuando se ve amenazada la estabilidad de los flujos de pagos o las divisas. Se trata de una función muy importante, en nuestra opinión. El oro es nuestro seguro de vida contra los riesgos conocidos (y desconocidos) de un sistema financiero frágil.

Para nosotros es la moneda de último recurso, una que no devenga intereses, pero que se aprecia frente al papel moneda a largo plazo. La subida de los tipos de interés debería suponer un lastre para el precio del oro porque aumenta el coste de oportunidad de invertir en el metal precioso. Comparado, por ejemplo, con la deuda pública estadounidense a diez años, el oro ha tenido que competir en las últimas semanas con un rendimiento anual superior al 5%. Incluso después de restar la inflación, los inversores norteamericanos han conseguido asegurarse en los últimos meses una rentabilidad real alrededor del 2% para un periodo de diez años con los llamados TIPS, esto es, los bonos del Tesoro estadounidense vinculados a la inflación. Esta evolución ha tenido sus consecuencias: numerosos inversores han desterrado el precioso metal dorado de sus carteras. Las reservas mundiales de oro ETC se han reducido en más de 600 toneladas desde los máximos registrados en la primavera de 2022 hasta octubre de 2023.

Eso por no hablar del precio, que venció el obstáculo de los tipos de interés y alcanzó en diciembre de 2023 un nuevo máximo histórico superior a los 2100 dólares por onza. Es probable que uno de los factores decisivos en la evolución del precio del oro haya sido la demanda del metal precioso por parte de los bancos centrales de todo el mundo. La guerra en Ucrania fue el golpe de gracia que hizo que los responsables de la política monetaria de muchos países tomaran conciencia de que sus reservas en dólares estaban expuestas a posibles sanciones. En los tiempos que corren, con crisis geopolíticas desatándose sin tregua, probablemente esta sea una de las razones que han empujado al banco central turco o chino a buscar refugio en el metal precioso en los últimos años. En 2023, la demanda de oro de los bancos centrales podría superar de nuevo las 1000 toneladas, como ya sucedió en 2022 (véase el gráfico). Así pues, el oro sigue siendo la moneda de último recurso, no solo para los inversores particulares a prueba de crisis, sino también, por lo visto, para los guardianes del dinero.

# LA MONEDA DE ÚLTIMO RECURSO

Bert Flossbach sobre la lucha de los bancos centrales contra la inflación y su impacto en los mercados de capitales.

# *No nos alegremos demasiado pronto*



**Sr. Flossbach: ¿Cómo describiría el año pasado desde la perspectiva de un inversor?**

Como un buen año de inversión. Sobre todo, porque no era de esperar después del primer trimestre, tras las quiebras de algunos bancos regionales estadounidenses.

**¿Qué ha destacado en 2023?**

La sincronización de las distintas clases de activos ha vuelto a poner de relieve la importancia de la evolución de los tipos de interés para los mercados de capitales. Como tantas veces en el pasado reciente, la atención se centró en la política de los bancos centrales, o más concretamente en el alcance de la posible relajación de la restrictiva política monetaria.

**Los mercados bursátiles parecen haber superado el problema de la inflación y creen que pronto se alcanzará el objetivo del dos por ciento fijado por los bancos centrales, ¿comparte usted este optimismo?**

Los bancos centrales han hecho recientemente progresos significativos en la lucha contra la inflación, tomemos como ejemplo el Banco Central Europeo BCE: En diciembre, los precios al consumo en la eurozona subieron sólo un 2,9% respecto al año anterior. Esto significa que la inflación se mantuvo por debajo de la marca del tres por ciento al menos durante tres meses consecutivos. Sin embargo, el descenso se debe también a efectos de base, como la caída de los precios de la energía. Con un 3,4%, la tasa de inflación subyacente, es decir, la que excluye los precios de los alimentos y la energía, se situó en diciembre incluso por encima del objetivo de inflación del BCE.

**¿Qué significa esto para sus expectativas personales sobre la política de los bancos centrales?**

A pesar de los progresos realizados, no debemos cometer el error de pretender que la inflación ya ha sido derrotada. En otras palabras, ¡no debemos alegrarnos demasiado pronto!

**La última milla es la más difícil, advierten los banqueros centrales...**

Yo no estaría en desacuerdo con eso. Están intentando amortiguar unas expectativas demasiado optimistas sobre la política de tipos de interés. Si levantaran el pie del freno demasiado pronto y pisaran el acelerador en su lugar, se podría desencadenar un nuevo repunte de la inflación, posiblemente con graves consecuencias.

**¿En qué sentido?**

Un cambio así tendría un efecto de señalización fatal: ¡los bancos centrales ya no tienen las cosas bajo control!

**Estás hablando del BCE.**

No, también hablo de la Reserva Federal de Estados Unidos.

**Medida por el índice de precios al consumo de Estados Unidos, la tasa de inflación de este país cayó de alrededor del 6% a principios de año al 3,1% en noviembre. La inflación subyacente cayó del 5,5% al 4,0% en el mismo periodo. Así pues, a la Reserva Federal estadounidense aún le queda camino por recorrer, ¿no es así?**

Así es. Sobre todo, porque la economía estadounidense creció un 5,2% (anualizado) en términos reales en el tercer trimestre. El robusto mercado laboral y la elevada presión salarial así lo demuestran: Es mejor ser muy cauteloso con cualquier recorte de los tipos de interés.

**¿Quién tiene más probabilidades de pisar el freno, el BCE o la Reserva Federal?**

El tipo de interés básico en Estados Unidos es del 5,5%, 2,5 puntos porcentuales por encima de la tasa de inflación, y el tipo de interés real de la deuda pública estadounidense a diez años vinculada a la inflación es significativamente superior al de la zona euro, ligeramente inferior al 2%. Esto significa que la Reserva Federal tiene al menos más margen de maniobra, que podría utilizar para

los primeros pequeños recortes de los tipos de interés si el mercado laboral nacional se enfría significativamente.

**¿Cuándo podrían volver las tasas de inflación al objetivo del dos por ciento, o incluso por debajo de él?**

Es imposible decirlo en términos generales. Actualmente hay una serie de factores que están teniendo un efecto moderador sobre la inflación. Los problemas de la cadena de suministro, por ejemplo, ya no son un problema. También hay cada vez más indicios de una desaceleración económica significativa en China, que a su vez está teniendo un efecto moderador sobre el crecimiento económico mundial y las expectativas de inflación. A corto plazo, la presión inflacionista podría disminuir aún más y abrir una ventana para que los bancos centrales recorten los tipos de interés. A largo plazo, las cosas pueden ser diferentes.

**¿Qué quiere decir esto?**

Hay factores estructurales de la inflación que probablemente aumentarán el "suelo de inflación" en los próximos años.

**¿Qué son?**

Hace tiempo que las bautizamos como las "tres D": Demografía, descarbonización y desglobalización. Ellas impulsarán los precios en los próximos años. En este sentido, una caída puntual de la inflación podría resultar una victoria pírrica, una victoria que en última instancia es una derrota. Porque los bancos centrales vuelven a pisar el acelerador demasiado pronto. Y la inflación volverá entonces con más fuerza.

**Desde la perspectiva del inversor, ¿significa esto que la inflación y los tipos de interés seguirán siendo probablemente los temas más importantes de los mercados de capitales este año?**

Así es, sí.

→

*«A corto plazo, la presión inflacionista podría disminuir aún más y abrir una ventana para que los bancos centrales recorten los tipos de interés. A largo plazo, las cosas pueden ser diferentes».*

*«El aumento significativo de las fluctuaciones de los precios de los bonos sigue ofreciendo oportunidades, tanto de entrada como de recogida de beneficios».*

**¿Qué papel desempeñan los crecientes conflictos en el mundo: Oriente Próximo, Ucrania, China-Taiwán o el ruido de sables de Corea del Norte? Sin olvidar las próximas elecciones presidenciales en Estados Unidos...**

El problema para los inversores es que resulta difícil predecir estos acontecimientos, su resultado y su impacto. Si uno sigue las noticias todos los días, los informes no sólo parecen inquietantes, sino altamente amenazadores, y a veces lo son. El sufrimiento de la gente en Ucrania o en Oriente Medio es insoportable. Pero ¿qué quiere hacer usted como inversor? ¿Comprar acciones de empresas que supuestamente se están beneficiando de la crisis en cuestión? Por desgracia, no es tan sencillo. En última instancia, la inversión debe ser constructiva. No tiene mucho sentido prepararse para lo peor, el fin del mundo, por decirlo sin rodeos. Hasta ahora no se ha materializado, y si llega en algún momento, tendremos otros problemas.

**¿Qué hacer en su lugar?**

Un inversor debe pensar en términos de escenarios y vigilar los riesgos. Cualquier otra cosa sería una negligencia. Sin embargo, somos conscientes de que hay muchas cosas que no podemos saber o sobre las que no podemos influir. En su lugar, intentamos que nuestras carteras sean lo más resistentes posible. Inversiones de alta calidad, adquiridas a precios razonables, ampliamente diversificadas.

**¿Cómo es la composición de las carteras mixtas?**

Depende de la cartera de que se trate. Básicamente, teniendo en cuenta el entorno inflacionista, mantenemos una proporción importante de activos en activos reales líquidos de primera clase, sobre todo en acciones de muy buenas empresas, además de oro, tanto físico como no físico. En los últimos meses hemos aumentado el componente de bonos. A diferencia de hace dos años, los bonos vuelven a ser una fuente fiable de rendimientos, aunque con restricciones.

**¿Qué son?**

Tras el reciente repunte de los precios, los precios de los bonos a largo plazo están "tasados para la perfección"; el margen de error ha vuelto a reducirse recientemente y la caída se ha hecho mayor. Incluso si se materializan las menores expectativas de inflación, las posibilidades de que se produzca una nueva caída de los rendimientos son escasas, ya que es poco probable que el alrededor del dos por ciento que rendían los bonos del Estado alemán a diez años a principios de año sea suficiente para generar una rentabilidad real razonable.

**¿Cuál es la situación en otros países de la eurozona?**

De momento, apenas rinden ya, aparte de España, con un buen tres por ciento, e Italia, con casi un cuatro por ciento. Si la inflación no vuelve - como se espera - los bonos ligados a la inflación son la mejor opción. Aunque aquí los árboles tampoco crezcan hasta el cielo. Al fin y al cabo, los bonos italianos ofrecen un rendimiento real del dos por ciento, mientras que los bonos del Estado alemán ligados a la inflación sólo ofrecen un tipo de interés real del cero por ciento. Es significativo que el Ministerio Federal de Finanzas haya decidido no emitir más bonos ligados a la inflación en el futuro, ya que resultaría demasiado caro para el Estado en caso de tasas de inflación elevadas.

**Entonces, ¿se ha cerrado ya de nuevo la ventana de oportunidades para las inversiones en bonos?**

No, el aumento significativo de las fluctuaciones de los precios de los bonos sigue ofreciendo oportunidades, tanto de entrada como de recogida de beneficios. También hay segmentos del mercado con rendimientos más elevados que pueden aprovecharse con una cartera de bonos gestionada activamente.

**Muchas gracias por la entrevista.**

*Dr. Bert Flossbach es fundador y socio mayoritario de Flossbach von Storch AG.*

Kubilay Yalcin

# ¿Para qué seguir comprando acciones?

Tras las vertiginosas subidas de los tipos de interés, los bonos se han convertido en un firme competidor de las acciones. Hablamos de por qué sigue siendo importante invertir en acciones cuidadosamente seleccionadas de empresas de calidad y qué hay que tener en cuenta.

Tras las subidas de los tipos de interés acometidas por los bancos centrales, los bonos se han vuelto mucho más atractivos. Los valores seguros con vencimientos cortos ofrecen ya una rentabilidad superior al 3%, lo que hace que algunas inversoras e inversores se pregunten si sigue teniendo sentido asumir el (supuesto) riesgo que conlleva invertir en acciones.

## CALIDAD QUE MERECE LA PENA

Mientras que la renta fija ha ganado en atractivo, el aumento de la rentabilidad de los bonos está haciendo mella en la valoración de las acciones. La mayoría de las veces se necesita un tiempo para que el mercado bursátil digiera la subida de los tipos, aunque es probable que ya hayamos recorrido buena parte del camino. Pero que los tipos de interés sigan subiendo no significa que caigan las cotizaciones a medio o largo plazo, al menos en el caso de las empresas de calidad cuidadosamente seleccionadas cuyos beneficios aumentan de manera constante y que, por tanto, pueden compensar con creces cualquier descenso moderado de su valoración. No en vano, que haya tasas de inflación permanentemente altas puede traducirse en un aumento de las ventas y de los beneficios para las empresas, al menos en términos nominales, lo que permite conseguir rentabilidades reales atractivas. Especialmente cuando las tasas de inflación suben o se mantienen altas, invertir en empresas ofrece – a diferencia de los bonos – una buena oportunidad para obtener rentabilidades reales atractivas que a la larga deberían superar a la renta fija.

Escoger empresas de alta calidad es uno de nuestros principios de inversión más importantes. Para nosotros, calidad significa tener la tranquilidad de que esas empresas, muy probablemente, van a seguir generando rendimientos atractivos en el futuro. De hecho, a largo plazo, la cotización de las acciones es un reflejo de los beneficios de las empresas, aunque a corto plazo ni siquiera las de calidad puedan evitar las fluctuaciones. Precisamente cuando el mercado está de capa caída es tanto más importante poder confiar en la calidad del modelo de negocio. Cuanto mayor es la calidad, más rápido suelen recuperarse las acciones, o así se ha demostrado al menos en varias de las crisis que ha atravesado el mercado, como la financiera o la del coronavirus. →

Especialmente cuando las tasas de inflación suben o se mantienen altas, invertir en empresas ofrece – a diferencia de los bonos – una buena oportunidad para obtener rentabilidades reales atractivas que a la larga deberían superar a la renta fija.



### SELECCIÓN DE EMPRESAS EN LA PRÁCTICA

Para encontrar empresas de calidad no basta con comparar cifras. Tampoco es suficiente con analizar de manera aislada las tendencias que parecen marcar el devenir de los mercados. Por ejemplo, antes de la crisis financiera, muchos bancos estadounidenses llevaban años aumentando sus beneficios sin interrupción. Sin embargo, esta evolución venía alimentada en parte por el éxito en la negociación de valores estructurados, a lo que se sumaban el escaso capital propio y las arriesgadas posiciones en operaciones por cuenta propia. Los beneficios se basaban en modelos de negocio susceptibles a las crisis. Algo similar sucedió con el cambio de milenio, cuando las quimeras sobre los beneficios futuros de algunas empresas tecnológicas hicieron a un lado el análisis crítico de los factores que realmente impulsan el valor de una empresa.

Por eso, a la hora de seleccionar las compañías de nuestras carteras, examinamos con lupa los modelos de negocio, intentamos comprender los factores de éxito y analizamos distintos escenarios para valorar las perspectivas de futuro. Buscamos empresas que tengan una probabilidad especialmente alta de generar rendimientos futuros atractivos. Apostamos sobre todo por empresas que ofrecen productos o servicios que no solo tienen un gran valor añadido para los clientes, sino que además presentan características distintivas que los hacen difíciles de reemplazar.

### EL PAPEL DE LOS SECTORES PROMETEDORES

En líneas generales, encontramos empresas de calidad en todo el mundo y en casi todos los sectores en los que, como mínimo, hay nichos que ofrecen un prometedor crecimiento a largo plazo. Sin embargo, como preferimos las empresas que se labran su propia suerte y cuyo éxito no depende tanto de la evolución de los mercados, en nuestras carteras tienen menos representación las compañías de sectores sensibles a la coyuntura económica.

En cambio, algunos inversores especulan selectivamente con la rotación de determinados sectores, porque estos se benefician en distinta medida de la evolución de la economía durante el ciclo económico, algo que gusta a los mercados financieros. Así, en épocas de supuesta bonanza, invierten en sectores procíclicos que se ven enormemente beneficiados por el auge de la economía, como pueden ser los productores de bienes de equipo o las materias primas. Cuando el boom se acerca a su fin y los valores procíclicos empiezan a flaquear, los reemplazan por sectores anticíclicos que no se ven afectados por la situación económica, como los fabricantes de alimentos o las empresas farmacéuticas.

El problema de esta estrategia es que, para que tenga éxito, es necesario adelantarse a los acontecimientos, pero es extremadamente difícil predecir cuándo va a entrar el mercado en una nueva fase. Hacer previsiones puntuales es casi

imposible, sobre todo a corto plazo; solo a largo plazo es posible calcular la evolución con cierta fiabilidad.

Los inversores que no lo omiten y confían, por ejemplo, en que seguirá subiendo el precio del petróleo o los tipos de interés se la juegan apostando a ciegas. Este planteamiento es diametralmente opuesto a nuestra estrategia de inversión, que se centra en ser partícipes del éxito de las empresas a largo plazo. Nosotros seleccionamos las empresas según criterios fundamentales y sin perder de vista la capacidad del equipo directivo para hacer frente a las crisis.

### LA GESTIÓN Y EL MODELO DE NEGOCIO: EL SALVAVIDAS DE LAS CRISIS

Cuando las cosas se ponen difíciles, muchas veces nos preguntan por qué reestructuramos tan poco nuestras carteras de renta variable. Sencillo: porque estamos convencidos de que elegir modelos de negocio y equipos directivos con una larga trayectoria de éxito es la mejor forma de gestionar los riesgos. Nosotros esperamos que las empresas de alta calidad respondan a los desafíos de los mercados pensando en el beneficio de la compañía.

Este es el caso, por ejemplo, de algunas conocidas empresas tecnológicas que tenemos en cartera desde hace tiempo. Estas compañías presentan ciertas características, como un elevado crecimiento estructural y una buena capacidad de negociación frente a clientes y proveedores, dado que sus productos suelen ser difíciles de reemplazar. Con la crisis del coronavirus, las expectativas suscitadas por el ritmo de digitalización se dispararon y, con ello, la cotización de muchas acciones del sector. Como parecía que la demanda iba a multiplicarse, algunas multinacionales de TI se prepararon para aumentar a lo grande su capacidad. Pero las cosas no salieron como se esperaba y la previsión de una altísima demanda de servicios digitales resultó ser errónea (al menos en la medida prevista).

Sin embargo, estas empresas reaccionaron con rapidez a ese fallo de previsión y redujeron de nuevo su capacidad. Al mismo tiempo, el sector se vio mucho menos afectado por el disparo generalizado de los costes debido a la inflación, lo que permitió incluso que los márgenes siguieran aumentando gracias también al continuo crecimiento de la demanda y a unos costes más bajos. Pero hay años en los que incluso el rendimiento de las acciones de calidad cuidadosamente seleccionadas se queda rezagado respecto al conjunto del mercado. También cabe la posibilidad de que las cotizaciones se desplomen de forma pasajera, porque el sentimiento del mercado suele determinar su evolución a corto plazo. Por eso, tener paciencia es fundamental para invertir. A largo plazo, sin embargo, lo que cuentan son los datos económicos. Con una cartera de empresas de calidad cuidadosamente seleccionadas, las inversoras y los inversores pueden mirar tranquilos hacia el futuro. ♦

Nosotros esperamos que las empresas de alta calidad respondan a los desafíos de los mercados pensando en el beneficio de la compañía.

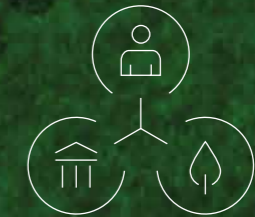
Kubilay Yalcin es Portfolio director en Flossbach von Storch AG.

MI VERDE.

¿NUESTRO VERDE?

TU VERDE.

Theresa Eyerund



En el sector financiero (y no solo en él), los criterios ASG\* y la sostenibilidad entrañan conflictos y frustraciones, entre otros motivos porque a la psique humana le gusta tener las cosas claras. Pero esto no es posible en esos dos temas, por mucho que los reguladores, las agencias de calificación y los expertos en marketing intenten hacernos creer lo contrario.

\* ASG son las siglas de ambiental, social y gobierno corporativo (en inglés, environmental, social y governance, ESG).

Imagine que se pone a ojear los titulares de la sección de economía de un gran diario y lee algo así: «Deniegan un préstamo a un fabricante de aerogeneradores por motivos de sostenibilidad». ¿Cuál sería su primera reacción? ¿Incredulidad, confusión, curiosidad?

La valoración espontánea de una situación o información influye más de lo que creemos en nuestra confianza y comprensión a largo plazo. En el caso de conceptos relativamente nuevos como los bonos verdes, los fondos climáticos o las finanzas sostenibles, también solemos tener una idea inicial de lo que debería haber detrás de ellos. Pero ¿qué pasa cuando esta primera impresión es engañosa?

Por lo general, la imagen que se asocia con lo «verde» representa tan solo un aspecto de lo que comúnmente se entiende por sostenible. Las definiciones de sostenibilidad suelen recoger aspectos tanto ecológicos como sociales y económicos, un planteamiento polifacético que es fuente de complejidad.

Independientemente del número y el tipo de dimensiones que pretenda aunar una definición de sostenibilidad, todo se reduce a lo mismo: se trata de objetivos que la sociedad considera deseables. Sin embargo, lo que se considera socialmente deseable o se ve como una actividad positiva depende siempre del punto de vista. Ahí entran en juego diversos factores, como las ideas políticas, el nivel de conocimientos, las experiencias personales, la procedencia, la edad o los ingresos, por no hablar de los acontecimientos que suceden a nuestro alrededor en todo el mundo. En tiempos de guerra y de crisis se tiene otra visión de la sostenibilidad.

### UNA CUESTIÓN DE PERSPECTIVA

Además, las facetas de la sostenibilidad pueden ser independientes e incluso llegar a chocar entre sí. Por ejemplo, es muy probable que las medidas de protección medioambiental generen costes que pueden afectar a la dimensión económica de una empresa o de una persona.

Por el contrario, las medidas necesarias de ahorro de costes pueden exigir despidos que repercutan negativamente

en el aspecto social. Aunque las distintas dimensiones no entren en conflicto directo, cabe la posibilidad de que se contrapongan en cierta medida. Así, a una empresa muy concienciada con las medidas ecológicas puede que se le reproche no atender debidamente las cuestiones sociales. Priorizar o dar más valor a un aspecto que a otro es una cuestión de metodología o, como se ha explicado anteriormente, de perspectiva.

En el caso de las empresas, se añade otro factor que complica la ecuación, y es que su imagen pública de sostenibilidad tiene dos vertientes: los productos y servicios que ofrecen, por un lado, y las condiciones de producción en la propia empresa y a lo largo de la cadena de suministro, por otro.

¿Una empresa sostenible es aquella que ofrece productos que actualmente se ven con buenos ojos, como los coches eléctricos? ¿O es aquella que consigue fabricar sus productos o prestar sus servicios utilizando pocos recursos y en las mejores condiciones posibles? En ocasiones puede haber enormes diferencias entre ambos planteamientos.

### MÁS ALLÁ DEL BIEN Y DEL MAL

Dicho de otro modo: en cuestión de sostenibilidad, no es posible trazar una clara línea divisoria entre lo bueno y lo malo, lo limpio y lo sucio, lo blanco y lo negro. Y eso que el ser humano, en principio, es capaz de resolver problemas mucho más complejos.

La ambigüedad es algo que a la psique humana le cuesta tolerar. La capacidad de aceptar y soportar circunstancias ambiguas o contradictorias, situaciones inciertas e inseguras, y de no percibir las como una amenaza se denomina también «tolerancia a la ambigüedad», un esfuerzo que resulta agotador y muchas veces se traduce en la ausencia de una línea clara de actuación.

Por eso, la gente intenta resolver la información contradictoria, o bien la omite desde el principio. Esto tiene dos objetivos fundamentales: ahorrar recursos cognitivos y mantener una autoimagen positiva.

### CLARIDAD AMBIGUA

El afán de claridad llega a tal punto que las personas tienden a omitir la información que no cuadra con sus ideas y a prestar más atención a los datos que encajan con la visión del mundo.

Si mi experiencia con un proveedor o una empresa ha sido buena (y no solo en cuestiones ASG), tenderé a fijarme más en la información que dice que esa empresa hace un uso responsable de los recursos que en la información contraria. Y al revés: la información positiva sobre una empresa o proveedor de dudosa reputación o que tiene fama de «sucio» se ignora o se relativiza de manera inconsciente.

Sobre todo, cuando no tenemos tiempo (o ganas) de profundizar en el tema, utilizamos atajos mentales para formarnos una opinión rápida y lo suficientemente buena. El efecto halo dice que las personas tienden a inferir las características de los demás basándose en un solo atributo del individuo, aunque dichas cualidades no tengan nada que ver entre sí. Por ejemplo, si una persona nos parece simpática, pensaremos también que es sociable y con capacidad de liderazgo.

El «halo» eclipsa a la persona en nuestra percepción. Lo mismo sucede a la inversa: el sambenito que le colgamos a alguien basándonos en un rasgo negativo resulta difícil de separar de otras áreas de su personalidad.

En el contexto ASG, esto puede hacernos creer que, si una empresa tiene una imagen particularmente ecológica, también está comprometida con aspectos sociales o económicos. Tendemos a hacer una valoración coherente.

Cuando es necesario formarse un juicio rápido, buscamos pistas y las ponemos en relación con la información disponible. Esto no significa que no se puedan cambiar las opiniones establecidas, sino que nuestro sistema inmunitario psicológico intenta de mil maneras creativas sopesar y categorizar la información contradictoria para que no suponga una amenaza para nuestra autoimagen ni nuestra visión del mundo.

### NOS LO PONEMOS (DEMASIADO) FÁCIL...

Que la sostenibilidad tiene varias facetas no es ninguna novedad. Es completamente lógico que intentemos simplificar el tema para hacerlo más digerible, una tarea que a las agencias de calificación se les da especialmente bien.

Al igual que el sistema Nutriscore o el semáforo nutricional, las etiquetas, sellos o calificaciones ASG son un intento de condensar en un solo valor diversas características más o menos positivas o negativas. El sistema Nutriscore puntúa los alimentos en varias categorías (calorías, azúcares, ácidos grasos saturados y sodio/sal) y en función del resultado les otorga una calificación que va de la A a la D. Sin embargo, una dieta equilibrada no consiste únicamente en consumir productos tipo A (el salmón, por ejemplo, tiene una calificación D). Comparar distintas categorías de alimentos, como los lácteos y el muesli, tampoco sirve de mucho. Las calificaciones ASG condensan datos sobre aspectos ambientales, sociales y de gobierno corporativo y establecen una escala que va, por ejemplo, de la A a la E.

El ansia de claridad y sencillez explica la gran popularidad de los rankings, las calificaciones y los sellos, que aglutinan una gran cantidad de información en una simple cifra o letra. De esta manera, nuestro cerebro encuentra una respuesta rápida y no tiene que buscar información ni pararse a ponderarla. La metodología que subyace a una clasificación o calificación es irrelevante, como también se trata de si realmente se pueden valorar numéricamente determinados aspectos.

Otra forma de simplificación que nos encanta son los catálogos de criterios que sirven para valorar algo con claridad. En el sector financiero se conoce como «taxonomía». La taxonomía de la UE tiene por objetivo identificar las actividades económicas que se consideran sostenibles para canalizar hacia ellas los flujos de capital. Esto conlleva un proceso de negociación política que desemboca en una decisión que no todos comparten, pero a la que se ha llegado mediante un proceso transparente y que, por lo pronto, es válida. →

Las simplificaciones, las definiciones y las pautas claras son importantes para tener algo a lo que aferrarse en el tema de la sostenibilidad.

Todo lo que figura en esa lista se considera sostenible, lo que no significa que lo que no aparece en ella no lo sea. Dado que actualmente la taxonomía solo se refiere a aspectos ecológicos, por lo menos no existe el problema de que presente varias aristas. El problema de la perspectiva también queda resuelto gracias a la categorización.

Que este proceso no siempre se desarrolla en armonía puede verse claramente en el debate sobre cómo categorizar la electricidad generada a partir de la energía nuclear y el gas, un debate en el que ha habido muchos tira y afloja. Al final, ambas tecnologías se clasificaron como tecnologías de transición necesarias en determinadas condiciones y, por lo tanto, sostenibles en el sentido de la taxonomía.

Estos ejemplos demuestran que las simplificaciones, las definiciones y las pautas claras son importantes para tener algo a lo que aferrarse en el tema de la sostenibilidad. Un exceso de inseguridad o exigencia – como revelan las observaciones sobre el comportamiento de los consumidores – también puede derivar en reticencias y posiciones enquistadas. No obstante, la aparente claridad no evita la frustración ni la necesidad de explicaciones.

LA NECESIDAD DE MANTENER LA DIFERENCIACIÓN

Las clasificaciones ASG sirven para hacer una valoración rápida y aproximada, pero no para obtener una imagen diferenciada de las distintas características. Utilizar puntuaciones sin comprenderlas entraña el riesgo de que se pierda la confianza.

Para los inversores, por ejemplo, puede ser decepcionante que una empresa con una buena calificación ASG se envuelva de repente en un gran escándalo, aunque el riesgo de escándalo no se tuviera en cuenta al otorgar la calificación. Aquí vuelve a producirse una disonancia cognitiva: la nueva información no encaja con la imagen que tenemos de la empresa. Un acto reflejo típico consiste en cuestionar la calidad de la calificación en vez de admitir que simple y llanamente no era adecuada para formarse una opinión sólida.

La frustración llega también cuando se invierte en fondos de impacto o productos sostenibles, pero estos registran a largo plazo una menor rentabilidad que los fondos «convencionales» o «sucios». Pocas cosas causan frustración en los experimentos con bienes colectivos que la sensación de contribuir al objetivo común mientras todos los demás no solo no lo han hecho, sino que encima se benefician de tu propia aportación. La llamada «tragedia de los comunes» (tragedy of the commons) muestra lo rápido que esto puede derivar en una espiral descendente en la que al final nadie quiere utilizar los recursos para alcanzar los objetivos de la comunidad y, por lo tanto, ya nadie se beneficia de esos objetivos. Una situación en la que todos salen perdiendo.

Como la frustración tampoco es un estado que la gente pueda (o quiera) soportar durante mucho tiempo, las reacciones (psicológicas) a veces son drásticas: renuncia y rechazo totales a la integración de criterios de sostenibilidad o sublimación moral y priorización absoluta del tema, lo que a su vez genera reactividad en otros ámbitos. Ambas reacciones pueden poner en peligro el verdadero propósito: armonizar las actividades económicas con los objetivos socialmente deseables. La transparencia y el diálogo sobre las distintas sensibilidades y puntos de vista – mi verde y tu verde – y la voluntad de integrar la nueva información en las opiniones propias son, por ende, indispensables para seguir trabajando de forma constructiva por un mundo más sostenible. ♦

Theresa Eyerund es analista de investigación en Flossbach von Storch.

→ A LARGO PLAZO

Allerwohlst werde  
Ansehen zu  
einer Alternative

Alte Money not War

Alten  
das so  
Lore  
a die  
Pard  
Bondsatz

La Zukunftsfähigkeit

What you pay  
Value  
What you get

auch wir müssen  
uns möglichen  
Disruptionen stellen  
und unser Weltbild  
sowie unsere  
Anlagestrategie  
ständig überdenken



El tiempo es el factor decisivo a la hora de invertir dinero. Se necesita paciencia. Lo que parece tan sencillo es en realidad tan difícil. Un alegato a favor de una estrategia de inversión a largo plazo.

Suelen ser las cosas malas las que se nos quedan grabadas. El lunes negro, por ejemplo. O los atentados terroristas del 11 de septiembre de 2001 y la recesión económica de los años siguientes, aunque desencadenada por otros factores. No menos memorable es la desaparición del banco de inversión estadounidense Lehman Brothers (2008) y sus consecuencias. O el brote de un nuevo tipo de coronavirus a finales de 2019: todos ellos acontecimientos que han hecho temblar los mercados bursátiles en las últimas décadas y han destruido activos por valor de billones de euros en todo el mundo, al menos temporalmente.

Los inversores están aún más inquietos estos días: por el «giro de los tipos de interés» y sus posibles consecuencias. Por las guerras en Ucrania y Oriente Medio. O por las próximas elecciones presidenciales en EE.UU. y la actual escalada potencial del conflicto entre EE.UU. y China. A la vista de la experiencia acumulada, la conclusión es que el próximo desplome bursátil no tardará en llegar. Todo es cuestión de tiempo. ¿La reciente fuerte subida de los precios de las acciones? ¡Un último hurra!

SIN MIEDO A LAS PREVISIONES DE ACCIDENTES

Pero el futuro es incierto. Nadie puede predecirlo, aunque los conocidos pronosticadores y agoreros siempre pretendan hacerlo. Su modelo de negocio consiste en hablar del crash y predecirlo de nuevo cada año. Una posición de partida muy cómoda, por cierto, porque en algún momento tendrán razón. Por eso, el profeta del crash suele estar mucho mejor considerado que el que supone que las cotizaciones seguirán subiendo. A este último se le tacha rápidamente de optimista sin remedio, de soñador. Su caída es mucho más dura cuando se equivoca en sus previsiones.

Esto tiene mucho que ver con la psique de los inversores. Hay varios estudios sobre este tema, como los de los dos psicólogos Daniel Kahneman y Amos Tversky. Hace más de 40 años, demostraron que las pérdidas «perjudican» a los inversores mucho más que las ganancias los «deleitan».

Una receta sencilla contra el miedo crónico a la pérdida: observar la evolución a largo plazo de la cotización.

Por tanto, una pérdida de cien euros se percibe como un «cambio de valor» mayor que una ganancia de la misma cantidad. Como resultado, los inversores reaccionan de forma exagerada cuando las cosas se agitan en el mercado bursátil, o se mantienen alejados de él por miedo a posibles pérdidas.

### LO QUE AYUDA CONTRA EL MIEDO A LA PÉRDIDA

Existe una receta comparativamente sencilla para combatir el miedo crónico a las pérdidas: observar la evolución a largo plazo de las cotizaciones bursátiles, ilustrada en el gráfico 1 por el índice estadounidense S&P 500, uno de los más importantes del mundo. Los impactos a lo largo del tiempo, que siempre se perciben como acontecimientos muy drásticos en su momento y, por tanto, tienen un efecto disuasorio en retrospectiva, se relativizan cuanto más largo es el periodo que observamos. Los inversores no deben hacer otra cosa cuando invierten en acciones. Tener paciencia. No mire los precios de las acciones todos los días. En resumen, no deje que el ruido bursátil y el agitado vaivén le vuelvan loco tan rápidamente.

Para ello hay que tener tiempo. Porque sólo quien tiene tiempo puede ser paciente y esperar. Así que, si quiere invertir en acciones, debe poder prescindir del dinero que invierte durante al menos cinco años, preferiblemente mucho más, diez años o más. Warren Buffett, el famoso inversor de Omaha (Nebraska), decía que hay que comprar lo más barato posible y no volver a vender. No hay mejor manera de describir el factor tiempo en la inversión.

En el pasado, era comparativamente improbable que los inversores perdieran durante un periodo de diez años con una cartera ampliamente diversificada. En otras palabras: cuanto más largo sea el horizonte de inversión, mayores serán las posibilidades de obtener rendimientos adecuados. Esto es especialmente importante para los jóvenes. Animar a las personas que quieren hacer algo por su previsión para la vejez (llamémoslo mejor «previsión de futuro») y disponer de tiempo para ello.

Sin embargo, si tiene un horizonte de inversión mucho más corto, de uno o dos años por ejemplo, es mejor que se mantenga alejado de la bolsa. En caso de duda, esto sólo puede salir mal.

### LO QUE ES REALMENTE PELIGROSO PARA LOS INVERSORES

El problema para los inversores es que pocas veces ha sido tan importante invertir en renta variable como ahora. Los tipos de interés han subido recientemente, en algunos casos de forma acusada, sin duda. Sin embargo, dadas las perspectivas de inflación, en la gran mayoría de los casos difícilmente serán suficientes para mantener el poder adquisitivo de los activos a largo plazo se conserva. Al revés:

el poder adquisitivo disminuye, aunque el saldo de la cuenta de ahorro, es decir, la cifra, no disminuya. No son buenas perspectivas.

En nuestra opinión, quien quiera al menos preservar su patrimonio a largo plazo no puede evitar invertir parte de su patrimonio en activos tangibles líquidos, sobre todo en acciones de empresas de primer orden, en lugar de ponerlo en una cuenta de ahorro o en una cuenta de dinero a la vista. Sobre todo, como protección contra la expropiación progresiva.

Los inversores también deberían preguntarse si tiene sentido prestar todo su dinero a los bancos en un mundo de deuda en constante crecimiento. ¿O no sería mejor invertir en empresas, es decir, en capital productivo, y comprar así activos reales? ¿Participar en los beneficios en forma de dividendos?

Un buen ejemplo de enfoque de inversión a largo plazo es el Fondo Soberano Noruego, que desde 1996 destina los ingresos del negocio del petróleo y el gas del país al plan de pensiones de los noruegos; una gran parte del dinero se invierte en acciones. O el Banco Nacional Suizo (BNS). Para debilitar su propia moneda, el franco suizo, el banco central ha invertido repetidamente mucho en divisas extranjeras en los últimos años. En dólares estadounidenses y euros. Y no sólo invirtiendo en bonos de las respectivas zonas monetarias, sino también en acciones.

### ESPERAR OFERTAS ESPECIALES

Los inversores que disponen de tiempo no tienen por qué temer las fluctuaciones de los precios, ni siquiera los retrocesos importantes, siempre que la calidad de las empresas en las que invierten sea la adecuada. La competencia fundamental de un inversor es sopesar constantemente las oportunidades y los riesgos de las inversiones potenciales y existentes.

Esto a su vez requiere una comprensión comercial del riesgo, que a menudo se contradice con la interpretación del riesgo en los mercados financieros. Una caída significativa del precio de las acciones, por ejemplo, aumenta la volatilidad (fluctuaciones del precio) de una acción. Desde la perspectiva de los partidarios de la teoría de carteras, esto también aumenta el riesgo, aunque el precio sea ahora mucho más bajo. Para el inversor con mentalidad comercial, en cambio, es al revés: un precio de entrada más bajo significa un riesgo menor porque aumenta el rendimiento potencial - siempre que nada haya cambiado en el fondo de la empresa.

En su opinión, las fluctuaciones de precios no son malas. Al contrario. Le traen ofertas especiales de vez en cuando - esto se aplica tanto a las acciones como a los bonos. Como todos sabemos, el beneficio está (también) en la compra. Desde esta perspectiva, una corrección en los mercados de valores debería ser una buena oportunidad para los inversores a largo plazo.



Gráfico 1  
A pesar de todas las crisis, el éxito de una inversión depende en gran medida del tiempo que le dedique a su estrategia de inversión  
Índice S&P 500 (escalado log.)

Fuente: Refinitiv, Flossbach von Storch, datos a 31 de diciembre de 2023

El rendimiento histórico no es indicativo del rendimiento actual o futuro

Los inversores que tengan tiempo deben prepararse no tienen que temer las fluctuaciones de los precios, ni siquiera antes de contratiempos significativos.

# EN CUALQUIER SITUACIÓN

Bert Flossbach y Kurt von Storch fundaron

Flossbach von Storch AG hace 25 años.

Aún hoy sigue estando marcada por el cambio de milenio, con el auge y la caída de las puntocom.

Hacemos un viaje al pasado... y regresamos al futuro.





Primer año de Flossbach von Storch AG. Los clientes son testigos de una impresionante subida de las cotizaciones de dos cifras de media. Lo que desde la perspectiva actual suena más que respetable es en estos momentos un problema, porque la cotización de las empresas tecnológicas, representadas en Alemania por el Nemax 50, el índice del Nuevo Mercado, se dispara hasta niveles estratosféricos. Incluso el índice de referencia del mercado bursátil alemán, el Dax, parece no tener freno gracias a un integrante relativamente nuevo: Deutsche Telekom. Aunque los resultados del grupo empresarial son mucho peores que los del año anterior, la acción se revaloriza nada más y nada menos que un 150% en doce meses.

Las expectativas de los inversores son enormes. Aspiran a hacerse ricos de la noche a la mañana, y si puede ser más rápido, aún mejor. Bert Flossbach y Kurt von Storch se ven obligados a responder a muchas preguntas, pero sobre todo a una: ¿por qué son tan reacios a invertir en empresas tecnológicas? Al fin y al cabo, internet es el futuro. No hay vuelta de hoja.

«La evolución explosiva de la cotización de muchas empresas tecnológicas y de internet, que en muchos casos ha comportado subidas de más del 100%, quizá sea el mayor fuego de artificio de todos los tiempos, pero también, en algunos casos, la mayor exageración», escribe Bert Flossbach en su informe sobre el mercado de capitales de 1999.

**«ALGO ASÍ NO DEBERÍA VOLVER A PASARNOS»**

La presión de los clientes crece con cada punto que ganan el Nasdaq y el Nemax. La situación llega a ser casi insostenible; a fin de cuentas, la joven empresa no quiere espantar a sus clientes, que todavía no son muchos. Así, en el año 2000, se reestructuran las carteras. Algunos fabricantes de bienes de consumo dejan paso a empresas tecnológicas estadounidenses. Sí, internet es el futuro.

Pero el futuro no tarda en verse superado por el presente. La euforia de las puntocom se evapora.

Para cuando los terroristas estrellan dos aviones contra el World Trade Center de Nueva York el 11 de septiembre de

2001, el mundo ya tiene otros problemas. «Aquella experiencia nos enseñó a ser humildes —dice hoy Kurt von Storch—. Tuvimos que admitir que habíamos formado parte de una burbuja, y algo así no debería volver a pasarnos».

El cambio de milenio, sobre todo los años siguientes, deja huella en la empresa. A principios de 2003, las cotizaciones siguen cayendo en picado. EE. UU. invade Irak; además, su economía está sumida en una profunda recesión. En Europa, la situación no es mucho mejor. En especial Alemania y sus empresas atraviesan dificultades. Se habla del enfermo de Europa, incluso más que hoy. El recuerdo del estallido de la burbuja de internet y del 11S está muy presente. El agónico canto del cisne del mercado bursátil desespera a los accionistas. Muchos tiran la toalla exasperados.

En este momento, Flossbach von Storch gestiona exclusivamente patrimonios de particulares acaudalados, entre ellos muchos empresarios. Hace tiempo que la euforia se ha convertido en pánico. «Los clientes nos preguntaban entonces si había alguna inversión que pudiera resistir todas las crisis y catástrofes —comenta Kurt von Storch—. Y nuestra respuesta era: no la hay, aunque ya nos gustaría».

**CONSTRUIR CORTAFUEGOS**

Los riesgos no siempre pueden evitarse. Por cada activo existen escenarios catastróficos difíciles de prever para los inversores. Pero lo que sí podemos hacer es tratar de entender los riesgos y sortear los peligros a los que se enfrenta un patrimonio a largo plazo. Construir cortafuegos.

Es en esos años cuando surge el pentagrama de Flossbach von Storch, cinco principios probados en la práctica que debían servir para evaluar todas las decisiones de inversión. Von Storch está convencido de que seguirlos sistemáticamente es la mejor manera de mantener a salvo el patrimonio a largo plazo (gráfico 1). Bert Flossbach dice que es una estrategia de inversión «para todos los supuestos».

La **diversificación** es una de esas cinco reglas de oro, quizá la más importante. Conviene que el patrimonio esté siempre bien repartido, es decir, no tenerlo todo en la cuenta de ahorro, ni en renta fija, ni en renta variable, ni en metales

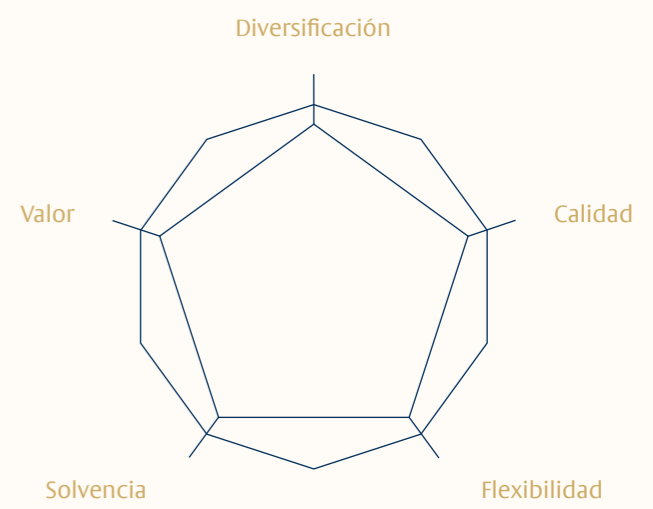


Gráfico 1  
**El pentagrama de Flossbach von Storch**  
Cinco directrices para las decisiones de inversión



preciosos. La diversificación responde a la idea de que el inversor no puede predecir el futuro, pero sí puede prepararse —dentro de lo humanamente posible— para afrontar todo lo que venga.

Pero diversificar no significa solo distribuir el patrimonio entre distintas clases de activos y valores; eso sería quedarse muy corto. Diversificar adecuadamente el patrimonio significa también repartirlo entre distintas monedas. A los inversores de la zona euro, por ejemplo, les conviene no tener todo el dinero en su propia moneda, sino también en divisas «más fuertes», en zonas monetarias menos endeudadas, por decirlo grosso modo.

Sin embargo, las divisas tienen otro componente: lo que importa no es solo la moneda en la que cotiza el bono o la acción que adquiere el inversor, sino también en qué moneda desarrolla la mayor parte de su actividad la empresa que emite esas acciones o bonos. Así pues, la evolución del tipo de cambio es determinante, por ejemplo, para las perspectivas de beneficios de una multinacional de la zona euro que obtenga la mayor parte de su cifra de negocios en el área del dólar estadounidense (y que cobre en dólares). El inversor también debe tener esto en cuenta en sus decisiones de inversión.

Pero aun habiendo hecho todo esto (diversificar el patrimonio entre distintas clases de activos, títulos y divisas), falta otra cosa: encajar correctamente las piezas del puzzle. ¿Cuántas acciones hay que tener en la cartera para multiplicar las probabilidades de mantener el poder adquisitivo a largo plazo? ¿Qué pasa con la cuota de renta fija, que se supone que debe estabilizar la evolución de la cartera? ¿Cuál debe ser la proporción de oro (también con respecto a las demás clases de activos) para que el metal precioso pueda cumplir su función de seguro? Y por último, pero no menos importante: ¿qué nivel de fluctuación es capaz de tolerar el inversor?

La composición de una cartera depende del entorno del mercado de capitales y debería ser flexible para que pueda adaptarse conforme pase el tiempo. A fin de cuentas, el entorno puede cambiar. O, mejor dicho: seguro que va a cambiar.

### PRECIO NO ES LO MISMO QUE VALOR

Otra característica fundamental de una estrategia de inversión sólida es la **calidad** de los activos en los que se invierte. En la bolsa, apostar por tendencias coyunturales suele ser como echar una moneda al aire y no tiene nada que ver con invertir a largo plazo. Es mucho más importante fijarse en la esencia de la inversión, en el nivel de ingresos que genera con el tiempo y, sobre todo, en su previsibilidad.

Por eso, los inversores deberían preguntarse siempre una cosa: ¿cómo de sólido es el modelo de negocio de la empresa y los ingresos que genera? ¿El equipo directivo es competente o está formado en su mayoría por charlatanes y vendehúmos? A largo plazo, lo que prevalece es la calidad, también a la hora de invertir. ¡Y más en situaciones de crisis! Así pues, los inversores deberían dirigir su atención hacia empresas cuyos modelos de negocio y balances sean tan sólidos que puedan salir casi indemnes incluso de las grandes crisis. O mejor aún: que salgan de ellas más fuertes.

La **flexibilidad** es igual de importante: solo con un colchón de liquidez se pueden aprovechar las oportunidades de inversión cuando se presentan, y esto pasará antes o después. Pero no basta con eso: el concepto de flexibilidad y, por ende, el de liquidez deben entenderse de manera más amplia. Antes de comprar cualquier activo que pueda ser interesante para el inversor, debe comprobarse si será fácil venderlo en caso necesario. ¿De qué sirve una inversión por lo demás interesante si no hay mercado para ella cuando hace falta?

Asimismo, los inversores deben prestar atención a la **solven-****cia**, no solo la suya propia, sino también la de las empresas cuyas acciones o bonos adquieren. La solvencia es la condición necesaria para tener independencia y capacidad de actuación; en cambio, el elevado endeudamiento es la causa más frecuente de quiebras y pérdidas patrimoniales. Esto también se nota más en épocas de crisis.

El precio es lo que pagas; el **valor** es lo que recibes a cambio. Al igual que hacen los buenos comerciantes cuando compran y venden sus productos, los inversores deberían analizar detenidamente el valor de las empresas en las que desean invertir. ¿Quizá el precio es muy superior al valor del activo? ¿O, por el

contrario, es adecuado (o mejor aún: inferior al valor real)? Los inversores nunca deberían dejarse llevar por los excesos de las bolsas, sino dirigir su atención al valor real de los activos.

### UNA INVERSIÓN PARA NO PONERSE NERVIOSO

Diversificación, calidad, flexibilidad, solvencia y valor: estos son los principios que desde entonces se aplican a todos los mandatos y fondos de inversión de Flossbach von Storch AG, incluida la estrategia Multiple Opportunities, la más conocida en la actualidad y reflejo de la filosofía de la empresa.

Inicialmente el fondo estaba pensado para la gestión del patrimonio de los fundadores de la empresa y de sus familiares, amigos y allegados; hoy, la estrategia acumula unos 35.000 millones de euros, el dinero de más de un millón de inversores; no solo en Alemania, sino también en España, Italia, Bélgica, Suiza, Portugal, Austria, Luxemburgo y Liechtenstein.

Ningún estrategia de la gestora comparte el objetivo de batir a un índice (da igual cuál); la gestión del fondo tampoco utiliza ningún índice como referencia. Lo que pretenden es más bien obtener una rentabilidad atractiva a largo plazo para los inversores. Este también es el caso de la estrategia Multiple Opportunities. En los años bursátiles buenos, sobre todo en las fases de repunte alcista, es probable que la estrategia se quede rezagada con respecto al conjunto del mercado; en los años malos, en cambio, es de esperar que obtenga resultados (mucho) mejores. Una «inversión básica» que intenta aprovechar al máximo el potencial de rentabilidad en todo el mundo y que mantiene a raya los nervios de los inversores en tiempos de turbulencias bursátiles: de eso se trata, al menos.

Eso es exactamente lo que hace la estrategia en los años siguientes, durante los cuales queda probada la eficacia de esos férreos principios de inversión. Cuando el mercado inmobiliario de EE. UU. se hundió en 2008, la recién lanzada estrategia Multiple Opportunities tiene que demostrar que es capaz de resistir incluso las grandes tormentas bursátiles.

La crisis financiera es una «crisis del siglo». Durante años, los bancos, sobre todo las entidades estadounidenses, se habían dedicado a meter infinidad de préstamos hipotecarios de

Ningún estrategia de la gestora comparte el objetivo de batir a un índice. Lo que pretenden es más bien obtener una rentabilidad atractiva a largo plazo para los inversores.



Gráfico 2  
El euro, en peligro (parte 1)  
Evolución de la rentabilidad de los bonos soberanos griegos a 10 años

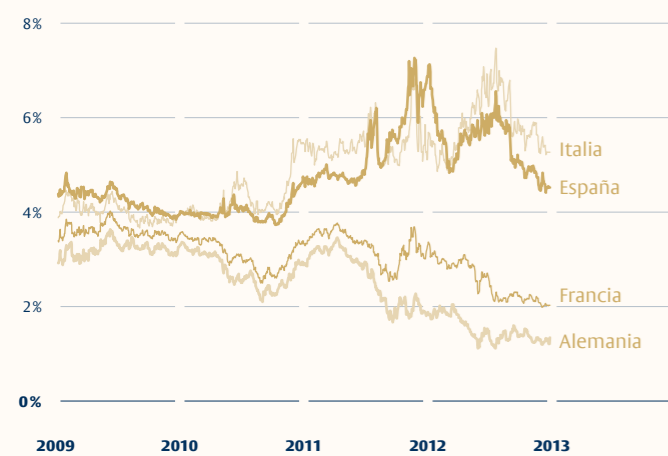


Gráfico 3  
El euro, en peligro (parte 2)  
Evolución de la rentabilidad de la deuda pública europea a 10 años

Fuente: Refinitiv, Flossbach von Storch, datos a 31 de diciembre de 2023

El rendimiento histórico no es indicativo del rendimiento actual o futuro.

baja calidad en títulos estructurados y los habían vendido a inversores de todo el mundo. Las grandes agencias de rating, a su vez, habían otorgado a esos valores la máxima calificación. Estas calificaciones, junto con la perspectiva de obtener suculentos beneficios, dispararon la demanda.

#### «LA CUENTA DE AHORRO ESTÁ A SALVO»

A medida que los tipos de interés suben en EE. UU., se multiplican los impagos de hipotecas y el castillo de naipes empieza a desmoronarse. Una catástrofe a cámara rápida. Bert Flossbach señala: «*Resulta que intentar convertir el estiercol en oro no era (como siempre) una buena idea.*»

Afloran los recuerdos de la Gran Depresión de los años treinta. Caen bancos de todo el mundo, como el icono estadounidense Lehman Brothers. O tienen que ser nacionalizados, como la entidad alemana Hypo Real Estate. Las cotizaciones se desploman en las bolsas internacionales.

El 5 de octubre, en el punto álgido de la crisis, la canciller alemana, Angela Merkel, y su ministro de Finanzas, Peer Steinbrück, plantados delante de las cámaras y de una lluvia de flashes, se ven obligados a ofrecer una garantía para todos los depósitos en cuentas corrientes, de ahorro y a plazo. El mensaje: ¡vuestro dinero está a salvo, queridos ahorradores! Por suerte, esta «garantía» no ha tenido que ponerse a prueba (hasta la fecha).

A finales de 2008, el índice de renta variable MSCI World acumula pérdidas de casi el 40%. Los bonos corporativos también se vienen abajo, al igual que algunos bonos soberanos de los países periféricos del euro. La estrategia Multiple Opportunities también sufre pérdidas, pero alcanza un resultado mucho mejor de lo que cabe esperar en este entorno de mercado.

#### UNA TRAGEDIA, NO SOLO PARA GRECIA

Y lo que es más importante: la cartera en su conjunto es sólida y los títulos que la componen tienen una alta calidad. Gracias a ello, la estrategia participa de la vertiginosa recuperación de las cotizaciones en la segunda mitad de 2009. Y es que las acciones de las empresas buenas son como un

#### CUESTE LO QUE CUESTE...

La crisis amenaza con agravarse hasta que Mario Draghi, el recién nombrado presidente del Banco Central Europeo (BCE), llama al orden a los mercados. En el verano de 2012, durante un discurso pronunciado en Londres, deja caer que el BCE hará todo lo necesario para salvar el euro. «*Whatever it takes*», cueste lo que cueste. Esas palabras pasarán a los anales de la historia.

El mensaje no cae en saco roto: las primas de riesgo de los bonos de los países más endeudados de la eurozona retroceden con fuerza. De momento, el euro está a salvo.

La promesa de rescate de Draghi pretende dar tiempo a los gobiernos para que aprueben las reformas necesarias y así proteger la eurozona frente a cualquier tormenta, o al menos esa es la intención del entonces responsable del BCE. Sin embargo, no cumplirá su objetivo.

La estrategia Multiple Opportunities sale de la crisis del euro prácticamente indemne. Una vez más, lo salva su apuesta por la calidad, especialmente en la renta variable. Y otra cosa: el oro. Para Flossbach von Storch, el metal precioso es la moneda de último recurso, un seguro contra los riesgos conocidos y desconocidos del sistema financiero. El oro siempre se mantiene fuerte cuando las divisas flaquean. Y, en este momento, el euro flaquea mucho. En el verano de 2010, más del 10 por ciento del capital de las estrategias mixtas de la empresa está invertido en oro.

También ayudan —una vez más— los principios de inversión de Flossbach von Storch. Fijémonos, por ejemplo, en el principio de diversificación: no es recomendable que los inversores de la zona euro tengan todo su patrimonio en la moneda única, cuyos puntos débiles se miraron con lupa en aquellos años. Por eso, la gestión del fondo decidió no cubrir del todo las monedas extranjeras, como el dólar estadounidense, el franco suizo o la corona noruega. Ni entonces ni ahora: aunque la eurozona parezca bastante estabilizada en 2023, siguen existiendo los riesgos que entraña una unión monetaria muy heterogénea.

Que la zona euro siga viva es sobre todo (incluso podríamos decir que exclusivamente) mérito del BCE. Con sus paquetes de rescate y compras masivas de bonos, baja a cero el tipo

tentetioso: aunque su cotización pueda llegar a caer con fuerza cuando la bolsa se tambalea, suelen recuperarse mucho más rápido que las de las empresas menos buenas. El año terminará en positivo, con una subida de algo más del 39%.

Bert Flossbach, preocupado por la estabilidad del sistema bancario y financiero, no solo había vendido antes de hora las acciones financieras, sino que también había ido reemplazando sistemáticamente los depósitos bancarios por deuda pública alemana segura con vencimientos cortos.

En 2010, la crisis financiera amaina. Parece que ha pasado lo peor y la economía remonta el vuelo. ¿De verdad ha pasado lo peor? La atención se centra en los modelos de negocio de carácter más defensivo. En el primer informe del año sobre el mercado de capitales, Bert Flossbach escribe: «*Los bancos centrales han estabilizado superficialmente el sistema financiero y han hecho que desaparezcan los intereses de las inversiones seguras, pero también han disparado el endeudamiento público hasta niveles nunca antes vistos.*»

Las consecuencias no tardan en manifestarse en Grecia: a finales de 2009, la deuda pública del Estado miembro representa ya el 129% y la refinanciación es cada vez más difícil porque la rentabilidad de los bonos helenos no deja de subir. Crecen las dudas de los inversores.

Bert Flossbach vuela a Atenas para hacerse una idea de la situación de primera mano. Cuando aterriza en el aeropuerto a última hora de la tarde del 22 de abril, la rentabilidad de los bonos griegos a dos años se sitúa ya en el 10%. Al día siguiente, el Gobierno heleno pide ayuda por primera vez. Flossbach habla con numerosos empresarios, políticos, gente de la calle. Su veredicto es claro: la quiebra de Grecia es inevitable y prestar ayuda (financiera) ilimitada quizá no sea la mejor solución, porque beneficia sobre todo a los especuladores y no a los griegos.

Los paquetes de rescate se suceden sin descanso ...

Aparte de Grecia, los inversores tienen puesto el punto de mira en otros países de la eurozona: Portugal, Irlanda, España e Italia (gráfico 2 + 3). La crisis financiera se ha convertido en una crisis de deuda soberana, en una crisis del euro.

de interés y mantiene la deuda de los países del euro, que crece a velocidad de vértigo, dentro de límites financieros. Y cuando el dinero no cuesta nada, las deudas no duelen. Para los gobiernos del euro es una bendición: no necesitan hacer reformas ni aplicar políticas de austeridad, y las elecciones son mucho más fáciles de ganar cuando se hacen regalos. El BCE se convierte en una especie de gobierno en la sombra de la eurozona, y su presidente, Mario Draghi, en el canciller.

### CUANDO EL ENDEUDAMIENTO SALE GRATIS

Una y otra vez, los representantes del banco central se escuchan en el riesgo de deflación de la eurozona para justificar las compras masivas de bonos. Que esas compras son sobre todo un alivio para los ministros de Finanzas de los Estados miembros es algo que nadie dice públicamente. De hecho, el BCE tiene prohibido financiar a los países ...

En un encuentro con la prensa en Fráncfort, Bert Flossbach advierte entonces de las consecuencias de una política monetaria ultralaxa: tarde o temprano, la expansión masiva de la oferta monetaria empujará al alza las tasas de inflación, lo que a su vez podría ocasionar problemas sociales. La piedra angular de la estrategia de inversión sigue siendo la misma: activos reales líquidos de primera clase, sobre todo acciones y oro. ¡Protección contra una posible inflación!

Sin embargo, no son los precios de consumo los que subirán en los años posteriores (al menos de momento), sino los precios de los activos: acciones, bonos, inmuebles. El Flossbach von Storch Research Institute, un grupo de reflexión independiente cofundado en 2014 por el profesor Thomas Mayer, antiguo economista jefe de Deutsche Bank, confecciona ahora periódicamente el índice de precios de los activos, que en los años siguientes salta de máximo en máximo (gráfico 4). El tipo de interés es la fuerza gravitacional de los mercados internacionales de capitales, lo que determina la valoración de todas las inversiones. Y cuanto más bajo es el tipo de interés, más altas suelen ser.

En 2016, la rentabilidad del Bund alemán a diez años cae por primera vez por debajo de cero. Los bancos cobran intereses de penalización por los saldos en cuenta, algo que nunca había sucedido. ¡Bienvenidos al nuevo mundo! ¡Bienvenidos a Absurdistán!

### EL JUEGO PREFERIDO: EL BREXIT

En estos años, la principal preocupación para los inversores es distinguir lo importante de lo que no lo es. «Signal and Noise» es el título que Bert Flossbach da a uno de sus informes sobre el mercado de capitales, aunque la distinción se refiere únicamente a las posibles repercusiones en el mercado financiero y omite deliberadamente otros aspectos.

Fijémonos en nuestro ejemplo preferido: la decisión de los británicos de abandonar la Unión Europea. Para los mercados de capitales, el Brexit de 2016 no tuvo ninguna trascendencia a largo plazo, pero sí la tuvo para la relevancia política de Europa en el mundo.

Otro ejemplo es la anexión rusa de Crimea en 2014 en contra del derecho internacional: en su momento, las bolsas se hicieron eco de la ocupación, pero poco más. El bache de las cotizaciones se superó rápidamente. Sin embargo, desde el punto de vista (geo)político, podríamos apostillar que los gobiernos europeos, sobre todo el alemán, deberían haberse dado cuenta ya entonces de que Rusia, y en particular el presidente Vladimir Putin, no era el socio de confianza que la mayoría de la gente pensaba que era. Quizá podría haberse evitado el ataque de Rusia a Ucrania en 2022, aunque no deja de ser pura especulación.

### SEÑALES Y RUIDO

Los años 2014 a 2019 fueron buenos años para los inversores capaces de separar lo intrascendente de lo importante (¡el tipo de interés es la fuerza gravitacional!) y que no intentan adelantarse a los acontecimientos, aunque sabemos que es mucho más fácil decirlo que hacerlo.

El cataclismo —en todos los sentidos— llega en 2020. Un insignificante coronavirus, el covid-19, obliga al mundo entero a encerrarse en casa y pone en jaque a la economía mundial. Millones de personas mueren en todo el mundo y la vida pública se paraliza por un tiempo. En las bolsas, las cotizaciones caen más rápido que nunca. En apenas unas semanas, el índice de renta variable MSCI World pierde cerca del 34% (gráfico 5).

Cuando el 23 de febrero se registran las primeras muertes en Europa, Bert Flossbach decide cubrir buena parte de las acciones de la estrategia Multiple Opportunities a través del mercado de futuros. En condiciones normales, prefiere ser prudente al usar instrumentos de cobertura, pero esta crisis no tiene relación con ninguna de las anteriores. Se impone la cautela, pensar en el largo plazo para amortiguar medianamente bien las drásticas caídas bursátiles. El oro también ayuda en esta fase.

La remontada de los mercados de capitales llega más rápido de lo que cabía esperar en un principio. En primavera, las cotizaciones ya empiezan a subir con fuerza. Una vez más, los bancos centrales intervienen para salvar los muebles. Junto con los gobiernos, van a por todas («all in»), como comenta Bert Flossbach en su informe sobre el mercado de capitales. Se aprueban enormes paquetes de ayuda y vuelven a ampliarse los programas de compra de bonos. Solo el Gobierno de EE. UU. inyecta en el primer trimestre dos billones de dólares, una parte de los cuales va a parar directamente a los hogares estadounidenses.

### COMO UN BOTE DE KÉTCHUP

En verano empiezan a deshacerse progresivamente las operaciones de cobertura de la estrategia Multiple Opportunities. Con demasiado tiento, dicho sea a toro pasado. Quizá también con demasiado retraso. Como resultado, el fondo se pierde parte del rally alcista. Bert Flossbach y su equipo lo asumen. Sencillamente, en esta fase hay demasiados imponderables sobre el curso de la pandemia. ¿Y si aparecen nuevas variantes del virus aún más agresivas y la investigación de las vacunas no sirve de nada? Lo último que conviene en una situación así es hacerse el héroe con el timing; es mucho más importante proteger el patrimonio de los clientes.

El cóctel de crisis —la pandemia, la guerra de Ucrania, la política monetaria flexible— también da un vuelco a la evolución de la inflación. Si antes subía sobre todo el precio de los activos, ahora los precios de consumo van por el mismo camino. Y, encima, con más fuerza, llegando incluso a superar el 10% dentro de la eurozona. Igual que cuando el ketchup sale disparado del bote. Semejantes tasas de inflación no se veían desde los años setenta.

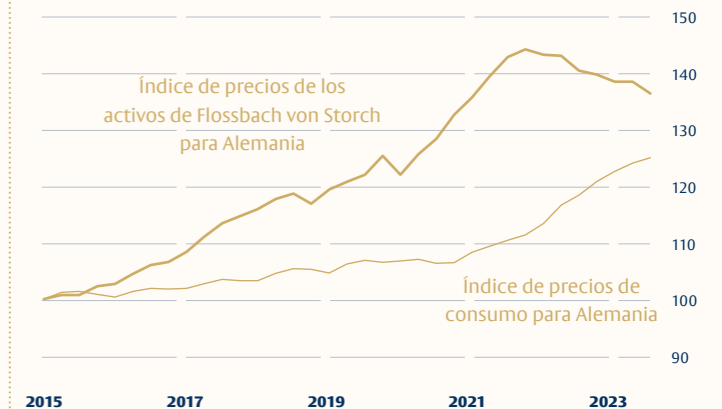


Gráfico 4  
El precio de los activos abre el camino ...  
... y los precios de consumo vienen después  
(ambos indexados al T1 2015 = 100)

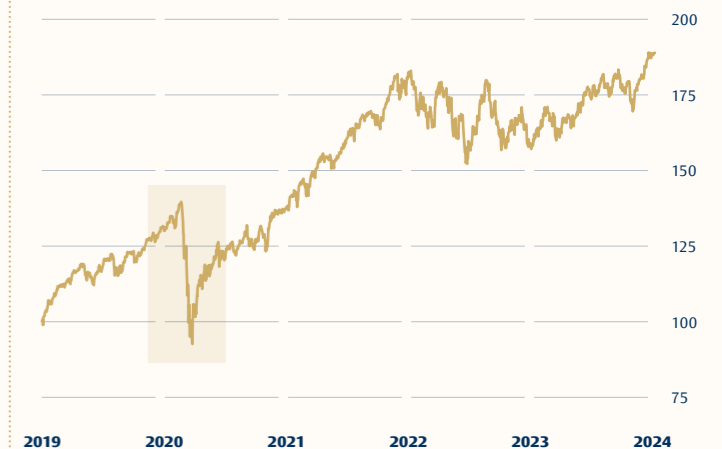


Gráfico 5  
El mundo se detiene, las bolsas se tambalean  
El covid-19 desata el pánico en las bolsas, pero por poco tiempo  
Índice MSCI World incl. dividendos netos en euros  
(indexado a 1 de enero de 2020 = 100)

Fuente: Refinitiv, Flossbach von Storch, datos a 31 de diciembre de 2023  
El rendimiento histórico no es indicativo del rendimiento actual o futuro.

La pandemia ha puesto patas arriba las cadenas de suministro en todo el mundo, lo que ha hecho que mengüe la oferta de bienes. La cruenta guerra de Rusia en Ucrania ha hecho que se disparen los precios de la energía. Y la política monetaria ultralaxa —unida a las ingentes ayudas públicas— ha hecho que la gente tenga suficiente dinero en el bolsillo, un dinero que tras el fin del confinamiento utilizan para comprar bienes que escasean, lo que hace que suban los precios.

En un principio, los grandes bancos centrales, con el BCE a la cabeza, consideran que el aumento de la inflación es un fenómeno pasajero. Pronto habrá pasado, no hay de que preocuparse. Pero yerran el tiro y se ven obligados a reaccionar deprisa y corriendo. En año y medio, en su intento por contener la inflación, los bancos centrales suben los tipos de interés oficiales a un ritmo nunca antes visto: el BCE, del 0% al 4,5%; la Reserva Federal (Fed) pasa incluso de una horquilla del 0-0,25% a una horquilla del 5,25-5,5%. El tipo de interés es la fuerza gravitacional de los mercados.

#### CON EL INTERÉS CASI A CERO, POCO HAY QUE RASCAR

Enseguida se ve afectada la cotización de los bonos: los bonos alemanes a diez años emitidos a principios de enero de 2022 pierden durante el año más del 20%, y los bonos a 30 años, casi el 50%. Incluso las obligaciones a cinco años caen un 11%, resultados todos ellos excepcionalmente malos. ¡Un crac histórico del mercado de renta fija! Ni siquiera se salvan los inversores más precavidos, los que evitan el mercado bursátil por temor a las fluctuaciones.

En este momento, la estrategia Multiple Opportunities ya no tiene bonos en cartera. Bert Flossbach vendió los últimos en 2021. El perfil de oportunidad-riesgo de los bonos cercanos a cero es sumamente desfavorable, por no decir otra cosa. En este sentido, el desplome de la renta fija no afecta a los inversores del MOF. El oro y la elevada proporción de dólares estadounidenses también ayudan en esta fase.

Pero solo es un pequeño consuelo: la cotización de las acciones volverá a resentirse en 2022, sobre todo las de las empresas tecnológicas, que anteriormente se habían visto muy beneficiadas por los bajos tipos de interés. Financiarse para

seguir creciendo es más fácil cuando el crédito es barato. No serán las únicas: también se verán afectadas las acciones de empresas de sectores más defensivos y menos cíclicos, cuyas valoraciones subieron en los años anteriores sobre todo porque los inversores las veían como una especie de «sustituto de los tipos de interés». Y si los tipos de interés vuelven a subir, ya no es tan necesario sustituirlos.

La estrategia Multiple Opportunities no consigue esquivar por completo la importante corrección de las cotizaciones, un resultado fastidioso, pero que al menos tiene una explicación. Y fastidia aún más cuando muchas de las decisiones tomadas, como la de prescindir por completo de los bonos, han sido acertadas. Siempre va a haber años en que las cosas no salgan según lo previsto. Lo importante es la evolución a «largo plazo», y el inversor a largo plazo es capaz de ver el potencial de rentabilidad inherente a las correcciones.

En la conclusión del informe sobre el mercado de capitales de 2022, Bert Flossbach escribe: «Muchas inversiones tienen ahora un mejor perfil de oportunidad-riesgo de cara al futuro. Lo mismo sucede en ciertos segmentos del mercado de renta fija, en los que pueden volver a obtenerse rendimientos que compensen la inflación. Por todo ello, como inversores a largo plazo, confiamos en que en el futuro vuelva a haber buenos años para la inversión, aunque de momento el camino sea tortuoso».

El 2023 va a ser uno de esos buenos años. Las bolsas están subiendo, al igual que el precio del oro. Incluso los bonos vuelven a ofrecer rentabilidades aceptables. La composición de la cartera de la estrategia Multiple Opportunities también ha cambiado: aunque la renta variable y el oro siguen siendo los protagonistas, la cuota de renta fija termina el año por encima del diez por ciento. La mayor parte es deuda pública de alta calidad con vencimientos cortos, que constituye una alternativa remunerada atractiva al efectivo. La cartera se completa con una selección de bonos corporativos y bonos híbridos.

Pero la añada de 2023 no es más que una instantánea de un momento concreto. En otras palabras: fijarse en un solo año no basta para determinar si una estrategia de inversión funciona, es decir, si tiene éxito a largo plazo.

Para eso hace falta juntar muchísimas instantáneas.

Ludwig Palm

## M A E S T R O D E L A V I D A



Charles T. Munger,  
más conocido como Charlie,  
ha fallecido a los 99 años.  
Recordamos a este brillante inversor  
y bellísima persona.

Cuando me enteré de la muerte de Charlie Munger a principios de diciembre, me quedé helado. Con todos los años que Charlie había vivido, quizá esperaba que su vida no terminara nunca. Una idea muy ingenua, lo sé. Charles T. Munger, el eterno inversor, falleció poco antes de cumplir 100 años. ¡Habría sido maravilloso celebrarlo el 1 de enero!

En los días siguientes no pude dejar de pensar en Charlie. En su inteligencia, en su carácter amable y extraordinariamente inquieto. Con cada pensamiento que le dedicaba, la consternación daba paso a un sentimiento de gratitud.

Tanto más porque hace algunos años tuve la inmensa suerte de visitar a Charlie en su casa de Los Ángeles. Un encuentro que nunca olvidaré. ¿Cómo surgió?

Con frecuencia asisto a las juntas generales de accionistas de Berkshire Hathaway en Omaha (Nebraska), la empresa que Charlie hizo grande junto con su amigo Warren Buffett. En una de esas primeras reuniones, conocí a la nuera de Charlie, Mandy Lowell. Entablé conversación con ella y ella me puso en contacto con él.

#### ¿QUÉ ES LO QUE CARACTERIZA A UN BUEN INVERSOR?

Al principio, Charlie y yo nos escribíamos correos electrónicos: sobre buenas empresas, sobre alguna estrategia de inversión inteligente a largo plazo,

sobre las cosas que caracterizan a un buen inversor. Con el tiempo, el contacto fue a menos y Charlie dejó de escribir. Me preocupé, pensando que había hecho (o dejado de hacer) algo que podría haberle molestado, o al menos asustado.

Tiempo después, Mandy me llamó y me preguntó si me apetecía visitar a Charlie en su casa de Los Ángeles. ¡Al principio pensé que era una broma! ¿Ir a su casa? Pues claro que me apetecía, ¡me moría de ganas! Pero también me inspiraba cuando menos el mismo respeto.

Cuando aterricé y llegué al hotel, recibí un mensaje de Mandy: ha llegado a casa de Charlie y me esperan a las 18:00. Perfecto, pensé yo, ¡está en casa! El esfuerzo ha valido la pena. Estaba nervioso. Me preguntaba cómo sería la casa de Charlie, quién me abriría la puerta, cómo me debo comportar.

Pero no había motivo para ello. Charlie no era como casi todas las demás personas que había conocido hasta ese momento; era mucho más inquieto y, por lo tanto, más inteligente y más sabio. Pero también era muy «normal»: sencillo, amable y humilde.

Lo encontré sentado en su biblioteca, inclinado sobre el plano de unas residencias de estudiantes. Se planteaba la posibilidad de suprimir las ventanas de los dormitorios para aprovechar mejor el espacio y disponer de salas comunes más grandes, por lo que había

pensado instalar en las habitaciones de los estudiantes lámparas led con ventilación en lugar de ventanas. Esto dio pie a un animado debate sobre la importancia de la luz y el aire fresco para el bienestar.

En cambio, solo hablamos de pasada de los mercados de capitales, de la inversión en general. También hablamos de buenos libros, personalidades destacadas, sus biografías. Del mundo y los retos que plantea.

La biblioteca fue probablemente el lugar donde Charlie pasó más tiempo de su vida. Un refugio del saber. Su sed de conocimiento parecía no tener fin y, al mismo tiempo, era lo que le daba la vida.

#### ¿NECESITAN LUZ LAS RESIDENCIAS DE ESTUDIANTES?

Después fuimos a su comedor y cenamos juntos. Durante la hora y media, tuve la oportunidad de hacer todas mis preguntas. Charlie respondió a todas.

Me impresionó lo mucho que profundizó en los detalles de numerosas empresas, empresas de todo el mundo. Y sí, está perfectamente bien que los jóvenes invirtamos en valores tecnológicos. Pero él no quería meterse en eso en su vejez, aunque también era un gran conocedor del sector tecnológico. Su nieto trabaja para Google, y Charlie había visitado su sede varias veces. Tomaba notas diligentemente. Después

de comer, Charlie dijo: «*Volvamos a la biblioteca, allí es más acogedor. más acogedor*». En su lugar favorito, dejamos que la tarde en su lugar favorito.

Charlie siempre decía que la escuela de la vida no se divide en semestres. Él mismo se veía – humilde como era – como un eterno estudiante. Yo, sin embargo, diría que Charlie no solo era un alumno, sino más bien un maestro. Un maestro de la vida.

Son muchas las personas que han sacado provecho de sus conocimientos y su perspicacia, sobre todo su afable socio, Warren Buffett. Juntos, a lo largo de muchas décadas y crisis bursátiles, hicieron de Berkshire lo que es hoy: una empresa maravillosa!

Fue Charlie quien convenció a Buffett para que cambiara su estilo de inversión: en lugar de comprar empresas aceptables a buen precio, a la larga es mejor comprar empresas excelentes a precios aceptables. Buffet le hizo caso, aunque al principio le costara.

Muchos años después, dijo de su socio: «*Fue el poder de la inteligencia de Charlie. Él amplió mis horizontes*».

Charlie deja un gran vacío para Buffett y para Berkshire, de eso no hay duda. Mucha gente lo echará de menos. En el cielo, en cambio, se alegrarán de tener a alguien que sabe mejor que nadie distinguir las buenas empresas de las malas. Y mucho más que eso. ♦

Ludwig Palm  
es gestor de cartera  
de Flossbach von Storch AG.

«La escuela  
de la vida  
no se divide  
en semestres».

Shenwei Li



# CORREO

DESDE

S  
H  
A  
N  
G  
H  
Á  
I

Motor económico, superpotencia, dictadura de partido. Quien se interesa por las tendencias mundiales mira hacia China. La analista Shenwei Li nos cuenta sus experiencias desde la perspectiva de una ciudadana china. En esta ocasión, habla de la amenaza que suponen las bajas de la Seguridad Social.

Como a los europeos, a nosotros también nos gusta charlar con nuestro peluquero, con el que a veces hablamos incluso de temas personales. Así fue como, en una de mis visitas, me enteré de que mi peluquero se estaba planteando dejar de pagar la Seguridad Social porque ya no podía hacer frente a las cotizaciones. Antes, incluso, la mayoría de las veces solo conseguía llegar a la cuota mínima con la ayuda de proveedores de servicios, pero después de que Shanghái haya vuelto a aumentar este año en un 12% la base de cálculo para las cotizaciones, ya ni siquiera alcanza a cubrir el importe mínimo.

En principio, todo el mundo en nuestro país tiene la obligación de cotizar a la Seguridad Social, que incluye las aportaciones a la caja de pensiones y a la caja de enfermedad. Precisamente por eso, darse de baja no parece una buena opción, porque con tan solo un par de años de afiliación ya tienes derecho a comprar inmuebles o coches, a figurar en el registro local de hogares de las grandes ciudades, a cobrar una pensión o a que te reembolsen los gastos médicos si estás jubilado.

Sin embargo, cada vez son más las personas que están tomando esa decisión, sobre todo las que tienen ingresos bajos y los autónomos. La justificación siempre va en la misma dirección: «Ya solo puedo permitirme pensar en el presente; el futuro es demasiado caro». ¿Qué hay detrás de todo esto?

### Estancamiento de los ingresos, aumento de las cotizaciones

En nuestro país, la renta media disponible ha crecido exponencialmente en las últimas décadas, pero desde hace algunos años, este crecimiento se ha reducido a un solo dígito o incluso se aprecia una tendencia decreciente. Sin embargo, la base de cálculo para las cotizaciones se incrementa en dos dígitos cada año. Tan solo hubo una interrupción en 2020, el año del coronavirus.

La carga para los cotizantes es enorme: por ejemplo, la base mínima de cotización en Shanghái ha pasado de 4300 renminbis (unos 550 euros) mensuales en 2018 a 7310 renminbis (unos 940 euros), lo que supone un incremento medio anual del 11% o una subida total de casi el 70%.

### Una carga enorme para las rentas bajas y los autónomos

En China, a diferencia de Alemania, los que ganan por debajo del mínimo están obligados a cotizar como si hubieran alcanzado el umbral mínimo de ingresos de 7300 renminbis. En estos casos, quienes trabajan en Shanghái por cuenta ajena pagan 700 renminbis, mientras que los empleadores pagan 1900 renminbis. Sin embargo, los trabajadores por cuenta propia tienen que cubrir tanto la parte del empleado como la parte del empleador, es decir, 2500 renminbis en total, lo que puede poner en un aprieto a las personas con rentas bajas o a los autónomos con ingresos poco estables. Por lo tanto, es comprensible que alguien en esa situación intente reducir sus cotizaciones.

Pero ¿cómo es que se puede pagar menos? A este respecto, es importante tener en cuenta que la Seguridad Social en China es un sistema regional y cada provincia establece sus propias bases de cálculo para las cotizaciones, así como los límites máximos y mínimos. Los «proveedores de servicios» ayudan a aprovechar las diferencias que surgen entre los distintos sistemas regionales. Por ejemplo, muchas personas trabajan en la ciudad A, pero tienen un contrato de trabajo con una empresa de la ciudad B porque allí el umbral mínimo de la base de cálculo es mucho más bajo.

Aunque esta práctica nunca ha sido legal, sí se tolera, en parte porque alivia la carga financiera de las empresas, que tienen que asumir una parte mayor de las cotizaciones de los trabajadores con ingresos bajos. Un estudio del proveedor de servicios de recursos humanos China Enterprise Social Insurance White Paper, que se publica anualmente desde 2012 y para el que se encuesta a unas 5000 empresas, revela que, en los últimos años, apenas el 30% de las empresas encuestadas han podido pagar las cotizaciones a la Seguridad Social cumpliendo plenamente con las bases de cálculo regionales. Y ese porcentaje se ha reducido aún más desde 2020. También ha disminuido la proporción de empresas que toman como referencia el salario mínimo local.

Así pues, seguir incrementando las cotizaciones en dos dígitos cuando los salarios no suben a la par no funciona. El Gobierno debería idear algo para evitar el riesgo de que la gente se dé de baja de la Seguridad Social en masa. Como sociedad en la que cada vez hay más pensionistas, sencillamente no podemos permitirnos perder cada vez más cotizantes jóvenes. ♦

La analista Shenwei Li escribe desde China.

# Pekín se está desmarcando

China está cada vez más lejos de Occidente. El entusiasmo por las posibilidades económicas en apariencia infinitas ha dado paso a la desconfianza. ¿Qué opinan realmente la población china?

LEHR: **Philipp, hace poco estuviste en China. ¿Por qué?**

VORNDRAN: Empecemos por reformular la pregunta: ¿y por qué no? China es uno de los socios comerciales más importantes para los europeos, sobre todo los alemanes. Siempre me ha fascinado ese país.

LEHR: **¿Cómo describirías China?**

VORNDRAN: Fijémonos, por ejemplo, en Shanghái: ¡la ciudad se ha hecho mayor! Algunas de sus infraestructuras dejan atrás a las de los países occidentales. El carácter caótico, el despertar de principios de los 2000, es decir, todo eso que veíamos en los reportajes de la tele sobre los florecientes países emergentes — los enjambres de ciclomotores y las furgonetas tocando el claxon como locas — es cosa del pasado.

LEHR: **¿Y cómo es ahora?**

VORNDRAN: Las calles de Shanghái están ahora más tranquilas; sigue habiendo tráfico, pero no hay ni punto de comparación. Por la ventanilla del taxi ves parques y avenidas. El paisaje urbano es más verde que gris. Es más, una parte

nada desdeñable de los coches funcionan con motores eléctricos, incluidos los taxis. ¿Y quién los fabrica? Pues ahora, en muchos casos, los chinos.

LEHR: **Antes ibas mucho por allí. ¿Ha cambiado el país?**

VORNDRAN: Sí, sin ninguna duda.

LEHR: **¿En qué sentido?**

VORNDRAN: China se basta a sí misma.

LEHR: **¿Qué quieres decir?**

VORNDRAN: Hoy en día no vas a ninguna parte con el inglés, ni siquiera en Shanghái. Si no hablas mandarín, necesitas un traductor. Antes no era así. Y para pagar un billete de metro o la cuenta de un restaurante necesitas Alipay o WeChat Pay, a ser posible asociado a una cuenta china. Ya casi nadie acepta tarjetas de crédito occidentales. La muralla china imaginaria es más alta de lo que parece desde el otro lado, el occidental.

LEHR: **Es lógico entonces que los chinos viajen cada vez menos.**

VORNDRAN: Así es. Antaño, los grupos de

turistas chinos tenían mala fama en Occidente. Cada año había más, hasta que llegó el coronavirus. Desde entonces, los chinos prefieren quedarse en casa, también por las presiones de la dirección del partido.

LEHR: **¿Qué opinión te merece esa evolución?**

VORNDRAN: Pekín se está desmarcando, y eso no es bueno.

LEHR: **Tú hablas mandarín. ¿Qué dicen los chinos al respecto?**

VORNDRAN: Lo hablo regular, así que tampoco se puede esperar mucho. Pero sí me sirve para hacer preguntas, sobre todo a los chinos más jóvenes. Ellos son el futuro. Lo que enseguida queda claro es que la distancia que se percibe hacia Occidente es hoy mucho más grande que antes. En la mayoría de los casos, las preguntas sobre las relaciones con Europa o EE. UU. las responden con otra pregunta.

LEHR: **¿Y cuál es?**

VORNDRAN: «¿Qué os hemos hecho realmente?».

LEHR: **¿Qué quieren decir con eso?**

VORNDRAN: Que los países de Occidente temen sobre todo una cosa: perder su poder e influencia. Tan sencillo como eso.

LEHR: **Antes no era así...**

VORNDRAN: Aún recuerdo bien la época de las crisis financieras: 2007, 2008. En aquel entonces, los economistas hablaban de la posibilidad de que los países emergentes se desmarcaran de las naciones industrializadas. Se hacía hincapié sobre todo en el papel de China como locomotora económica. La economía mundial estaba cada vez más fusionada. La globalización se acercaba a su punto álgido. Hoy, dos presidentes de EE. UU., una pandemia y una guerra en Ucrania después, el término «desmarcamiento» se ve con otra luz, una luz atenuada. La globalización está dando marcha atrás.

## Estrategas

Philipp Vorndran (derecha) y Thomas Lehr (izquierda) son estrategas del mercado de capitales en Flossbach von Storch AG.



## 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** – cartera de valores en la cuenta de custodia.

**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.

**Duración** – La duración refleja el periodo medio de compromiso de capital de una inversión en un valor de renta fija y es, por tanto, la media ponderada de los momentos en que el inversor recibe pagos de un valor.

**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 Dax 40** – Índice bursátil que sigue la evolución de las 40 mayores acciones alemanas por capitalización bursátil y mayor volumen de negocio. El Dax se calcula como un índice de precios y rendimiento.

**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 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.**

© 2024 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 Müller, Christian Schlosser

*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:* 8 enero 2024

**ES 112 0124 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 AG.

*Redacción:*  
Theresa Eyerund, Dr. Bert Flossbach, Jens Hagen, Dörte Jochims, Thomas Lehr, Shenwei Li, Frank Lipowski, Prof. Dr. Thomas Mayer, Julian Marx, Laura Oberbörsch, Ludwig Palm, Christian Panster, Marta Soler, Kurt von Storch, Philipp Vorndran, Kubilay Yalcin

*Diseño:* Markus Taubeneck, Carolin Euskirchen y Heller & C  
*Impresión:* TheissenKopp GmbH

### INFORMACIÓN SOBRE EL MATERIAL FOTOGRÁFICO

*Derechos de autor:* © Carolin Euskirchen, Ilustración (página de título, p. 2); © Marc Comes, CHB-P (p. 3); © Markus Taubeneck (p. 5 arriba); © Marcus Becker, sichtplan (p. 5 al centrado); © Marc Comes, CHB-P (p. 5 debajo); © Adam Nir, unsplash (p. 6, 9); © Damon Hall, unsplash (p. 12); © Ivanco Vlad, iStockphoto / Markus Taubeneck, Ilustración (p. 14–21); © altmodern, iStockphoto (p. 22–23); © Marcus Becker, sichtplan (p. 24–28); © kristaps-grundsteins, unsplash (p. 30–32); © Svetlana Sarapultseva, iStockphoto (p. 34–38); © Carolin Euskirchen, Ilustración (p. 39–40, p. 45–46); © Ludwig Palm (p. 55); © Jinhe Li (p. 58); © Marc Comes, CHB-P (p. 80–81, reverso)



Dirección de contacto  
Flossbach von Storch Invest S.A.  
Sucursal en España  
Calle José Ortega y Gasset, 7  
28006 Madrid  
[www.flossbachvonstorch.es](http://www.flossbachvonstorch.es)



Flossbach von Storch