

POSICIÓN

Apuntes de mercado para inversores





Donald Trump y los aranceles. Probablemente será el gran tema que defina su segunda presidencia: los aranceles.

Con todo el espectáculo característico, Donald Trump presentó en el jardín de la Casa Blanca su régimen arancelario global, como respuesta a lo que él considera un “fraude” contra los estadounidenses que lleva décadas gestándose. Pero no pasó mucho tiempo antes de que diera marcha atrás.

Los mercados de bonos y acciones lanzaron señales de alarma, y Trump, aparentemente receptivo, afirmó que se tomaría el tiempo necesario para negociar. De hecho, dijo, su teléfono no paraba de sonar:

“besándole el trasero” al presidente de Estados Unidos. China, sin embargo, no entra en ese juego.

Pekín respondió con firmeza: están dispuestos a luchar esta batalla hasta el final, después de que Trump volviera a endurecer su retórica contra la República Popular. Para la economía mundial y el futuro de la globalización, estas no son buenas noticias. Cualquiera que sea el desenlace de esta errática política exterior y económica de Trump, una cosa, al menos por ahora, puede afirmarse con certeza: la confianza y la previsibilidad, dos pilares fundamentales del orden económico internacional, están siendo profundamente socavadas.

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

Contáctenos para recibir su ejemplar gratuito.

Descargar en PDF o suscribirse gratuitamente:

www.flossbachvonstorch.es/posicion



EN UNA PALABRA

Alemania quiere realizar unas inversiones colosales en defensa y en infraestructuras... a crédito. Desde luego, no tengo nada en contra de las inversiones, sino todo lo contrario. Se necesitan con más urgencia que nunca.

Cualquiera que eche un vistazo a las fuerzas armadas alemanas, a nuestros puentes, carreteras y escuelas llegará pronto a una pésima conclusión. Por no hablar de las infraestructuras digitales. En comparación con otros países industrializados, especialmente los asiáticos, Alemania parece francamente descuidada.

Lo que me molesta del debate es el reflejo instantáneo de los gobernantes de querer endeudarse en primer lugar; ¿qué carga estamos añadiendo a nuestros hijos y nietos?

¿Por qué no debatimos también por lo menos con la misma intensidad sobre el potencial de ahorros? Sobre las subvenciones ineficaces y los supuestos beneficios sociales, en resumen: sobre el coste de décadas de clientelismo. ¿Cómo de

modernas serían nuestras carreteras y las fuerzas armadas si las hubiéramos mantenido en buen estado, en lugar de estar siempre repartiendo regalos por doquier e hinchando el Estado del bienestar?

Seamos sinceros: incluso si el plan de endeudamiento del futuro gobierno se presenta como un enorme programa de estímulo económico, se necesitan muchas más inversiones para restablecer la seguridad y la competitividad de Europa. Por eso necesitamos un debate constructivo sobre lo que el Estado debe –y puede– permitirse en el futuro.

Sobre todo, tenemos que darnos cuenta de que todo lo que se gasta tiene que ganarse primero. Pero una cosa es segura: unas dolorosas reformas estructurales son inevitables.

Y aunque muchos europeos, sobre todo alemanes, no quieran oírlo, en el futuro tendremos que trabajar más y más duro por nuestra prosperidad y seguridad, no menos.

¡Que disfruten con la lectura!

Kurt von Storch

Cofundador y propietario de Flossbach von Storch SE



Flossbach von Storch
POSICIÓN
 2/2025

PANORAMA MUNDIAL

- Título
- 6 **Uno contra todos**
- 14 La fiebre arancelaria de Trump
- Dólar estadounidense
- 18 **El mayor deudor del mundo**
- Europa
- 24 **Más coraje**
- Columna
- 30 **Correo desde Shanghai**

ESTRATEGIA DE INVERSIÓN

- Entrevista
- 32 **«Mi mantra para tiempos difíciles»**
- Bonos
- 40 **Huida hacia puertos seguros**
- 42 Cuando la amplitud se dispara
- 45 Alerta de tormenta en los puertos seguros
- China
- 48 **Signos de un cambio de paradigma**
- El mundo en gráficos
- 54 **Oro –la más apolítica de todas las clases de activos**

EN CONTEXTO

- Estadística
- 58 **Los números no mienten ... ¿cierto?**
- 66 Glossario



Europa

Más coraje

Europa corre el riesgo de quedar atrapada entre China y EE. UU. Qué podría ayudar a evitarlo.

24



Entrevista

«Mi mantra para tiempos difíciles»

Kurt von Storch y Tobias Schafföner sobre la turbulencia en los mercados bursátiles.

32

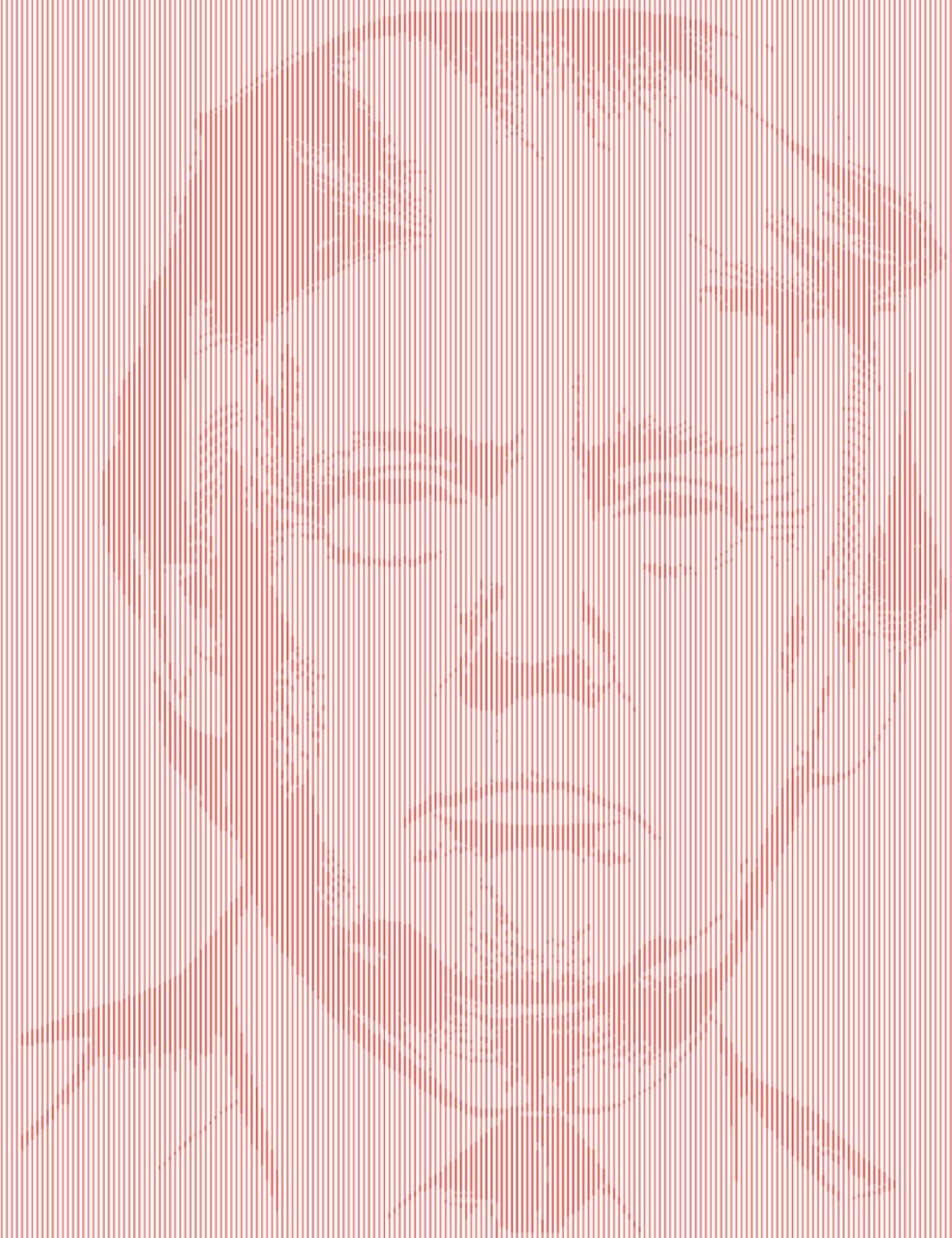


Estadística

Los números no mienten ... ¿cierto?

Explicamos por qué incluso las estadísticas pueden dar una imagen falsa.

58



Bert Flossbach

UNO CONTRA TODOS





Donald Trump está inundando el mundo de aranceles. ¿Cómo acabará esto?

El miércoles 2 de abril, Donald Trump compareció ante la prensa en la Rosaleda de la Casa Blanca y, por ende, ante el mundo entero. El presidente de Estados Unidos anunció los detalles de su nueva política arancelaria. Tras media hora de quejarse del trato injusto sufrido por EE. UU. (por parte de todos los demás) y su habitual autobombo, levantó una tabla con el título «Reciprocal tariffs». En esta se mostraban los aranceles que los distintos países supuestamente imponen a los productos procedentes de EE. UU., que parecían increíblemente elevados.

Junto a estos, en la tabla figuraban los aranceles recíprocos de EE. UU. que iban a aplicarse próximamente. Trump los calificó de «levemente recíprocos» porque la mayor parte ascendían solo a la mitad. Por ejemplo, la UE carga supuestamente un 39% a los productos estadounidenses, a lo que EE. UU. responderá con benevolencia con un 20%. En realidad, la UE solo cargó en 2024 un 1,7% en concepto de aranceles sobre las importaciones de bienes procedentes de EE. UU. (media ponderada por el comercio).

Entonces, ¿cómo llegó Trump a sus extravagantes cifras? Estas son «fake» en el sentido más estricto de la palabra.

La lógica de cálculo de los aranceles recíprocos es completamente absurda y no tiene nada que ver con la realidad. Se basa en el déficit comercial con otro país en relación con las importaciones totales de bienes. El impacto para cada país sería devastador.

LAS IMPORTACIONES SON MALAS, LAS EXPORTACIONES BUENAS ...

Tomemos el ejemplo de Vietnam: este país vendió a EE. UU. el equivalente a 136.000 millones de dólares de bienes en 2024. En cambio, se importaron de EE. UU. mercancías por valor de 13.000 millones de dólares estadounidenses. Esto significa que el déficit comercial estadounidense fue de 123.000 millones de dólares. A continuación, los cálculos de Trump establecían la relación entre este déficit y las importaciones de bienes a EE. UU. de 136.000 millones de dólares. El resultado es un tipo del arancel recíproco del 90,4% (123,46/136,56). La mitad de esta cantidad sería el tipo del arancel «levemente recíproco» del 46%. En realidad, el arancel ponderado por el comercio

aplicado recientemente por Vietnam a las importaciones de bienes estadounidenses ha sido solo del 2,9% (según datos de la Organización Mundial del Comercio). Por el contrario, EE. UU. impuso un arancel ponderado del 3,2% a las mercancías importadas de Vietnam. Este absurdo cálculo es para llevar a muchos a tirarse de los pelos, no solo los economistas.

La ideología arancelaria de Trump se basa en la opinión de que las importaciones son generalmente malas y las exportaciones son buenas. Según él, un déficit comercial como el que tiene EE. UU. desde hace décadas mostraría que este país está siendo estafado por sus socios comerciales. Trump lo ve como un juego de suma negativa. Sin embargo, la esperada reindustrialización de EE. UU. y la creación de millones de nuevos puestos de trabajo no se conseguirán con una política económica antiextranjera y vengativa.

Además, EE. UU. no puede producir por sí mismo todos los bienes importados porque carece de la capacidad, el personal y, en algunos casos, también de los conocimientos técnicos. Y si lo intentara, los productos dejarían de ser asequibles para muchos estadounidenses. Si se aplicaran de forma permanente, los aranceles recíprocos podrían paralizar prácticamente el comercio con EE. UU. y provocar una crisis económica mundial.

Un vistazo a la historia de los aranceles estadounidenses ilustra el alcance de las subidas anunciadas si realmente llegaran a materializarse (véase el gráfico 1). Se situarían en aproximadamente el 30%, mucho más elevados que durante la crisis económica mundial de principios de los años treinta. Por tanto, es de esperar que el anuncio sobre la subida desproporcionada de tarifas no llegue a consolidarse y quede como una simple nota a pie de página en los libros de historia económica.

CAOS EN LOS PUERTOS DE LLEGADA

Al final, no ha llegado a ser tan desproporcionado como se temía en la mayoría de los países; ya que, apenas una semana después del desplome de las bolsas como consecuencia del anuncio de Trump, este ya había reulado en su decisión. Al menos, de forma temporal. Para un grupo de países abiertos a negociar entre los que se encuentra la Unión Europea,



Gráfico 1
Locura desde Washington
EE. UU. imponen aranceles a un nivel sin precedentes

* 2025: Arancel medio tras la aplicación de los "aranceles recíprocos" anunciados el 2 de abril de 2025. Se consideraron (ocho de) los diez socios comerciales con mayor superávit comercial frente a EE. UU. en 2024, excluyendo a Canadá y México.

Fuente: Macrobond, Tax Foundation, Flossbach von Storch, a 30 de abril de 2025

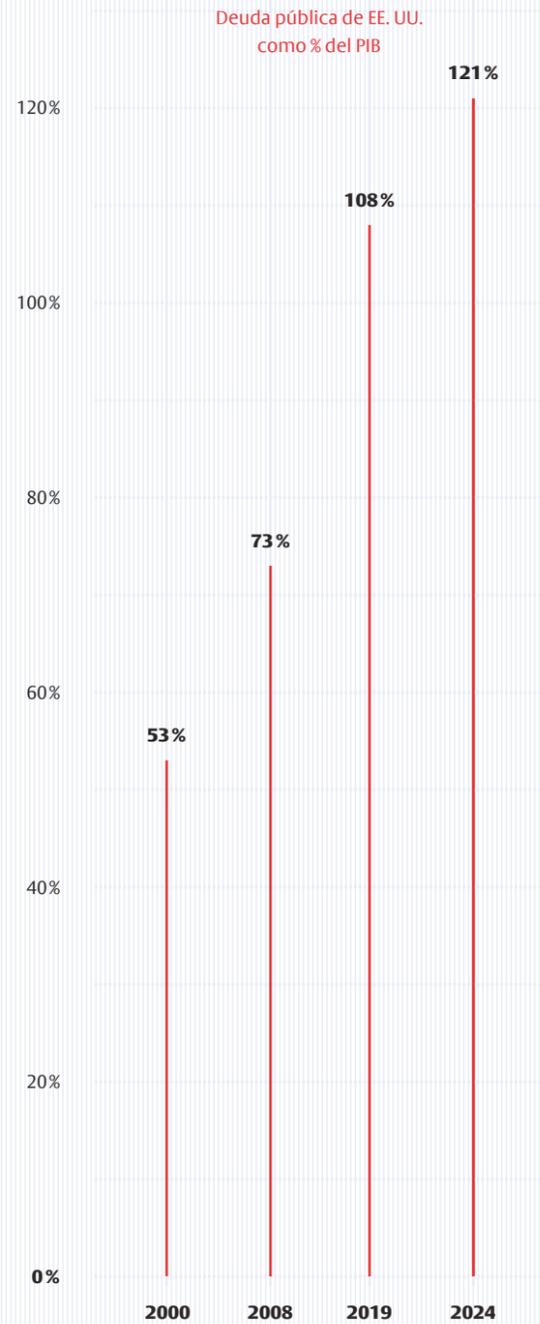


Gráfico 2
En niveles récord
Nunca antes EE. UU. había tenido una deuda tan elevada

Fuente: LSEG Datastream, Flossbach von Storch, a 30 de abril de 2025

Trump declaró un período de «pausa» de 90 días. Durante ese período, se aplicaría aranceles de solo el 10%.

Mientras que la Unión Europea evitó en lo posible una confrontación directa con la mayor economía del mundo, China no tardó en reaccionar. Entre ambas potencias se desató una espiral arancelaria sin precedentes. Al final, se impusieron tarifas superiores al 100% por ambas partes. También se introdujeron controles a la exportación de tierras raras. Las posibles consecuencias de esta dinámica son difíciles de imaginar. Afortunadamente, poco después, Estados Unidos dio señales de estar dispuesto a retomar el diálogo.

Las constantes idas y venidas en el conflicto comercial alimentan una creciente incertidumbre. En los puertos aduaneros estadounidenses, esto genera caos: nadie sabe con certeza qué reglas se aplican en cada momento. La capacidad de planificación se ve gravemente afectada, tanto para compradores como para vendedores, para empresas y consumidores por igual. Y cuanto más se prolongue esta situación, mayores serán los daños económicos derivados.

En este contexto, los aranceles de represalia propuestos por la UE sobre productos como bourbon, motocicletas, acero y aluminio, lejos de ser eficaces, ni engrosarán las arcas comunitarias ni impresionarán a Trump. Un movimiento realmente astuto sería eliminar por completo los aranceles sobre productos estadounidenses. Para Trump, eso sería una victoria visual; para la UE, una concesión mínima, dado que los ingresos por aranceles sobre importaciones de EE. UU. apenas alcanzan los 6.000 millones de euros. Así se desactivaría, de forma elegante, uno de los argumentos clave de Washington. Nos hemos puesto en contacto con la presidenta de la Comisión Europea, Ursula von der Leyen, para conocer su postura (véase página 13).

EL PELIGRO ACECHA DESDE DENTRO

La guerra arancelaria de Trump es un ejemplo del abuso de la excepcional posición económica, militar y financiera de EE. UU. para sus objetivos personales. Un jefe de gobierno de cualquier otro país sería objeto de burla si actuara de forma igualmente brutal. Sin embargo, EE. UU. tiene energía barata, la moneda de reserva del mundo, el dólar estadounidense,

y está rodeado por dos grandes océanos que lo hacen prácticamente inexpugnable desde el exterior.

Las debilidades de EE. UU. solo pueden provenir de dentro, por ejemplo, de la socavación del Estado de derecho. Esto es precisamente lo que amenaza con hacer Trump con su intento de ampliar sus competencias frente a otros poderes del Estado. Aunque esto no es nada nuevo en la historia de EE. UU., siempre ha estado limitado por el sistema de controles y equilibrios. Richard Nixon, por ejemplo, se vio obligado a dimitir en 1974 tras el caso Watergate para evitar un proceso de destitución.

Sin embargo, el punto de partida de Trump es diferente. El Tribunal Supremo de EE. UU., predominantemente conservador, ha concedido al presidente una amplia inmunidad penal por actos realizados durante su mandato. Los republicanos en el Congreso están dominados por los leales a Trump; los opositores republicanos están intimidados. La desorientada oposición demócrata no ha logrado contrarrestar esto hasta ahora.

Trump ignora las decisiones judiciales y socava así la separación de poderes. Está minando la democracia desde dentro y cuenta con el apoyo de oligarcas tecnológicos como Elon Musk. Parece un derrocamiento posdemocrático desde arriba, que uno consideraría posible en la Turquía de Recep Tayyip Erdogan, pero no en EE. UU., la cuna de la democracia moderna. Es probable que esto ahuyente a empresas extranjeras, trabajadores altamente cualificados y académicos, y debilite el atractivo de EE. UU. como emplazamiento para la investigación, el desarrollo y la producción.

Las elevadas tasas de crecimiento de los últimos años, que se lograron, entre otras cosas, dopando la economía con deuda, parece que ya han quedado atrás. Mientras tanto, la deuda pública estadounidense ha aumentado hasta alcanzar un máximo histórico del 121% del producto interior bruto (PIB) (véase el gráfico 2). Para finales del mandato de Trump, esta ratio podría situarse entre el 126%.

A TRUMP LE ENCANTA LA DEUDA

El resultado podría ser el aumento sin cesar del gasto en intereses, que ya ascendió a más de 1,1 billones de dólares el año

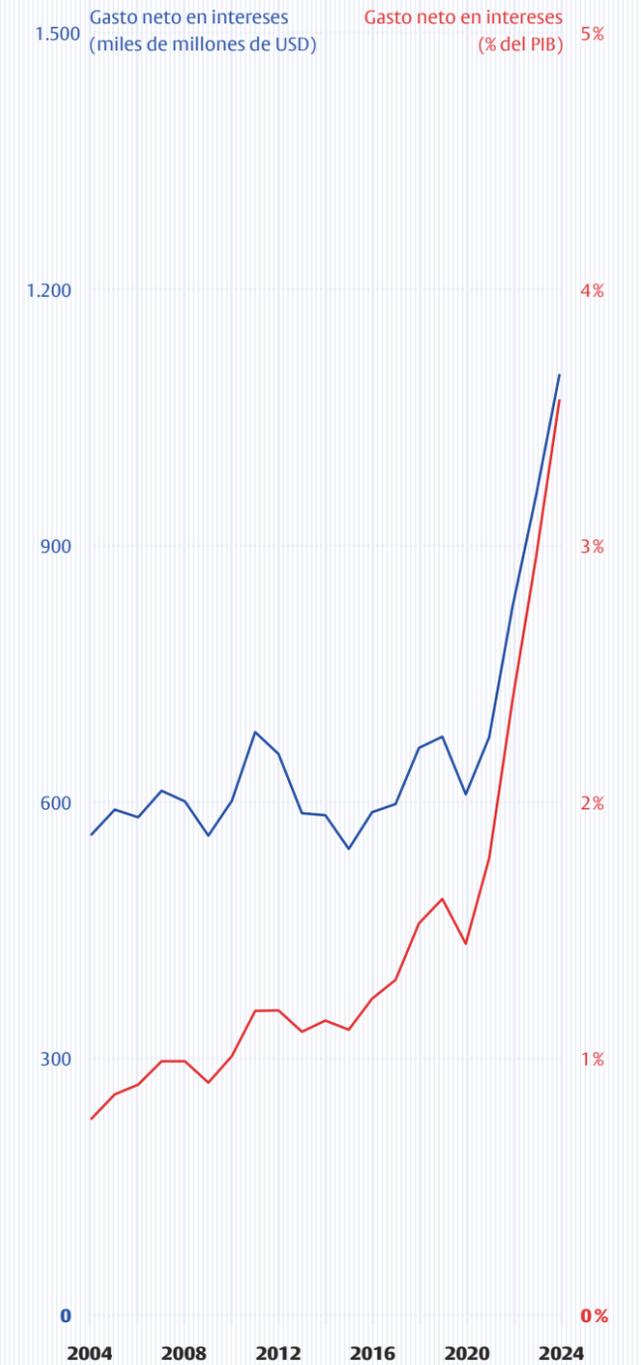


Gráfico 3
Vientos en contra para Trump
El gasto en intereses de EE. UU. aumenta considerablemente

Fuente: LSEG Datastream, Flossbach von Storch, a 30 de abril de 2025

pasado (véase el gráfico 3). Actualmente, la rentabilidad media de la deuda pública estadounidense en circulación ronda el 3,3%, aún por debajo de los tipos de interés del mercado. Sin una bajada de las tasas, en los próximos años habría que refinanciar billones de dólares en bonos vencidos mediante nuevas emisiones a tipos considerablemente más altos.

Donald Trump, como es bien sabido, no tiene reparos en acumular deuda, pero detesta tener que pagarla. Los elevados costes por intereses son su pesadilla. Por eso presiona abiertamente a la Reserva Federal (Fed) para que baje los tipos y ha manifestado su deseo de reemplazar al presidente del banco central, Jerome Powell, muy respetado por los mercados financieros, por alguien de su círculo de confianza. «La destitución de Powell no puede llegar lo suficientemente pronto», escribió Trump a mediados de abril en su plataforma Truth Social.

La reacción agitada de los mercados financieros a este tipo de declaraciones llevó a Trump a moderar el tono, tal vez consciente de que, según la legislación vigente, no puede destituir al presidente de la Fed, algo que el propio Powell se encargó de recordar. Sin embargo, todo apunta a que, como muy tarde, en mayo del próximo año, cuando finaliza el mandato de Powell, Trump hará realidad su intención.

No obstante, el daño ya está hecho. El solo hecho de atacar la independencia de la Reserva Federal erosiona la confianza en el dólar y en el sistema financiero estadounidense. Las recientes amenazas veladas contra Powell ya podrían interpretarse como un intento de presión indebida. Paradójicamente, un dólar débil no sería mal recibido por Trump, quien asocia su depreciación con una mayor competitividad de las exportaciones y la protección del empleo nacional. Aun así, los inversores internacionales se lo pensarían dos y hasta tres veces antes de seguir apostando por activos denominados en dólares si perciben que la política monetaria estadounidense está al servicio de los intereses personales de un presidente impredecible. ♦

Dr. Bert Flossbach es fundador y propietario de Flossbach von Storch SE.

Colonia, a 7 de abril de 2025

Estimada señora presidenta:
Los aranceles «recíprocos» anunciados por el presidente de EE. UU. invitan a responder con contramedidas de la misma magnitud. Sin embargo, esto solo serviría para incitar aún más a Donald Trump, lo que podría derivar en una catastrófica guerra comercial de consecuencias imprevisibles para la economía mundial y la de la UE.

Por eso, lo más aconsejable sería eliminar por completo todos los aranceles a la importación de productos estadounidenses. Esto sería en apariencia un éxito para Donald Trump y dejaría sin fundamento cualquier demanda por su parte. Para la UE, no obstante, sería algo fácilmente asumible, dado que los ingresos arancelarios procedentes del comercio con EE. UU. apenas ascienden a unos 6000 millones de euros según las últimas cifras.

Si esto no motivara al presidente Trump a retirar la mayor parte de sus aranceles «recíprocos» contra la UE, aún podrían adoptarse otras medidas.

Atentamente,
Bert Flossbach



Flossbach von Storch

An die Präsidentin der Europäischen Kommission
Frau Dr. Ursula von der Leyen
Europäische Kommission
Wetstraat 200
1049 BRÜSSEL
BELGIEN

Köln, den 7. April 2025

Sehr geehrte Frau Präsidentin,

es läge nahe, die von US-Präsident angekündigten „reziproken“ Zölle mit entsprechenden Gegenmaßnahmen zu beantworten. Das würde Donald Trump allerdings nur noch mehr reizen. Die Folge könnte ein fataler Handelskrieg sein, mit unabsehbaren Konsequenzen für die Weltwirtschaft und die EU.

Es wäre deshalb ratsam, alle Importzölle auf US-Waren komplett zu streichen. Dies wäre ein optischer Erfolg für Donald Trump und würde seiner Klage den Boden entziehen. Für die EU wiederum wäre das leicht zu verschmerzen, da die Zolleinnahmen aus dem US-Handel zuletzt nur rund sechs Milliarden Euro betragen.

Sollte Präsident Trump dies nicht zu einer weitgehenden Rücknahme seiner „reziproken“ Zölle gegen die EU bewegen, könnten immer noch andere Maßnahmen ergriffen werden.

Hochachtungsvoll

Bert Flossbach

Flossbach von Storch SE
Ottoplatz 1, 50679 Köln, Telefon +49 221 33 88-0, Fax +49 221 33 88-101, www.flossbachvonstorch.de

Geschäftsführende Direktoren: Dr. Bert Flossbach, Dr. Tobias Schaffner, Dr. Till Schmidt, Marcus Stollenwerk. Vorsitzender des Verwaltungsrats: Kurt von Storch
Commerzbank AG, IBAN DE58 3708 0040 0865 7531 00, BIC DRESDEFF370. Amtsgericht Köln, HRB 120796, USt-IdNr. DE200075205

LA FIEBRE ARANCELARIA DE TRUMP



**La arrogancia de EE. UU.,
la lentitud de Alemania
y la agilidad de Suiza**



Gunther Schnabl

Aunque Suiza, al ser una economía abierta pequeña, depende del comercio exterior, ha reaccionado con calma a los arrebatos arancelarios de Donald Trump. La economía suiza es resiliente, entre otras cosas gracias a su economía de libre mercado.

Los anuncios arancelarios de Donald Trump en el «día de la liberación» fueron toda una conmoción: mientras que en 2024 el nivel medio de los aranceles en EE. UU. fue del 3,3% según la Organización Mundial del Comercio (OMC), el nuevo presidente anunciaba ahora unos aranceles superiores al 20% de media. En comparación con Lesoto (50%), China (34%), la UE (20%) y el Reino Unido (10%) salieron relativamente bien parados.

El revuelo fue enorme. Las cotizaciones bursátiles se desplomaron en todo el mundo. El pesimismo se propagó. «EE. UU. da un giro radical hacia el mercantilismo», comentaba el Neue Zürcher Zeitung (NZZ). El Parlamento de la UE se apresuró a desenvainar la espada, al tiempo que China contraatacaba con aranceles contundentes. Se despertaron los recuerdos de la terrible guerra arancelaria de los años treinta.

Sin embargo, en una conferencia organizada por el UBS Center for Economics in Society bajo el título «¿Por qué Suiza es tan rica y por qué no tiene por qué seguir siéndolo?», la secretaria de Estado de Economía del país helvético mantuvo la calma. Recién llegada de Washington, Helene Budliger Artieda declaró que, aunque la decisión era opaca, el ambiente había sido cordial. Parece ser que Donald Trump incluso elogió a Suiza por no ser miembro de la UE.

UN ARANCEL AMISTOSO DEL 31 %

La secretaria de Estado se mostró relajada, y eso que la barrera arancelaria anunciada inicialmente para Suiza no era baladí. Las importaciones totales a EE. UU. de bienes procedentes de Suiza ascendieron a 63.400 millones de dólares en 2024, mientras que el déficit comercial bilateral se situó en torno a los 39.000 millones de dólares. Sobre esa base, el equipo de Trump calculó un arancel implícito del 61% en marzo, que supuestamente incluía otras barreras comerciales aparte de unos aranceles que en realidad en Suiza son bajos. ¿Quizá un franco infravalorado (!), por ejemplo? El llamado «arancel recíproco» del 31% que quedaba tras aplicar un «descuento de amigo» del 50% escocía, porque EE. UU. es la mayor potencia económica del mundo y sigue teniendo buenas perspectivas de crecimiento. No en vano, el 18% de las exportaciones de bienes suizos tienen como destino EE. UU., lo que lo convierte en el mercado de exportación más importante para Suiza. Esto afecta, entre otros sectores, a la industria relojera y a la de fabricación de maquinaria. →

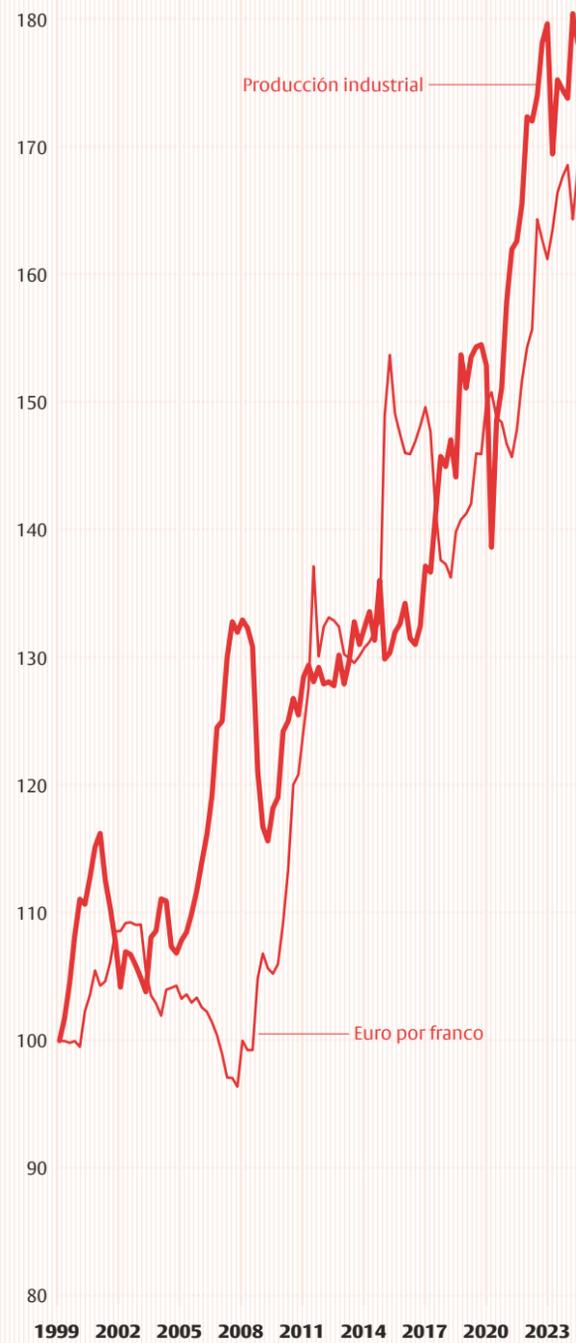


Gráfico 1

Suiza: Producción industrial y tipo de cambio
Indexado a 1999 = 100

La rentabilidad histórica no es un indicador de los resultados futuros.

Fuente: OECD und IWF, datos a abril de 2025

Sin embargo, se excluyeron los productos farmacéuticos y el oro, los bienes más importantes que se exportan de Suiza a EE. UU. Tampoco se vieron afectados los servicios como la gestión de activos o el ir a esquiar a las hermosas montañas suizas. Y, a fin de cuentas, los servicios representan una cuarta parte de todas las exportaciones suizas.

POR QUÉ SUIZA ES RESILIENTE

Hay al menos otras tres razones por las que la economía suiza es resiliente. En primer lugar, el país exporta principalmente productos de alta calidad, lo que facilita que las empresas repercutan en el mercado de destino las subidas de precios relacionadas con el tipo de cambio y los aranceles (aunque, lógicamente, una subida repentina de precios del 31% no sería realista).

En segundo lugar, Suiza exporta a todo el mundo: el 82% de los bienes exportados no acaban en EE. UU.; el 51% se vende a la UE (data?), con la que las relaciones son amistosas a pesar de que las negociaciones a menudo son arduas.

En tercer lugar, la economía suiza está en forma. La progresiva apreciación del franco suizo frente al euro y el dólar ha obligado repetidamente a la industria suiza a reinventarse (gráfico 1). A corto plazo, un aumento de los precios en el extranjero a causa de los aranceles o del tipo de cambio puede hacer que se reduzcan los márgenes de beneficio, pero a medio plazo las empresas acabarán adaptándose.

LA LIBERTAD TRAE PROSPERIDAD

El alto nivel de resiliencia de Suiza tiene su explicación, que el consejero federal Albert Rösti presentó en la citada conferencia como la base de su prosperidad. Suiza es una entidad federal que deja el mayor número posible de decisiones en manos del pueblo, de acuerdo con el principio de subsidiariedad. Y esto limita el poder del Estado. Por lo general, las subidas de impuestos solo son posibles con la aprobación directa de los ciudadanos.

Para la industria, esto significa que está abandonada a su suerte. No existe una política industrial como la que se está desarrollando actualmente en la UE, con una dotación de muchos miles de millones de euros. Las grandes empresas, como las

farmacéuticas, tienen que demostrar su valía por sí solas en un mercado mundial extremadamente competitivo, porque el mercado nacional es demasiado pequeño para cubrir los elevados costes fijos. Las empresas medianas tienen que defenderse constantemente de la competencia extranjera más barata, debido también a la fortaleza del franco suizo.

Esto ha propiciado una gran prosperidad a pesar de la falta de fuentes de materias primas y de una orografía desfavorable. Aunque Suiza cometa algún que otro error de política económica como sus vecinos (como una mayor regulación y el incremento del empleo en el sector público), hasta ahora el pequeño país ha conseguido desvincularse del sombrío ambiente del vecindario gracias a la libertad económica.

LO QUE SUIZA HACE MEJOR QUE EE. UU. Y ALEMANIA

Mientras que en EE. UU. hay un pequeño círculo de personas influyentes que creen que pueden controlar el comercio mundial, el Estado suizo se mantiene prudentemente al margen. Mientras que en EE. UU. el déficit público excesivo (y no las barreras comerciales de otros países) está disparando el déficit por cuenta corriente, en Suiza la contención del gasto público (gracias al freno de deuda) y las exportaciones netas de capital garantizan el superávit por cuenta corriente.

Mientras que en Suiza la industria se ha mantenido ágil, en Alemania el descontrol de la seguridad social y el exceso de regulación han disparado los costes laborales unitarios, lo que ha provocado una fuerte caída de la competitividad internacional. El euro «blando» ha aletargado a la otrora dinámica industria alemana, que ahora se echa a temblar ante los aranceles de Trump.

En medio de una absurda disputa comercial mundial, la ágil economía suiza nos enseña cómo hacer bien las cosas. Su producción industrial crece, mientras que la de EE. UU. se estanca y la de Alemania cae (gráfico 2). Para Alemania sería deseable que el creciente intervencionismo estatal llegara de una vez por todas a su fin. Queda por ver cuándo aprenderá la gran Alemania de la pequeña Suiza. ♦

Prof. Dr. Gunther Schnabl dirige el Flossbach von Storch Research Institute y es catedrático de la Universidad de Leipzig.

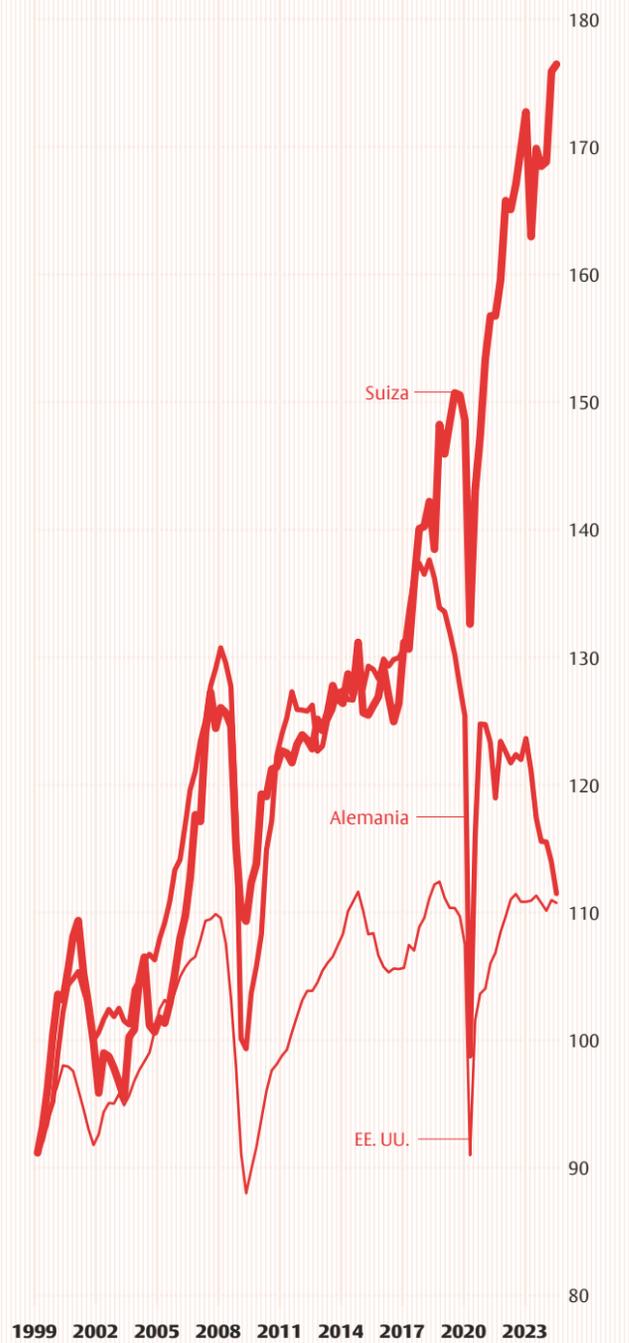


Gráfico 2

Producción industrial en Suiza, EE. UU. y Alemania
Indexado a 1999 = 100

La rentabilidad histórica no es un indicador de los resultados futuros.

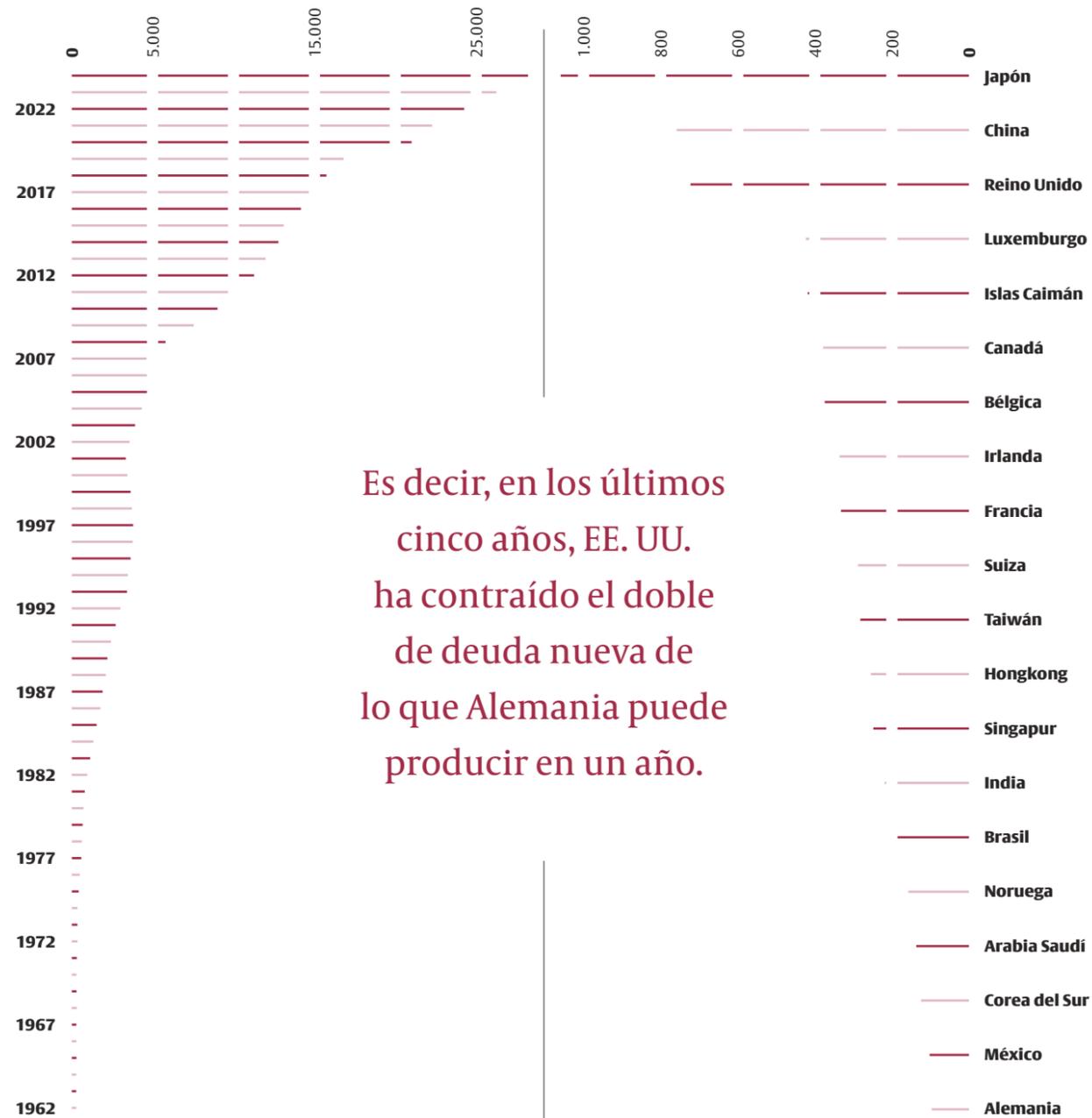
Fuente: OECD und IWF, datos a abril de 2025



Julian Marx

El mayor deudor del mundo

La montaña de deuda
de Estados Unidos
es gigantesca y sigue creciendo.
¿Quién financia a EE. UU.?
¿Y habrá suficientes acreedores en el futuro?



Es decir, en los últimos cinco años, EE. UU. ha contraído el doble de deuda nueva de lo que Alemania puede producir en un año.

Gráfico 1
Aceleración fiscal

Para los primeros 10.000 millones de dólares de nueva deuda hicieron falta 50 años; para los últimos, solo 5 años. Deuda pública estadounidense a nivel federal («debt held by the public»)

Fuente: Congressional Budget Office, Flossbach von Storch, a 30 de abril de 2025

Gráfico 2
Una combinación variopinta

Los 20 mayores acreedores del gobierno de EE. UU. en el extranjero (deuda pública estadounidense mantenida a 31 de diciembre de 2024, en miles de millones de dólares)

Fuente: Departamento del Tesoro de EE. UU., Flossbach von Storch, a 30 de abril de 2025

La palabra «freno de la deuda» probablemente sonará bastante exótica a la mayoría de los estadounidenses o, al menos, a los responsables de políticas. Aunque estos vayan cambiando, una cosa permanece igual: la deuda pública aumenta.

Solo en los últimos cinco ejercicios, los déficits del gobierno estadounidense ascendieron a más de 10 billones de dólares estadounidenses (véase el gráfico 1). Para hacerse una idea de cuánto es eso, basta una comparación con Alemania, que es la tercera economía mundial. A Alemania le harían falta dos años para generar un nivel comparable de producto interior bruto. Es decir, en los últimos cinco años, EE. UU. ha contraído el doble de deuda nueva de lo que Alemania puede producir en un año.

Esto significa que el gobierno estadounidense goza de una posición excepcional. Al fin y al cabo, no hay ninguna empresa o país en el mundo que recurra al grifo de los mercados de capitales en la misma medida, ni de lejos.

EL TAMAÑO DE LA MONTAÑA DE DEUDA DEPENDE DEL CRISTAL CON QUE SE MIRE

Cuando se habla de la deuda pública estadounidense, en seguida aparecen sumas gigantescas. En realidad, el tema es bastante complejo. Así lo demuestra un breve test que nos gustaría proponer a nuestros lectores.

¿A cuánto ascendía la deuda nacional de EE. UU. a finales del año pasado?

- a) 28,837 billones de dólares
- b) 36,219 billones de dólares
- c) 35,295 billones de dólares.

Solo se basan en diferentes definiciones de deuda. Las tres respuestas son correctas.

La respuesta a) se refiere a la deuda pública estadounidense a nivel federal, que no incluye la deuda intragubernamental (deuda interna entre organismos públicos). La respuesta b) incluye la deuda pública a nivel federal más esta deuda intragubernamental. La respuesta c) comprende la deuda nacional total, es decir, además de la deuda federal se incluye la deuda

a nivel de los estados y los municipios. Al igual que en la respuesta a), no se tiene en cuenta la deuda intragubernamental.

Las tres respuestas posibles suelen aparecer en los medios de comunicación. Según el contenido del artículo, a veces es más adecuado un agregado de deuda u otro. Sin embargo, una cosa es indiscutible al observar cada una de las tres magnitudes: EE. UU. tiene la mayor montaña de deuda del mundo.

MUCHO DINERO VIENE DEL EXTRANJERO

Los tenedores de esta deuda hablan muchos idiomas. A los inversores extranjeros les atraen unos tipos de interés relativamente altos y una inversión en la primera divisa mundial. Colocan una gran parte de sus tenencias de dólares en bonos del Tesoro estadounidense. A finales de 2024, poseían el equivalente a 8,513 billones de dólares en deuda pública de EE. UU.

La mayor base de inversores son los japoneses, que habían invertido unos 1,06 billones de dólares en bonos del Tesoro estadounidense (véase el gráfico 2). En total, el dinero colocado en estos bonos por parte de inversores extranjeros superaba el importe total de deuda pública en circulación de Francia e Italia. Las cifras absolutas subrayan una vez más la posición excepcional de EE. UU.

Sin embargo, en términos relativos, la situación no es tan deslumbrante. Según cifras recientes, los inversores extranjeros poseían algo menos del 30% de la deuda pública estadounidense negociable, una proporción media en comparación con otras grandes economías. Los porcentajes de Canadá y el Reino Unido, por ejemplo, son similares a los de EE. UU. En cambio, la proporción de inversores extranjeros era notablemente superior en el caso de los valores públicos australianos y franceses, de los que el 47% y el 54% respectivamente están en manos de inversores extranjeros. Por otra parte, los inversores internacionales se han abstenido bastante de invertir en Japón: solo poseían algo más del 10% de los títulos públicos japoneses emitidos.

MUCHO MOVIMIENTO NO HACE DAÑO

Hacen falta inversores con urgencia, ya sean nacionales o extranjeros. Solo en 2025 vencerán bonos del Tesoro →

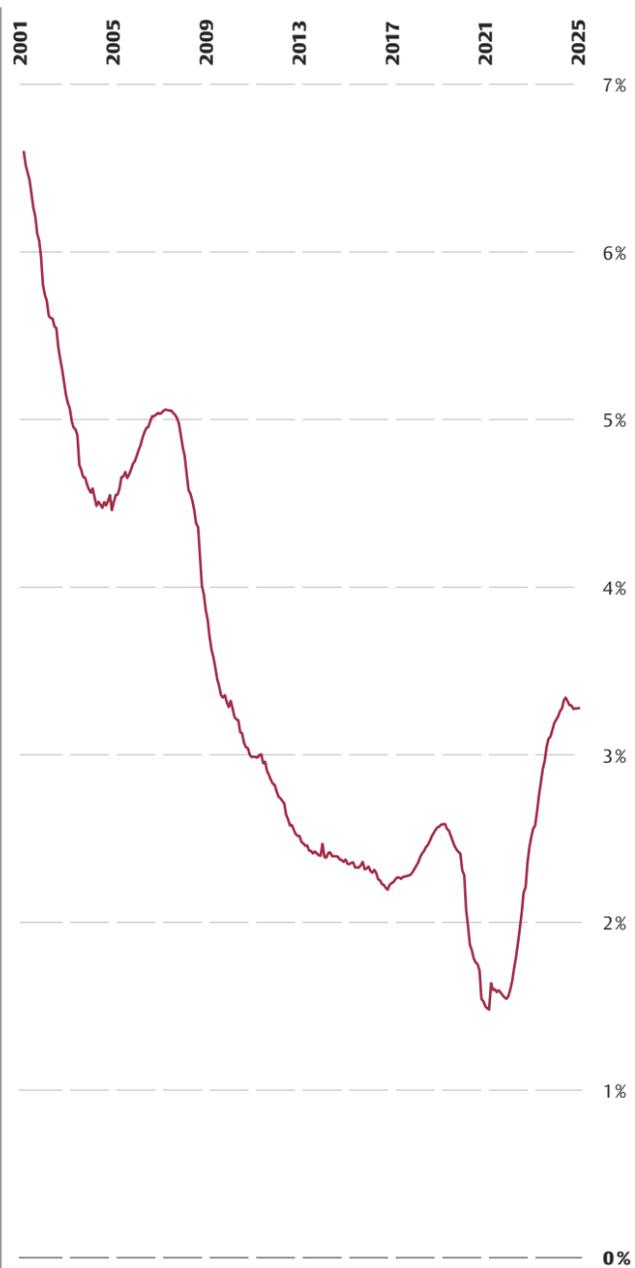
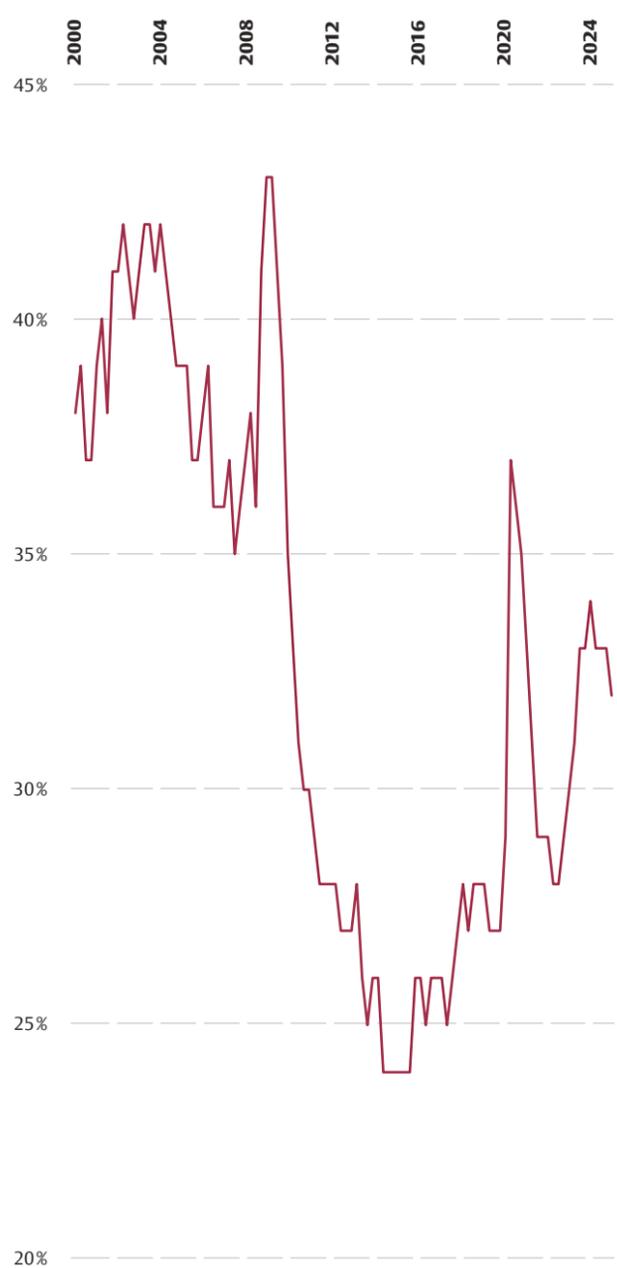


Gráfico 3

Las renovaciones se aceleran

Proporción de deuda pública estadounidense negociable que vencerá en los próximos 12 meses

Fuente: Departamento del Tesoro de EE. UU., Flossbach von Storch, a 30 de abril de 2025

Gráfico 4

La clave de la sostenibilidad de la deuda

Tipo de interés medio de la deuda pública estadounidense en circulación (desde 2001)

Fuente: LSEG Datastream, Flossbach von Storch, a 30 de abril de 2025

estadounidense por un total de 9,261 billones de dólares. Casi un tercio de la deuda pública negociable de EE. UU. debe refinanciarse este año.

Esto representa mucho movimiento en el mercado de bonos soberanos estadounidenses. Sin embargo, seguramente no hay motivo por preocuparse. A principios del milenio, la proporción de deuda pública estadounidense que vencía en los doce meses siguientes había llegado a superar el 40% (véase el gráfico 3).

De hecho, es habitual que el mercado se inunde de bonos del Estado cada año. En particular, los «Treasuries» a corto plazo, con un vencimiento máximo de doce meses, se renuevan lógicamente con más frecuencia y dan lugar a una mayor necesidad de refinanciación.

En este sentido, cabe mencionar que los grupos de inversores que invirtieron en deuda pública estadounidense a punto de vencer seguramente mantendrán su exposición en la mayoría de los casos y reinvertirán en valores de nueva emisión en el futuro. Si no hubieran tenido de entrada la intención de seguir invirtiendo en deuda pública estadounidense, podrían haber vendido sus títulos, que son muy líquidos, con anterioridad.

¿LA ELEVADA DEUDA NACIONAL LIMITA AL GOBIERNO ESTADOUNIDENSE?

La respuesta a esta pregunta no es tan clara como podrían sugerir algunas simples consideraciones teóricas. Es evidente que los (elevados) importes de deuda ocasionan un gasto por intereses del Gobierno considerable; un dinero que hace falta para otras cosas. Especialmente en un entorno de tipos al alza, un elevado endeudamiento puede ir de la mano de un aumento drástico de los gastos de intereses, como ha demostrado el pasado reciente. Efectivamente, el gasto neto por intereses del Gobierno estadounidense aumentó nada menos que un 150% entre los años fiscales de 2021 y 2024, hasta alcanzar los 881.000 millones de dólares anuales. Y la tendencia sigue al alza. El nuevo endeudamiento genera nuevos gastos de intereses y los bonos del Estado que vencen del periodo de intereses bajos tienen que refinanciarse ahora en unas condiciones menos favorables.

A pesar de estas adversidades, ni el aumento del gasto por intereses ni el constante crecimiento de la ratio de la deuda pública de EE. UU. (que se elevaba recientemente a en torno al 120% del producto interior bruto (PIB)) limitan el margen de maniobra fiscal del gobierno estadounidense. Todos los déficits se han podido financiar fácilmente en los últimos años. La oferta elevada va acompañada de una demanda estable.

En este contexto, las finanzas públicas estadounidenses parecen actualmente de todo menos sólidas. Tras el gasto por intereses, el déficit público global de EE. UU. en 2023 y 2024 alcanzó nada menos que un 7% del PIB. El déficit primario, que excluye el gasto por intereses, también se situó en un nivel considerable de más del 3% del PIB. Por lo tanto, a corto plazo, el elevado endeudamiento público no tiene por qué limitar el margen de actuación, incluso si aumenta el gasto por intereses.

LA CLAVE DE LA SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA

Por supuesto, a largo plazo, el aumento de la deuda y de los tipos de interés no es una buena combinación. Sin embargo, el tipo de interés medio de los bonos del Tesoro estadounidense se mantiene por ahora en un nivel relativamente moderado. Es cierto que el tipo medio de los valores estadounidenses en circulación se ha duplicado aproximadamente en los últimos cuatro años, pasando de alrededor del 1,6% al 3,3% recientemente. Sin embargo, si retrocedemos no solo cuatro años, sino 24, el tipo de interés medio actual del 3,3% es solo la mitad de lo que era entonces, cuando superaba el 6% (véase el gráfico 4).

La sostenibilidad de la deuda a largo plazo no solo se mide por el mero importe de la deuda o la ratio de deuda en porcentaje del PIB. Las claves de la sostenibilidad de la deuda son también un crecimiento económico sólido y unos tipos de interés suficientemente bajos. Y EE. UU. se ha comportado bien en este sentido en los últimos tiempos. Que esto se mantenga así dependerá, entre otras cosas, de que los presidentes y responsables del banco central apliquen unas políticas inteligentes. ♦

Julian Marx es analista en Flossbach von Storch SE.



A largo plazo, Europa corre el riesgo de quedar atrapada entre las grandes potencias de Estados Unidos y China/Rusia. No debería resignarse a esta perspectiva.

M Á S
C O R A J E



Philipp Vorndran



Mientras que Trump
ahora alborota y exige,



Biden sonreía y
saludaba en
los últimos años.

Canadá, el Canal de Panamá o Groenlandia: el presidente de EE. UU., Donald Trump, quiere «expandirse» estratégicamente, por cualquier medio. Al menos eso dijo sobre Groenlandia, que pertenece a Dinamarca desde 1721.

A los europeos nos asombran, incluso nos repugnan, las recurrentes declaraciones e insinuaciones casuales de la Casa Blanca; al mismo tiempo nos divierte, de algún modo, por lo que tiene de entretenimiento. ¿Es todo esto simplemente el comportamiento típico de Trump y parte de su estridente espectáculo en la Casa Blanca?

Ya se verá.

En las últimas semanas y meses, he oído decir más a menudo que, aunque no debamos tomarnos al pie de la letra todo lo que dice el presidente de EE. UU., hay que tomarlo en serio.

SE TRATA DEL ESTATUS DE POTENCIA MUNDIAL

El motivo es que, a diferencia de nosotros, los europeos crónicamente ingenuos, los estadounidenses piensan con una perspectiva geoestratégica. Les interesan sobre todo las esferas de influencia, las materias primas y los recursos, y el acceso a ellos. Lo necesitan para mantener a largo plazo su estatus de primera potencia mundial frente a China, cuya relación con Rusia y vastos recursos naturales ejercen cada vez más presión sobre los americanos. En este sentido, Groenlandia tiene bastante que ofrecer desde su punto de vista. Trump no es el único que tiene esta visión en EE. UU. Solo que él lo proclama a los cuatro vientos.

La pretensión de liderazgo de EE. UU., su consolidación, no solo ha sido cosa de Donald Trump,

sino que la han aplicado todos los presidentes anteriores de EE. UU., entre los cuales cabe mencionar a Joe Biden. A los europeos siempre nos dio la impresión de un abuelito amable y pacífico, pero en realidad también fue implacable: basta pensar en la «Ley de Reducción de la Inflación», a costa de los europeos.

Biden también era un político de poder, aunque más moderado. Mientras que Trump ahora alborota y exige, Biden sonreía y saludaba en los últimos años, pero no repartió ningún regalo.

Si Biden hubiera querido que Ucrania no solo se defendiera de los ataques rusos, sino que también hiciera retroceder con éxito a los atacantes, habría sido más decisivo a la hora de proporcionar ayuda. Biden ha jugado el papel de salvador en tiempos difíciles, de protector benévolo, pero sin exagerar. Solo estaba interesado en dificultar las cosas para Vladímir Putin, no en la victoria de Ucrania.

No me entiendan mal: definitivamente hubiera preferido que la Casa Blanca estuviera ocupada por alguien que no fuera Donald Trump; alguien cuya responsabilidad con el cargo y el país sea mayor que su propio ego. Sin embargo, es bien posible que Trump, su narcisismo y su comportamiento nada diplomático sean una bendición para Europa y los europeos.

CONSTATACIÓN TARDÍA

Quizás hacía falta un segundo mandato del estridente inversor inmobiliario, y no un diplomático hombre teflón, para decir a los europeos que ya es hora de que maduremos. No deberíamos depender únicamente de nuestro hermano mayor, los EE. UU. Varias generaciones de delegaciones es-

tadounidenses habían intentado antes «animar» amablemente a los europeos a ser más autónomos.

En cambio, la comparecencia de J.D. Vance, vicepresidente de Trump, en la Conferencia de Seguridad de Múnich de este año no fue nada amable. Fue una patada en la espinilla para los europeos. Sin embargo, la diferencia con los discursos de sus predecesores no fue tanto el contenido como la forma, en algunos momentos agresiva.

En realidad, la exigencia de los estadounidenses de que los europeos se impliquen más en la OTAN es casi tan antigua como la propia alianza de defensa. Así que J.D. Vance no está solo.

En el pasado, los europeos siempre han escuchado con buenas maneras las advertencias de invertir más en su propia seguridad y han asentido obedientemente a todo... pero no han cumplido. ¿Por qué? En caso de duda, el hermano mayor cuidaría de ellos, y también lucharía por ellos si fuera necesario. Al fin y al cabo, para eso está la OTAN, ¿no? Además, desde el final de la Guerra Fría, no había ninguna amenaza seria para los europeos.

Ahora bien, la administración de Trump no se «peleará» por Europa –o si lo hace, exigirá un precio muy alto por ello, un acuerdo lucrativo–. Entre otras cosas, porque el hermano mayor se ha dado cuenta de que se está haciendo mayor. Ya no puede ni quiere ser el sheriff de todos. Debe economizar sus recursos y, por tanto, concentrarse en aquello o aquellos que podrían suponer para él la mayor amenaza a largo plazo: China.

En cambio, lo que ocurre en Europa es asunto de los europeos, y punto. Así es como lo ve Trump. Siempre se habla de que hay un enorme océano entre Europa y EE. UU. Y como Trump se está →

comportando del modo que lo está haciendo, hasta los últimos europeos deberían haberse dado cuenta de que se acabó andarse con rodeos y jugar a ganar tiempo.

Cierto, este reconocimiento ha llegado tarde; pero, como optimista, yo diría que puede haber llegado justo a tiempo.

Sin embargo, a Europa le hace falta coraje: el coraje de tomar las decisiones que ha estado evitando durante lo que parece una eternidad. Europa debe integrarse más y más rápido, y Alemania debe asumir más responsabilidades, junto con Francia. Esto debe incluir unos estrechos vínculos con el Reino Unido, a pesar del Brexit. ¡Se acabó el tiempo de las rencillas!

ATREVERSE A SER MÁS DEMOCRÁTICA

Europa debe ser accesible para sus ciudadanos y atreverse a ser más democrática implicando más a la población, por ejemplo, mediante referendos. Por eso creo que necesitamos un presidente de la UE elegido directamente.

En última instancia, cada país debe preguntarse hasta dónde está dispuesto a llegar, hasta qué punto es o quiere ser europeo... Si es necesario, los países con una mayor voluntad de una Europa unida deben abrir juntos el camino.

¡Una Europa de dos velocidades es mejor que ninguna!

Tenemos que realizar inversiones enormes en nuestra propia defensa. Europa es un proyecto de paz, y debe seguir siéndolo. Europa nunca debe olvidar ni malvender su historia y sus valores, pero debemos bajarnos de nuestro pedestal. La moral

se interpreta a veces de forma diferente en otras partes del mundo. Hay que reconocerlo y adaptarse a ello.

La paz solo puede garantizarse a largo plazo si el mundo se toma en serio a Europa en lugar de ridiculizarla; porque es fuerte, tan fuerte que a nadie se le ocurriría ni remotamente poner a prueba su capacidad de defensa.

Sin duda, los recursos financieros para ello no caerán del cielo. Y antes de hablar exclusivamente de cómo pueden captarse estos recursos mediante deuda conjunta, es igual de importante que debatamos cómo podemos reforzar la competitividad económica del viejo continente para ampliar así nuestras posibilidades financieras.

Europa tiene pocas materias primas. Razón de más para la inventiva y el progreso tecnológico. Pero estos solo prosperan si no están asfixiados por innumerables normas y reglamentos. La crítica generalizada es que Europa es un monstruo burocrático, algo que no voy a refutar.

Donde prolifera la burocracia, no puede prosperar nada (nuevo). En su lugar, los burócratas se aferran a preservar el statu quo, con el resultado de que finalmente lo único que se hace es gestionar los problemas. Simplemente, Europa no puede permitirse esto a largo plazo. Menos es más: esto también se aplica a la burocracia. Por otra parte, se puede y se debe permitir un poco de disrupción.

INCENTIVOS PARA LOS INVERSORES

Por último, pero no menos importante, Europa necesita un gran mercado común de capitales. Sin inversión, no hay empresas jóvenes e

innovaciones tecnológicas. El espíritu emprendedor crece sobre todo allí donde también recibe apoyo financiero. EE. UU. nos lleva mucha ventaja en este aspecto.

Por último, hace falta más implicación por parte de todos nosotros, los europeos. De los españoles, los belgas, los polacos, los franceses, los italianos, los austriacos, los alemanes. De cada uno de nosotros. Europa es, en última instancia, lo que hagamos de ella. Lo que pensamos al respecto. Cómo la defendemos, en todos los aspectos. Klaus Kinkel (del partido liberal FDP), el exministro federal de Asuntos Exteriores de Alemania tristemente fallecido en 2019, afirmó una vez ante la Asamblea General de la ONU que Europa no crece a partir de tratados, sino de los corazones de sus ciudadanos... o no crece.

Debemos defender con confianza nuestros intereses, como hacen los estadounidenses y los chinos. ¡No somos su juguete!

Hace poco escuché en una de las muchas tertulias televisivas una pregunta sobre las capacidades militares que pretendía ser retórica, y que me pareció muy acertada, aunque yo no la reduciría al ámbito militar:

¿Por qué iban a dejar más de 500 millones de europeos que 340 millones de estadounidenses les protegieran de 140 millones de rusos? ◆

Philipp Vorndran es socio de Flossbach von Storch SE.

¡Una Europa de dos velocidades es mejor que ninguna!



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. La empresa emergente DeepSeek ha ocupado recientemente muchos titulares. ¿Cómo reaccionaron los chinos ante esta innovación?

La empresa emergente china DeepSeek causó sensación cuando presentó a finales de enero DeepSeek R1, su modelo lingüístico basado en la inteligencia artificial o «Large Language Model» (LLM). DeepSeek compite directamente con modelos establecidos como ChatGPT, pero al parecer opera con chips con una capacidad de procesamiento mucho más baja. Tanto los consumidores chinos como las grandes empresas del país mostraron su interés.

«DeepSeek» se ha convertido en una palabra de moda en China que (casi) todo el mundo entiende y DeepSeek R1 se considera el modelo lingüístico del pueblo. Los cursos de DeepSeek ofrecidos por la universidad superior de Guangzhou en el semestre de primavera se llenaron en un abrir y cerrar de ojos, incluso después de que se duplicara rápidamente la capacidad. La mayoría de mis amigos también han intentado acceder a esta herramienta. Sin embargo, debido a la enorme popularidad y a la repentina afluencia de usuarios, el servidor del sitio web y la aplicación de la empresa se caía con mucha frecuencia a partir de febrero, y no se obtenía ninguna respuesta a las preguntas. A pesar de ello, se despertó el interés por la inteligencia artificial.

Y muchos modelos lingüísticos chinos locales, especialmente Doubao de ByteDance o Ernie de Baidu, informaron acerca de un aumento enorme de su número de usuarios.

El grupo tecnológico chino Tencent incluso integró DeepSeek en la función de búsqueda de WeChat. Esta superaplicación se creó en 2011 como un servicio de comunicación para smartphones, pero se ha ampliado para incluir numerosas funciones, algunas de las cuales son utilizadas casi a diario por sus 1.200 millones de usuarios. Sin embargo, Tencent también tuvo problemas. Aunque la nueva función solo estaba disponible para un grupo selecto de usuarios, el motor de búsqueda WeChat Search no tardó en saturarse. En consecuencia, Tencent puso fin a la prueba por el momento y redirigió el tráfico a su propio modelo lingüístico Yuanbao. Antes del 16 de febrero, esta aplicación ocupaba el décimo lugar entre las aplicaciones de LLM locales en China, pero tras la redirección de tráfico desde DeepSeek, pasó al cuarto puesto en menos de una semana. DeepSeek sigue ocupando el primer lugar, con diferencia.

DeepSeek también goza de gran aceptación entre instituciones, especialmente autoridades y organismos públicos y empresas estatales. El gobierno local de Shenzhen ha sido el primero en adoptar el modelo lingüístico. En el distrito de Longgang de esta ciudad, a 8 de febrero ya había más de 20.000 funcionarios del sistema informático de la administración pública que utilizaba DeepSeek. Y en el distrito de Futian, 70 «agentes de IA» lo usan desde el 18 de febrero para realizar un total de 240 tareas, tales como la corrección del formato de las facturas públicas o el registro automático de las sanciones administrativas. El tiempo necesario para revisar las facturas públicas se redujo en un 90%, con una tasa de error inferior al 5%. Otras ciudades han anunciado su intención de utilizar DeepSeek para tareas similares.

Entre las empresas estatales, PetroChina anunció en mayo de 2024 que quería desarrollar el primer modelo lingüístico específico para la energía junto con China Mobile, Huawei e iFlytek. Sin embargo, PetroChina también adoptó con

éxito DeepSeek con la ayuda de China Mobile el 8 de febrero. Lo mismo hizo Sinopec. Los bancos estatales ICBC y China Construction Bank también han integrado DeepSeek en sus sistemas. Otros 20 bancos han anunciado su adopción, por ejemplo, para la atención al cliente, el análisis de informes, el procesamiento de datos y la gestión de activos. Según los bancos, DeepSeek es mucho más compatible con la potencia de cálculo local china que otros modelos lingüísticos disponibles en China basados en la inteligencia artificial.

Las autoridades sanitarias locales de ciudades como Pekín, Shenzhen y Qingdao también abogan por DeepSeek, que, según ellas, permite responder a las consultas de los usuarios del seguro médico «con mayor rapidez, precisión y a cualquier hora del día». En Qingdao, los funcionarios de la administración local van a utilizar los análisis de datos de DeepSeek para facilitar la detección de casos de fraude en el sistema del seguro médico público.

En Pekín, el uso de DeepSeek está permitiendo ajustar mejor las capacidades del transporte público con rapidez. Si, por ejemplo, a las 15:00 horas se notifica a un funcionario de la autoridad local de tráfico que se prevé un aumento del 200% del volumen de tráfico en el distrito X y que hay riesgo de atascos, antes había que recopilar y analizar manualmente diversos datos de mapas, autobuses y metro, lo que significaba que se tardaba 2 horas en realizar los ajustes necesarios. Ahora, tras unos 20 minutos, un asistente de tráfico urbano basado en DeepSeek sugiere, por ejemplo, que se utilicen ocho autobuses en la ruta A y un 40% más de capacidad en la ruta C entre las 16:00 y las 18:00. Esto ha reducido el tiempo de espera de los pasajeros en tales situaciones de una media de 42 a 12 minutos. ♦

Shenwei Li es analista en Shanghai.



«Mi mantra para tiempos difíciles»

Una conversación en profundidad sobre los mercados financieros, la estrategia de inversión y las competencias clave con el fundador de Flossbach von Storch, Kurt von Storch, y el director de gestión de inversiones, Tobias Schafföner.

→

Sr. Schafföner, desde principios de año los titulares están dominados por el nuevo presidente de Estados Unidos, Donald Trump; con su política arancelaria, su duro trato a antiguos aliados y otras medidas erráticas. ¿Qué relevancia tiene esto para los inversores?

TOBIAS SCHAFFÖNER: Desgraciadamente es muy relevante. No solo se ha deteriorado el clima bursátil, sino también la situación fundamental de la economía mundial. Una política de comercio exterior de carácter mercantilista conduce a una situación en la que todos pierden. Las barreras comerciales encarecen los productos para los consumidores, igual que un impuesto. Sin embargo, si a esto se añaden unos objetivos políticos y el proceder arbitrario de Trump, aumenta la incertidumbre por encima de todo: esto no crea un entorno que alimente la confianza de los consumidores y la propensión de las empresas a invertir.

Suena como una situación general problemática. Sr. von Storch, ¿han orientado su estrategia de inversión para que pueda resistir los tiempos difíciles?

KURT VON STORCH: Sí, esta podría ser una de esas fases en las que no se puede simplemente extrapolar cómo evolucionarán las cosas. Y lo mismo pensamos tras el estallido de la burbuja de las puntocom en 2000 y la tendencia bajista de los mercados que duró hasta 2003. Entonces éramos una empresa joven con pocos clientes. Bert Flossbach y yo nos preguntamos entonces cuál es el mayor denominador común que conecta a nuestros clientes. Y se trataba de esa idea defensiva de mantener el poder adquisitivo de un patrimonio existente.

¿Acaso alguien que tenga o esté acumulando un patrimonio no desea que este crezca por encima de todo?

KURT VON STORCH: A largo plazo, por supuesto, esa debe ser la aspiración. Pero en tiempos difíciles, la prioridad número

uno es mantener el poder adquisitivo de los activos, es decir, después de costes, impuestos e inflación. Así surgieron estos cinco puntos para conseguir esto a medio plazo. Nuestro pentagrama, que describe nuestra filosofía de inversión y guía todas nuestras decisiones de inversión. Esta estrategia ha funcionado bien en crisis posteriores. Siempre me ayuda cuando empiezo a cavilar durante turbulencias del mercado.

¿Puede describirlo? Desde principios de año, también hay nerviosismo en los mercados financieros.

KURT VON STORCH: Sí, en el primer trimestre ya cayeron las cotizaciones, sobre todo de las acciones tecnológicas estadounidenses. Cuando me preocupó en momentos así, me recuerdo a mí mismo los cinco principios como un mantra. Que no hay que poner todos los huevos de nuestras carteras en la misma cesta. O nuestra atención a la calidad. Por ejemplo, en el caso de un activo inmobiliario, hay que pagar un poco más por una buena ubicación. Gracias a ella, es muy probable que la propiedad siga teniendo demanda. Lo mismo cabe decir de las acciones de empresas de calidad, aunque de vez en cuando también puedan verse arrastradas por las turbulencias.

TOBIAS SCHAFFÖNER: Empresa de calidad: esta es una palabra ambivalente. Pero las empresas con unos modelos de negocio sólidos –con unas ventajas competitivas, cierto poder de fijación de precios, un balance sólido y, no menos importante, un equipo directivo centrado– pueden adaptarse a los tiempos de crisis. Y la historia demuestra que las mejores no solo superan indemnes esas fases, sino que a menudo incluso mejoran su posición en el mercado.

KURT VON STORCH: Y eso me tranquiliza en tiempos turbulentos, aunque, por supuesto, también revisamos constantemente nuestras posiciones. El número tres de nuestro pentagrama es la flexibilidad. Tomemos como ejemplo la época de la pandemia. Ocurrieron cosas que nadie esperaba, prácticamente de la noche a la mañana. Trastornaron nuestro mundo. En estos casos hay que adaptar los activos

a este nuevo entorno. Además, quienes ya tienen un patrimonio deben mantener una baja cantidad de deuda para seguir siendo solventes. Conocemos suficientes ejemplos de empresas que tenían demasiado capital externo en el mal momento. Por último, pero no menos importante, está el factor «valor», que significa que no hay que estar dispuestos a pagar cualquier precio, incluso por una buena calidad. Por tanto, las turbulencias del mercado, como las actuales, a menudo nos ofrecen incluso oportunidades de compra.

¿Usted ha vivido unas cuantas turbulencias en los mercados o verdaderas crisis bursátiles?

KURT VON STORCH: Ya lo creo. Empecé como gestor de carteras en Nueva York el 5 de octubre de 1987. Dos semanas después llegó el «lunes negro». Fue el bautizo de mi vida profesional. Aquel día el mercado estadounidense cayó un 20% en una sola jornada, la mayor pérdida diaria de todos los tiempos. Luego hubo más. A finales de los ochenta, el mercado de Japón estaba por las nubes. El Nikkei alcanzó casi los 40.000 puntos. Sin embargo, a finales de 1989/principios de 1990, la bolsa empezó a desplomarse. Tardó 35 años en volver a alcanzar los 40.000.

Pero pocos inversores en euros invertían en el Nikkei, ¿verdad?

KURT VON STORCH: Es posible. Sin embargo, el 40% del MSCI World en aquel momento estaba compuesto por estas acciones japonesas tan caras. Su composición se basa en la capitalización bursátil de los valores incluidos en el índice. Por tanto, cuanto más sube una acción, mayor será su ponderación. Esto también se ha observado en los dos últimos años, cuando la proporción de los valores tecnológicos estadounidenses, los «siete magníficos», en el MSCI World se elevó a más del 23% y llegó incluso al 41% del S&P 500 en algunos momentos.

Desde entonces, los precios de las acciones tecnológicas estadounidenses ya han caído un poco. Además, ahora se habla cada vez más de la «Trumpcesión». →

«Esta estrategia ha funcionado bien en crisis posteriores. Siempre me ayuda cuando empiezo a cavilar durante turbulencias del mercado.»

Kurt von Storch

Sr. Schafföner, ¿cómo valora la situación actual de los mercados financieros estadounidenses?

TOBIAS SCHAFFÖNER: En nuestra opinión, la corrección de algunos valores tecnológicos estadounidenses no ha sido de extrañar. Las primas de valoración eran elevadas en comparación con la media del mercado y, al mismo tiempo, cada vez se invertía más dinero en el campo de la inteligencia artificial (IA), un tema que alimentó la euforia durante algún tiempo. Sin embargo, a finales de enero, la presentación del modelo lingüístico basado en IA por parte de la empresa emergente china DeepSeek suscitó dudas sobre si la ventaja tecnológica que hasta la fecha ha protegido a las empresas tecnológicas estadounidenses como un muro frente a la competencia podría no ser tan grande como se creía. Los factores políticos han enturbiado aún más el clima bursátil en EE. UU. A ello se añaden los aranceles. Las políticas erráticas del presidente estadounidense Donald Trump están destruyendo la confianza: entre aliados, consumidores y empresas. Su intento de cerrar acuerdos y revertir los aranceles puede reducir, a corto plazo, la probabilidad de una recesión. No obstante, la política del presidente de EE. UU. socava la confianza, tanto de aliados como de consumidores y empresas. Esto probablemente lastimará el crecimiento económico estadounidense, así como los beneficios corporativos y las cotizaciones bursátiles.

¿Y qué significa esta situación general para sus carteras multiactivos?

TOBIAS SCHAFFÖNER: Para retomar la principal directriz de nuestra filosofía de inversión: lo más importante es una diversificación inteligente. Nunca configuramos nuestras carteras de tal manera que un escenario negativo nos pille completamente desprevenidos. A la vista de los signos políticos, prevemos que continúen las presiones inflacionistas estructurales; en este sentido, creemos que sería un error reducir demasiado las asignaciones a renta variable. También pueden surgir oportunidades interesantes más allá de los datos superficiales. A la hora de seleccionar valores en los últimos meses, ha sido importante mantener cierta disciplina de valoración y limitar el tamaño de las posicio-

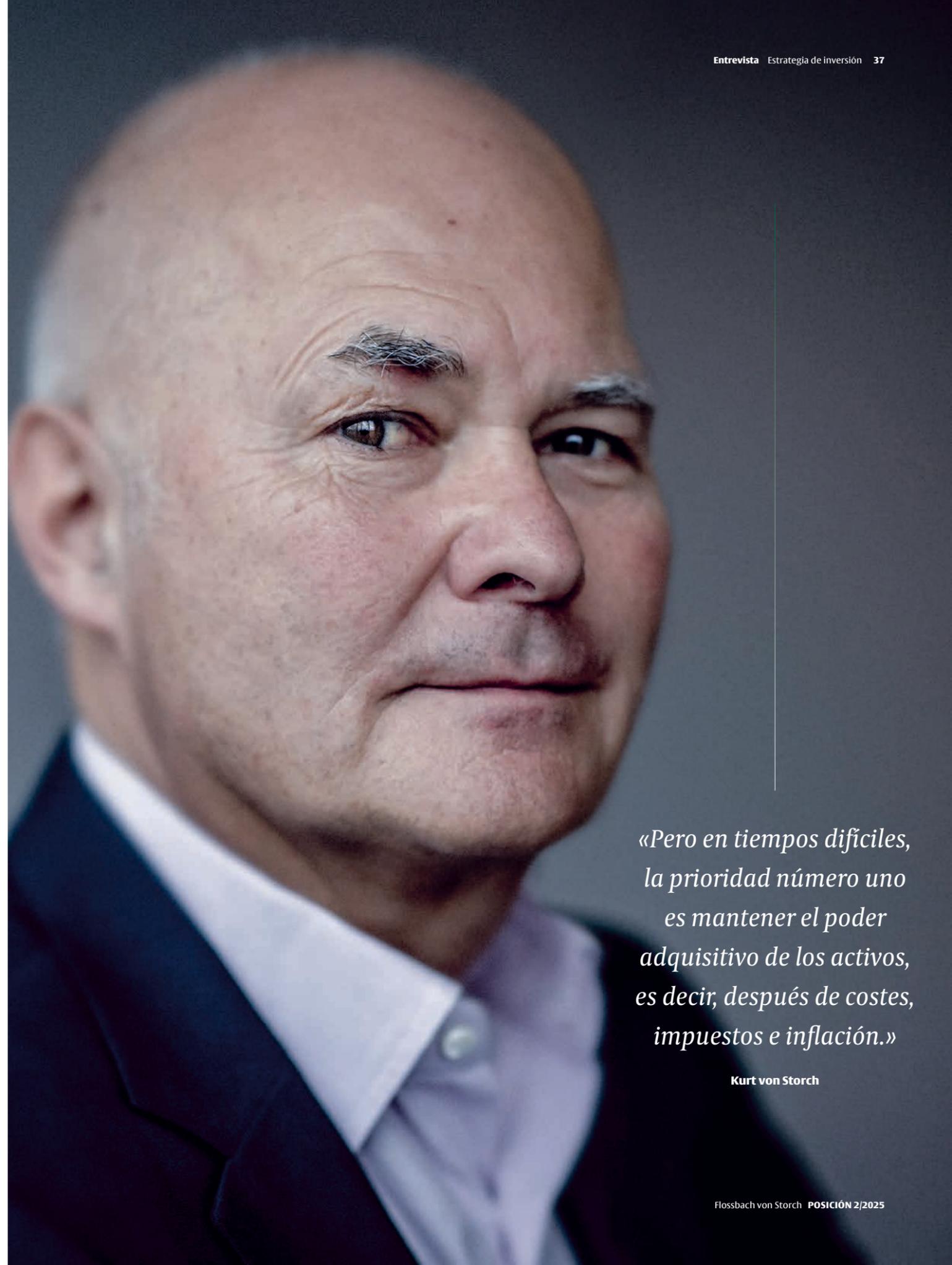
nes, sobre todo en el caso de las acciones tecnológicas a medida que las valoraciones subían. Al mismo tiempo, si nos fijamos en sectores como el de bienes de consumo no cíclico o el farmacéutico, se podían encontrar verdaderas gangas. Los valores en los que habíamos aumentado nuestras posiciones en estos sectores también se han comportado muy bien este año, a contracorriente de la tendencia del mercado.

¿Y en renta fija?

TOBIAS SCHAFFÖNER: La renta fija puede seguir aportando unos ingresos corrientes a una cartera a pesar de la caída de los tipos oficiales y, en función del escenario de riesgo, también puede actuar como amortiguador si cae la bolsa. Lo hemos visto recientemente en EE. UU.: a medida que aumentaba la inquietud sobre la economía, el tipo de interés de la deuda pública estadounidense a diez años cayó del 4,8% al 3,9%. Al bajar los rendimientos, suben los precios de los bonos. Sin embargo, este efecto de diversificación se revirtió por completo apenas unos días después, lo que pone de manifiesto la complejidad de la situación actual.

¿Podría explicarlo con un poco más de detalle?

TOBIAS SCHAFFÖNER: Los bonos del Tesoro de EE. UU. tienen tradicionalmente el estatus de refugio seguro. Es decir, en fases de crisis, como cuando surgen temores sobre la coyuntura económica, los inversores acuden en masa a estos títulos considerados de bajo riesgo, lo que suele traducirse en una caída de las rentabilidades y un aumento de los precios. Sin embargo, la desconcertante política arancelaria del presidente de EE. UU. ha puesto en entredicho este principio, ya que la confianza de los inversores extranjeros en Estados Unidos y sus instituciones se ha visto mermada. Como resultado, durante el reciente episodio de estrés en los mercados, ni el dólar ni los bonos del Tesoro estadounidense actuaron como amortiguadores, sino que perdieron valor al unísono con las acciones. Por tanto, la diversificación debe evaluarse siempre ex ante, y no mirando por el retrovisor. →



«Pero en tiempos difíciles, la prioridad número uno es mantener el poder adquisitivo de los activos, es decir, después de costes, impuestos e inflación.»

Kurt von Storch

«Después de todo,
en tiempos turbulentos
suelen surgir
también las mayores
oportunidades.»

Tobias Schafföner

¿Ha perdido el dólar su estatus de moneda de reserva mundial?

TOBIAS SCHAFFÖNER: No llegaría tan lejos. Estados Unidos sigue contando con el mercado de capitales más grande del mundo, y está profundamente integrado en el sistema financiero global. Tampoco veo, por ahora, ninguna otra área monetaria que pueda asumir de forma inminente el papel del dólar. No obstante, el estatus excepcional del dólar y de los bonos del Tesoro ha comenzado a mostrar algunas grietas. Los recientes récords en el precio del oro deben interpretarse también en este contexto es una primera señal de advertencia. Las razones son múltiples y no se limitan a la política exterior estadounidense. En el plano interno, Trump también ha causado inquietud, especialmente por cuestionar la independencia de la Reserva Federal (Fed) y presionar, por decirlo suavemente, a su presidente Jerome Powell para que bajara los tipos de interés.

Pero el presidente de la Fed se ha mantenido firme y no ha vuelto a bajar los tipos de interés...

TOBIAS SCHAFFÖNER: Es cierto. Si nos fijamos en la economía estadounidense, los aranceles, la inflación y el endeudamiento, la Reserva Federal no está recortando más los tipos de interés por una buena razón. En conjunto, los riesgos al alza para la inflación son más pronunciados en EE. UU. que en la zona euro. Y en eso también tiene que ver Donald Trump. Ya dijo en la noche electoral que quería reducir la deuda y la inflación, pero también subir los aranceles y expulsar a los inmigrantes. Al mismo tiempo, también quiere asegurarse de que la economía va bien.

KURT VON STORCH: La cuadratura del círculo. Ya solo el hecho de querer subir los aranceles y reducir la inflación no cuadra.

TOBIAS SCHAFFÖNER: Con las políticas actuales, la presión inflacionista estructural se mantendrá: en Europa, con el previsible aumento de los presupuestos de seguridad y defensa, y en EE. UU., debido a la política arancelaria y migratoria.

Esto tiene una relevancia tangible para los inversores. Quien no invierta su dinero en los mercados financieros debido a las incertidumbres políticas y lo deje en su cuenta bancaria corre el riesgo de que su patrimonio pierda poder adquisitivo. Mientras la inflación sea igual o superior al objetivo del banco central, el mantenimiento del poder adquisitivo no está asegurado.

Sobre todo porque es previsible que la deuda en Europa también aumente considerablemente. En EE. UU. ya es extremadamente elevada.

TOBIAS SCHAFFÖNER: Este tema puede desembocar rápidamente en una espiral de negatividad. Sin embargo, los inversores también pueden sacar conclusiones muy pragmáticas. Debe haber una proporción suficiente de activos tangibles en su cartera: además de renta variable, deberían incluir también oro, que, en nuestra opinión, representa una cobertura frente a los riesgos del sistema financiero. Y últimamente se ha comportado tan bien que es casi inquietante.

KURT VON STORCH: El oro es una inversión estratégica para nosotros. Desde el principio acordamos que debía formar parte de la asignación. Lo vemos como una moneda y como un elemento de diversificación, no como una materia prima. En un segundo plano siempre ha estado el tema del aumento de la deuda, que se ha agudizado aún más.

El precio del oro ha escalado hasta nuevos récords, mientras las bolsas estadounidenses retrocedían. Entonces, ¿mejor vender?

TOBIAS SCHAFFÖNER: No, la renta variable sigue siendo la clase de activos con el mayor potencial de rentabilidad para los inversores orientados al largo plazo. Y, en última instancia, la clase de activos con la mejor protección contra la inflación.

Muchas gracias por su tiempo.

Huida hacia puertos seguros

Lars Conrad

Lo que antes era válido ya no lo es. «Occidente», esa comunidad de numerosos Estados que defendían la democracia, la libertad y la justicia, amenaza con desintegrarse. Se extienden los temores a un cambio de era.

Esto quedó patente no hace mucho cuando Donald Trump presentó ante el mundo una lista de aranceles con potencial para abocar al sistema económico mundial a una grave crisis. O cuando el voluble presidente estadounidense y su «vice» desacreditaron al presidente ucraniano, Volodímir Zelenski, ante la prensa internacional para luego darle con la puerta en las narices. Estos numeritos mediáticos han terminado de dejar clara una cosa: la pax americana, que desde la Segunda Guerra Mundial había sido sinónimo de estabilidad geopolítica y económica, está en juego.

El mejor indicador de las convulsiones geopolíticas tal vez sea el mercado de bonos. Cuando las bolsas se desploman, los inversores huyen hacia puertos seguros y aumenta la demanda de bonos de emisores solventes, sobre todo de países que no presentan (o no presentaban hasta ahora) ningún riesgo de impago.

También existe la amenaza de que se produzca una nueva avalancha de bonos en los mercados, y no solo porque a los políticos les guste demasiado gastar o porque los antiguos préstamos contraídos en los años de tipos de interés cero tengan que refinanciarse ahora a tipos mucho más altos. Ahora, Europa tiene que tomar las riendas de su propia seguridad. El rearme hay que financiarlo, y eso solo puede hacerse en el mercado libre. La oleada de deuda, que tanto ha sorprendido a muchos, se refleja en el rendimiento de los bonos soberanos alemanes, que están subiendo como la espuma.

Del mismo modo, a pesar de algunas turbulencias, no se ha desatado una oleada de ventas en el mercado de bonos ni se ha llegado a materializar ninguna gran crisis financiera. Tradicionalmente, la deuda pública estadounidense y alemana se ha considerado un valor refugio en tiempos de tormenta bursátil. ¿Seguirá siendo así bajo el mandato del presidente Donald Trump?

Quando los mercados bursátiles se desploman, se desata una huida hacia la seguridad.

Cuando la amplitud se dispara

El anuncio de que EE. UU. pretendía plantar cara a sus socios comerciales con aranceles históricamente elevados provocó turbulencias en los mercados financieros internacionales. Una de las inversiones seguras más codiciadas era (en un principio) la deuda pública estadounidense, pero entonces surgieron las dudas.

El «día de la liberación» trajo a los estadounidenses – y al resto del mundo – sobre todo una cosa: más incertidumbre. Poco después de que el presidente de EE. UU., Donald Trump, desvelara la lista de nuevos aranceles en el llamado Liberation Day, los mercados reaccionaron. Se propagó el temor a una guerra comercial mundial y las bolsas de todo el mundo se desplomaron.

Al mismo tiempo subía el precio de los valores del Tesoro estadounidense. Los inversores se refugiaron en puertos seguros, como los treasuries, que durante generaciones se han considerado inversiones en gran medida exentas de riesgo y que actualmente siguen ofreciendo un tipo de interés aceptable. El aumento de la demanda encarece los productos, y lo mismo ocurre en el mercado de bonos.

Durante la «fase crítica» subió el precio de la deuda pública norteamericana, sobre todo en los vencimientos largos. Y cuando los precios suben, los tipos de interés bajan: en su punto álgido, la rentabilidad de los títulos a diez años cayó unos 40 puntos básicos en dos días de cotización. Movimientos como este en los tipos de interés son muy inusuales en el mercado de bonos en un espacio de tiempo tan corto y son, en última instancia, un indicador de crisis.

Empezaron a circular nuevos relatos, tanto en lo relativo al «panorama ge-

neral» – esto es, los acontecimientos macroeconómicos – como en la elaboración de escenarios de mercado concretos de cara al futuro. Sobre todas las previsiones planeaba ante todo el temor a que se acercara una estancación en EE. UU. (al menos si se mantenían los aranceles excesivos), a que la economía se debilitara primero para después dar paso a un repunte de la inflación. Aunque tanto la duración como la gravedad de semejante hipótesis son por lo general muy difíciles de predecir, el temor a una crisis económica de gran envergadura se extendió como la pólvora. Los inversores reorganizaron sus inversiones y optaron por no asumir riesgos. La calidad volvía a estar en boga. Se reestructuraron las carteras de renta variable, mientras que en las carteras de renta fija se redujo la demanda de emisores con peor solvencia.

Pronto todas las miradas estuvieron puestas en los bancos centrales. Una situación como esa supone para la Reserva Federal (Fed) estar entre la espada y la pared. Una posibilidad era que hubiera menos recortes de los tipos de interés en un entorno de aceleración del impulso inflacionario. O, en caso de recesión, que se produjeran recortes más rápidos de los tipos si la inflación resultaba ser «transitoria» en ese escenario.

Con la debida cautela reaccionó el presidente de la Fed, Jerome Powell,

que aunque advirtió de un aumento significativo de los riesgos, prefirió mantener una actitud de espera. En una situación tan confusa, un cambio de los tipos de interés oficiales en cualquier dirección probablemente fuera una apuesta arriesgada, aun cuando las expectativas del mercado aumentaran en la «fase crítica». Durante las turbulencias, los inversores esperaban recortes de los tipos de interés de 80 puntos básicos hasta finales de 2025; antes del anuncio de aranceles de Trump, la cifra seguía aún en los 70 puntos básicos. Las expectativas de inflación a corto plazo también se dispararon: el swap de inflación estadounidense a un año subió de la noche a la mañana 20 puntos básicos, hasta el 3,45 %. En comparación, en octubre del año pasado, este instrumento de cobertura aún rondaba el 2,2 %. Pero los relatos pueden cambiar, también de cara a los mercados de renta fija. La comparecencia de Donald Trump (junto con las reacciones del presidente y sus asesores) nos ha dejado sobre todo una cosa: la pérdida de confianza en la mayor economía del mundo. En materia de aranceles, los responsables carecen a todas luces de conocimientos económicos básicos. A pesar de todas las advertencias y señales de alarma de los mercados financieros, decidieron no cambiar por el momento su política nacionalista. Tampoco los republicanos, que lideran el Congreso y la

Cámara de Representantes, opusieron mucha resistencia.

Aunque durante un tiempo se mantuvo la volatilidad en los mercados bursátiles, la rentabilidad de la deuda pública estadounidense volvió a subir a pesar de la caída de las expectativas de crecimiento económico y de la ausencia de estímulos por parte de la Fed. A los pocos días superaba de nuevo el nivel anterior a la crisis, aunque la causa de esta aún no se hubiera solventado. Esto indica sobre todo una cosa: que los valores del Tesoro estadounidense han perdido atractivo. Corrieron los rumores de que China estaba vendiendo treasuries.

La confianza es la base de cualquier operación de crédito, ya sea en la caja de ahorros de la esquina o en el mercado de bonos del Estado. Los treasuries siguen gozando de buena reputación en todo el mundo, pero para que eso siga siendo así en el futuro se necesita una política fiable y ajustada a la realidad económica.

Ahora bien, ¿qué significa esto para los inversores? En tiempos de crisis es cuando los bonos cumplen su auténtica función: actuar como colchón frente a las oscilaciones inesperadas del mercado bursátil. Pero para que eso funcione, la cartera de bonos debe estar cuidadosamente seleccionada.

Por poner un ejemplo, nuestras carteras de bonos ya tenían una orientación más bien defensiva incluso antes de los últimos acontecimientos. En términos de calidad crediticia, la atención lleva mucho tiempo centrada en las calificaciones más altas, como en el caso de los bonos corporativos. También vigilamos los riesgos monetarios.

Y entonces, el viento cambió de dirección, sobre todo en EE. UU. Por eso, incluso en el caso de la deuda pública – que supuestamente es capaz de resistir cualquier crisis –, procuramos diversificar cuidadosamente la cartera, tanto por regiones como en términos de protección contra la inflación. Sí, hay alternativas a los bonos del Estado estadounidenses tradicionales. Sus equivalentes australianos o neozelandeses ofrecen rendimientos similares con un menor nivel de endeudamiento. Los bonos ligados a la inflación resultan útiles cuando se prevé que los precios vuelvan a subir.

El objetivo siempre es crear una cartera de bonos sólida, aunque la flexibilidad es cuando menos igual de importante. En épocas turbulentas, los mercados suelen reaccionar de manera exagerada, lo que puede ofrecer oportunidades a los inversores activos. Las oleadas de ventas son un buen momento para encontrar chollos, bonos de emisores castigados injustamente.

Alerta de tormenta en los puertos seguros

El objetivo del Gobierno de Donald Trump es la disrupción, también en materia geopolítica, y esto se nota en los bonos soberanos alemanes. Incluso antes de la crisis arancelaria, los rendimientos habían aumentado hasta niveles que no se veían desde la reunificación.

Cuando la tierra tiembla, las sacudidas pueden medirse a gran distancia. No con la misma intensidad que en el epicentro, pero el «sismógrafo» se dispara igualmente.

La agitación en los mercados financieros a raíz del anuncio de aranceles de Donald Trump no solo favoreció la demanda de treasuries, sino también de bonos soberanos alemanes, que se consideran inversiones especialmente seguras. En la fase crítica de los anuncios arancelarios de EE. UU., su precio subió, aunque no con tanta fuerza como el de sus equivalentes estadounidenses. La rentabilidad de los Bunds a diez años cayó temporalmente hasta en 0,2 puntos porcentuales a principios de abril. El diferencial de rendimiento respecto a los bonos del Tesoro estadounidense se redujo hasta quedar en poco más de 1,3 puntos porcentuales.

Aunque los efectos del terremoto de los bonos estadounidenses también son visibles en la deuda pública alemana, hay una diferencia. Y es que el mercado de bonos alemán ya había alcanzado un punto de inflexión antes de la crisis arancelaria.

Ante los ingentes costes de armamento e infraestructuras, el Bundestag y el Bundesrat decidieron suprimir el freno de deuda, un mecanismo previsto en la Constitución que limita al 0,35 % del producto interior bruto el endeudamiento neto anual del que todavía es un país (relativamente) poco endeudado. Una vez relajado este freno, la intención es financiar mediante préstamos los futuros gastos de defensa derivados de la retirada de EE. UU. y el paquete de infraestructuras por valor de unos 500.000 millones de euros para los próximos diez años.

La reacción del mercado no se hizo esperar mucho: el rendimiento de la deuda pública alemana, que siempre ha sido uno de los activos refugio del mercado de renta fija, se disparó de repente. El 5 de marzo, los Bunds a diez años subieron más de 30 puntos básicos, el mayor movimiento registrado desde la reunificación en 1990.

Además, la curva de tipos, que muestra los rendimientos de los títulos de deuda pública alemana con diferentes vencimientos, se inclinó notablemente. Los bonos a largo plazo rendían más que los títulos a corto plazo, lo que en última instancia refleja, entre otras cosas, una mayor incertidumbre. Tradicionalmente, los rendimientos de los bonos a corto plazo se ven más influidos por la política actual de los bancos centrales, mientras que los posibles factores de incertidumbre (por ejemplo, sobre una mayor oferta de deuda pública) es más probable que se reflejen en los títulos a largo plazo.

Este ejemplo demuestra que, como en cualquier mercado, en el de bonos también pueden producirse reacciones exageradas. Seguramente la subida de las rentabilidades tras la anulación del freno de deuda estuviera algo exacerbada. Tras tocar techo, los Bunds a diez años, por ejemplo, volvieron a caer gradualmente, gracias también a la crisis arancelaria causada por Trump en las últimas semanas.

Sobre todo en los proyectos de infraestructuras merece la pena fijarse en los detalles, y lo mismo puede decirse de la puesta en práctica de la suspensión del freno de deuda. Aunque el Bundestag y el Bundesrat ya han dado luz verde, es probable que al menos algunas de las medidas entren en vigor con bastante retraso. Los proyectos de obra y la ejecución de los contratos de defensa llevan su tiempo, así que todavía habrá que esperar antes de que se financien con préstamos... y antes de que la oferta de bonos del Estado en el mercado aumente considerablemente.

Así pues, este acontecimiento, que durante semanas acaparó los titulares, al menos en Alemania, demuestra sobre todo una cosa: que las exageraciones especulativas rara vez duran. Las turbulencias en los mercados siempre pueden ofrecer oportunidades, al menos si los inversores analizan la situación con cabeza fría e imparcialidad. Y si invierten activamente y su liquidez está asegurada.

i

La sección «**Bonds in the spotlight**» aparece regularmente en nuestro sitio web, siempre que ocurre algo relevante en la política monetaria o en los mercados de bonos. Los autores trabajan en el equipo de renta fija de Flossbach von Storch, por lo que la información que le proporcionamos es de primera mano.

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

Michael Altintzoglou

Signos de un cambio de paradigma



Durante mucho tiempo,
las buenas noticias fueron escasas en la bolsa de Pekín.
Pero recientemente han comenzado
a aparecer señales de recuperación del mercado.

A finales de enero, los avances significativos en inteligencia artificial anunciados por la startup china DeepSeek provocaron un desplome de las acciones vinculadas a semiconductores en todo el mundo. Las acciones de Nvidia, fabricante estadounidense de chips avanzados, cayeron más de un 17%, eliminando cerca de 600.000 millones de dólares en capitalización bursátil. Nunca antes una empresa había perdido tanto valor en una sola sesión.

La causa de este desplome: se informó que el modelo de IA de código abierto de DeepSeek se desarrolló con una potencia de cálculo mucho menor y a costes considerablemente más bajos que los sistemas estadounidenses competidores. Tras varios años de resultados decepcionantes, las bolsas de Shanghái y Hong Kong iniciaron 2025 con una clara tendencia al alza. Sin embargo, esta subida se vio interrumpida (temporalmente) el 2 de abril, cuando Donald Trump impuso a China aranceles desmesurados. Las acciones cayeron bruscamente. Las consecuencias a largo plazo de esta medida aún no están claras. No obstante, cabe preguntarse si el avance de DeepSeek podría marcar un punto de inflexión en la percepción internacional de China y prefigurar un cambio en los mercados del gigante asiático.

EL DESPERTAR DE UNA POTENCIA EN INTELIGENCIA ARTIFICIAL

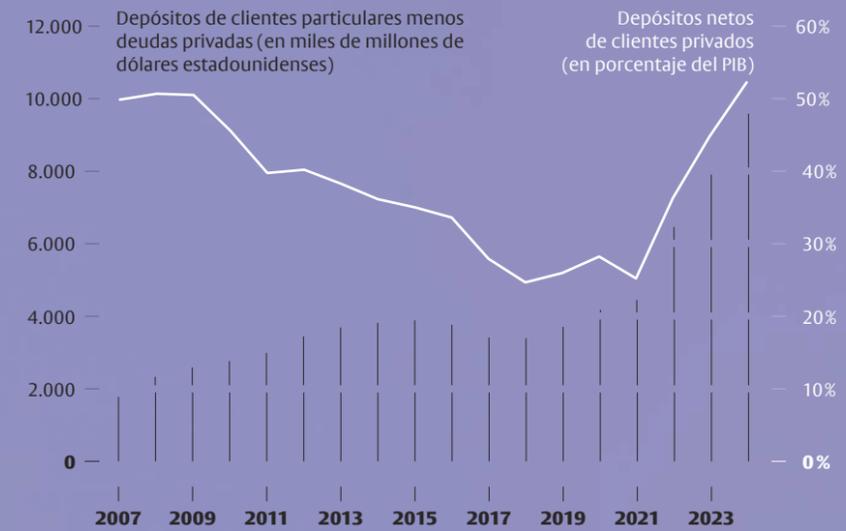
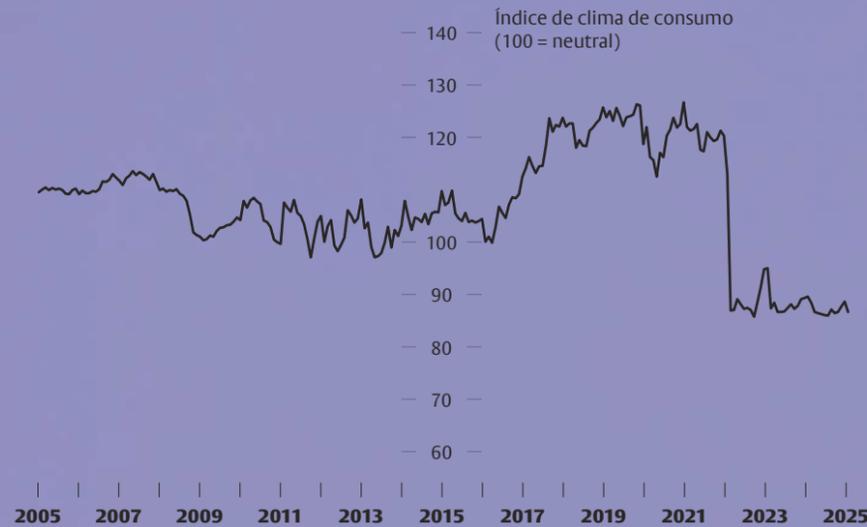
Creemos que se está gestando un cambio de rumbo. Si bien Estados Unidos aún mantiene su liderazgo en inteligencia artificial, China podría cerrar esa brecha rápidamente. Cerca de la mitad del talento mundial en IA reside en China, frente a menos del 20% en EE. UU. Ningún otro país forma cada año a tantos estudiantes en ciencias, tecnología, ingeniería y matemáticas.

China también lidera en número de patentes de IA y programadores. Las restricciones a la exportación de semiconductores estadounidenses han obligado a las tecnológicas chinas a optimizar su software para hacerlo compatible con hardware nacional menos avanzado. El último modelo de DeepSeek refleja avances notables en innovación de software. Y no es la única en acaparar titulares.

Los medios también informaron sobre la actuación de robots humanoides de Unitree Robotics junto a artistas humanos durante una gala del Año Nuevo chino. Lo destacado fue su capacidad de adaptar sus movimientos en tiempo real al ritmo de la música, gracias a sofisticados algoritmos de IA.

Así como DeepSeek compite con ChatGPT de OpenAI, los robots de Unitree quieren medirse con los Optimus de Elon Musk. Un dato significativo: sus equipos de desarrollo están compuestos mayoritariamente por jóvenes graduados de universidades chinas. →

Si bien Estados Unidos aún mantiene su liderazgo en inteligencia artificial, China podría cerrar esa brecha rápidamente.



BENDICIÓN POLÍTICA

Algunas tecnológicas chinas ya habían experimentado subidas bursátiles durante la pandemia. Pero el sector perdió el favor del gobierno de Xi Jinping a finales de 2020, justo antes de la salida a bolsa de Ant Financial, filial de Alibaba, cuando Jack Ma criticó el sistema bancario. Le siguió una oleada regulatoria que afectó gravemente a muchos modelos de negocio. Numerosos inversores extranjeros se retiraron, y el rendimiento bursátil fue decepcionante.

Recientemente, sin embargo, los medios informaron ampliamente sobre un simposio con empresarios privados. Los medios estatales mostraron a Xi Jinping estrechando la mano del fundador de Alibaba, ausente de la vida pública desde 2020.

¿Una señal de rehabilitación? Fue la primera reunión de alto nivel de Xi con el sector privado en años. El presidente subrayó su importancia para la economía china y prometió condiciones de competencia justas entre empresas públicas y privadas.

RECUPERAR LA CONFIANZA DEL SECTOR PRIVADO

Este nuevo enfoque podría suponer un cambio de rumbo que reduzca el riesgo político para las empresas privadas. La presencia del primer ministro Li Qiang refuerza la intención de Pekín de recuperar la confianza del sector privado. Esta apuesta se alinea con el objetivo de reactivar la economía. Alibaba anunció recientemente una asociación con Apple para apoyar los servicios de IA en los iPhones en China, país que ya cuenta con más usuarios de iPhone que EE. UU. Para Apple, integrar IA es crucial ante la creciente competencia local. Dado el peso simbólico de ambas compañías, el acuerdo tiene una gran relevancia.

RECUPERAR LA CONFIANZA DEL SECTOR PRIVADO

Este nuevo enfoque podría marcar un cambio de rumbo, señalando una menor exposición al riesgo político para las empresas privadas. La presencia del primer ministro chino, Li Qiang, subraya la voluntad de Pekín de restaurar la confianza en el sector privado. Este respaldo a las empresas también forma parte del objetivo general de reactivar la economía. Alibaba anunció recientemente una asociación con la estadounidense Apple para reforzar los servicios de inteligencia artificial en los iPhones en China. De hecho, el país asiático ya cuenta con más usuarios de iPhone que Estados Unidos. Para Apple, la integración de IA es crucial, dado que las ventas de dispositivos están cayendo en China por el auge de la competencia local. Dada la magnitud y el prestigio de ambas compañías, el acuerdo tiene también un alto valor simbólico.

UN DESHIELO REGULATORIO PODRÍA ELIMINAR OBSTÁCULOS AL CRECIMIENTO

Tras años de ralentización económica y un aumento de las tensiones geopolíticas, tanto Xi Jinping como las empresas y los consumidores chinos necesitan buenas noticias. Los activos chinos llevan tiempo lastrados por un mercado laboral debilitado, un crecimiento salarial anémico y la inestabilidad del sector inmobiliario.

Esto explica que la confianza de los hogares aún esté al mismo nivel que durante los confinamientos por la pandemia de COVID-19. La demanda de consumo sigue siendo tímida, mientras que los depósitos bancarios de los hogares han crecido en casi 10 billones de dólares, superando ya los 21 billones de dólares estadounidenses. Descontando el endeudamiento privado, eso representa más de la mitad del PIB de China de 2024 (véase los gráficos 1 y 2).



Gráfico 3
Divergencia
Evolución del beneficio operativo
y del valor de mercado de
cinco acciones tecnológicas chinas

El conjunto de acciones incluye:
Tencent, Alibaba, NetEase, JD.com, Baidu

**La rentabilidad histórica no es un indicador
de los resultados futuros.**

Fuente: FactSet, Flossbach von Storch,
a 30 de abril de 2025



Estos desafíos no desaparecerán de la noche a la mañana. Sin embargo, creemos que una aceleración del alivio regulatorio podría resultar más eficaz que las políticas fiscal y monetaria actuales.

La supervisión reguladora sobre los gigantes de Internet iniciada tras la cancelación de la salida a bolsa de Ant Financial en 2020 provocó un aumento en las primas de riesgo de las tecnológicas chinas y una significativa depreciación bursátil, pese a que sus fundamentos seguían siendo sólidos. Un enfoque más favorable al sector privado permitiría a los inversores volver a enfocarse en los fundamentales económicos.

LA SOMBRA DE UNA GUERRA COMERCIAL

La intensificación del conflicto arancelario con Estados Unidos está actuando como un freno a la recuperación del mercado. Sin embargo, las exportaciones chinas al país norteamericano apenas representan un 3% del PIB. Por tanto, conviene no sobrestimar el impacto de esas barreras comerciales.

Además, el comportamiento errático del presidente estadounidense impide hacer previsiones fiables, lo que, paradójicamente, podría jugar a favor de China. De hecho, la prima de riesgo política de China podría empezar a disminuir, mientras que muchos inversores consideran que la de EE. UU. ha aumentado, al menos mientras las grandes tecnológicas chinas, tras su prolongado bache, sigan presentando valoraciones atractivas frente a sus homólogas estadounidenses.

Después de años de evolución decepcionante, el mercado bursátil chino – considerado por algunos como “no invertible” – podría estar preparado para volver al primer plano. Y la todavía considerable “prima de descuento china” podría comenzar a reducirse. Actualmente, menos del 10% de las acciones chinas están en manos de inversores extranjeros.



Gráfico 4

Índice MSCI China

Relación precio-beneficio (PER) basada en los
beneficios esperados para los próximos 12 meses

**Las previsiones de beneficios se basan en supuestos
específicos. Los resultados reales pueden
diferir considerablemente de estas estimaciones.**

**La rentabilidad histórica no es un indicador
de los resultados futuros.**

Fuente: LSEG Datastream, Flossbach von Storch,
a 30 de abril de 2025

LA CONFIANZA, UN MOTOR DECISIVO

La recuperación de la confianza en el sector privado es, a nuestro juicio, un factor decisivo para garantizar la prosperidad económica a largo plazo. Pero para que esa confianza se consolide, será necesario que las declaraciones del presidente Xi Jinping se traduzcan en acciones concretas: reformas que favorezcan el mercado, incentivos para la inversión y medidas que estimulen el consumo privado.

El reciente Congreso Nacional del Pueblo ofreció algunas señales en esa dirección. Los líderes del Partido decidieron elevar el objetivo de déficit presupuestario del 3% al 4% del PIB, y se aumentó también el límite de emisión de bonos especiales para los gobiernos locales.

No obstante, las autoridades cerraron la puerta a un gran paquete de estímulo económico único. En cambio, se perfila un cambio político gradual pero sostenido, con el objetivo de apoyar la economía, impulsar el progreso tecnológico y dinamizar la demanda interna.

Entre las medidas anunciadas en el plan de acción del Consejo de Estado, figura un programa de renovación de bienes de consumo, con subvenciones para quienes sustituyan sus electrodomésticos antiguos por nuevos, siguiendo el ejemplo de la “prima de desguace” implementada en Alemania tras la crisis financiera de 2009 para estimular el sector automotriz. También se contemplan aumentos en las ayudas familiares y mejoras en la red de protección social.

Los comunicados oficiales que anuncian el fin del declive del sector inmobiliario y la estabilización de las bolsas parecen esta vez más creíbles que en el pasado. Estas señales alentadoras apuntan, en nuestra opinión, hacia una recuperación duradera del mercado accionario chino. ♦

Michael Altintzoglou es gestor de carteras
en Flossbach von Storch SE, en Colonia.

O LA MÁS R APOLÍTICA O DE TODAS LAS CLASES DE ACTIVOS

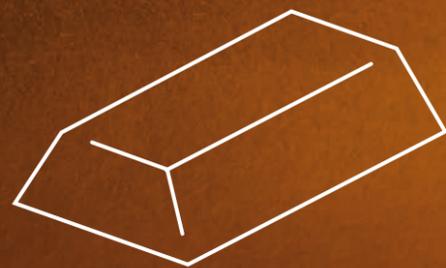
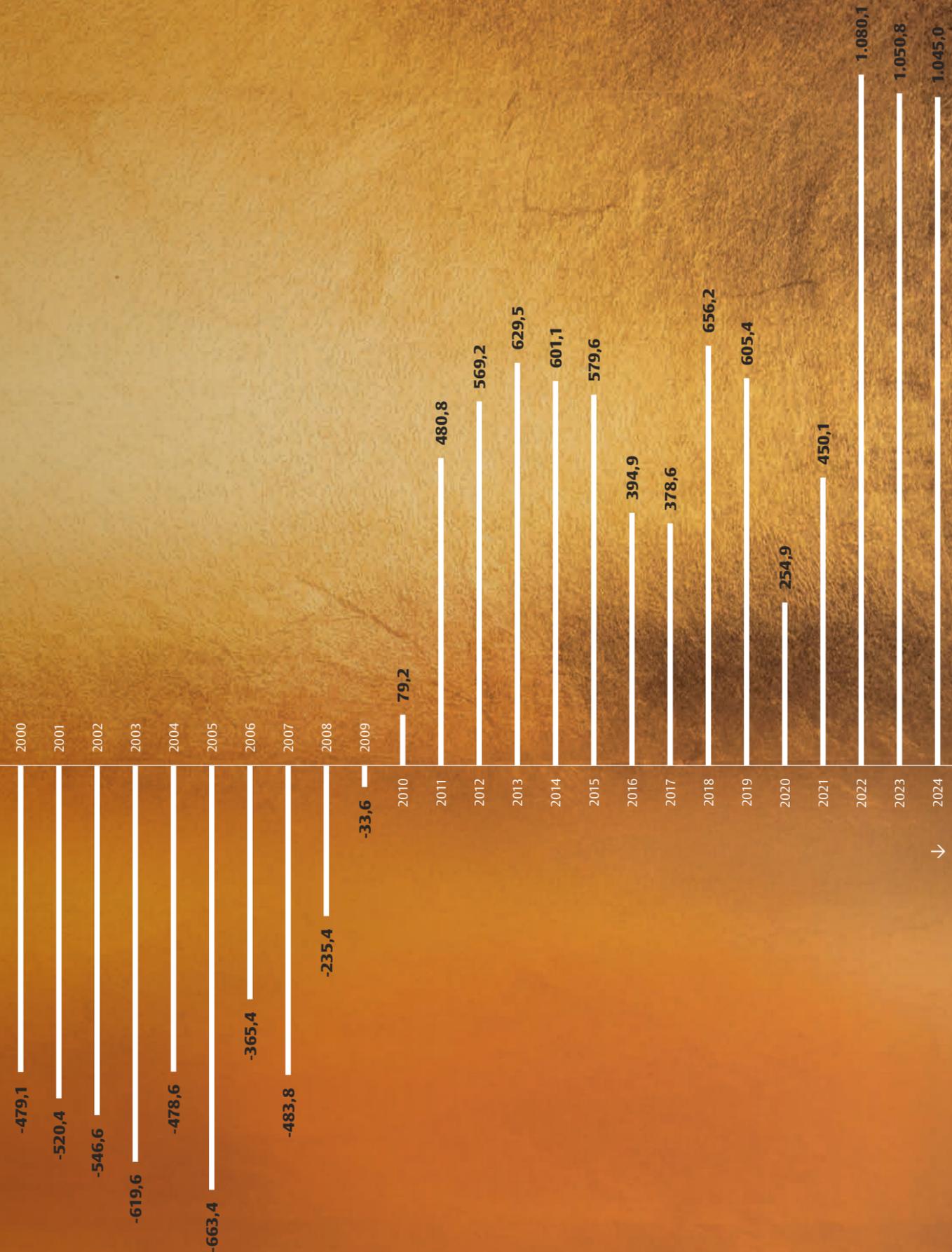


Gráfico 1
La moneda apolítica de último recurso
Compras netas de oro de los bancos centrales en toneladas por año

La rentabilidad histórica no es un indicador de los resultados futuros.
Fuente: LSEG Datastream, Flossbach von Storch, a 30 de abril de 2025



La incesante subida del precio del oro hasta superar los 3000 dólares por onza es un reflejo de la incertidumbre mundial. Si los bancos centrales y los inversores extranjeros quieren proteger sus reservas de divisas frente al acceso (o mejor dicho, la manipulación) del Gobierno estadounidense, el oro es prácticamente su única opción. Sobre el metal precioso no se cierne ninguna amenaza de confiscación ni ningún impuesto sobre las transacciones, como se ha llegado a debatir recientemente para la deuda pública estadounidense («Mar-a-Lago Accord»).

El año pasado, las compras netas de oro de los bancos centrales superaron las 1000 toneladas por tercer año consecutivo (véase el gráfico 1). Los mayores compradores fueron los bancos centrales chino, indio, polaco y turco.

Sin embargo, en los últimos tiempos el precio del oro no solo se ha visto impulsado al alza por los bancos centrales, sino también, por primera vez en años, por los inversores financieros, que en su mayoría invierten en oro en forma de ETF. En el primer trimestre de 2025, las tenencias mundiales de oro de los ETF aumentaron en unas 160 toneladas, hasta alcanzar las 2740 toneladas. Esto ha frenado la tendencia a la baja de los últimos años (véase el gráfico 2).

Puede que el reciente aumento de la demanda de ETF se deba también a un efecto de recuperación del terreno perdido. La continua subida del precio del oro ha sido muy molesta para todos aquellos que han vendido sus reservas en los últimos años. La esperanza de entrar en el mercado a un precio favorable se ha visto frustrada en repetidas ocasiones. Y ahora la situación geopolítica se vuelve cada vez más sombría.

También en este caso, el protagonista es el nuevo presidente de EE. UU. China sigue siendo el gran rival de Donald Trump, que con su amistad con Vladimir Putin quiere aislar a la única potencia mundial que puede hacer frente a EE. UU. Razón de más para que los chinos prefieran invertir sus reservas de divisas en oro antes que en bonos soberanos estadounidenses.

Así pues, el repunte del oro no es, después de todo, motivo de celebración. Es probable que incluso quienes posean oro tengan sentimientos encontrados ante la subida del precio. ♦

Es probable que incluso quienes posean oro tengan sentimientos encontrados ante la subida del precio.

Gráfico 2
La demanda de inversión se ha estabilizado
 Posiciones mundiales en oro de los ETF:
 los inversores financieros también vuelven a comprar oro
La rentabilidad histórica no es un indicador de los resultados futuros.
 Fuente: Bloomberg, Flossbach von Storch, a 30 de abril de 2025



LOS NÚMEROS NO MIENTEN

...¿CIERTO?

Julian Marx

«Fake news» o noticias falsas es un término acuñado por el presidente de Estados Unidos, Donald Trump, durante su primer mandato. Este fenómeno siempre ha existido. Explicamos por qué incluso las estadísticas pueden dar una imagen falsa.

→

En el segundo día de su primera presidencia, Donald Trump, entonces el 45.º presidente de los EE. UU., declaró enemigos a los medios de comunicación por difundir «fake news» sobre él. Este término pronto se convirtió en uno de uso habitual.

Las «fake news» o noticias falsas se crean mediante titulares sensacionalistas, imágenes manipuladas y afirmaciones que dan una impresión falsa, pero que a primera vista parecen noticias reales. Y el propio Trump es probablemente uno de los campeones. Según los datos publicados por el Washington Post, habría difundido un total de 30.573 declaraciones falsas o engañosas en los cuatro años de su primer mandato. Incluso como presidente en funciones, Trump utilizó su cuenta privada de Twitter para presentar sus políticas, hasta que su cuenta fue cerrada tras el asalto al Capitolio en enero de 2021, a pesar de sus 88 millones de seguidores.

SE ACABÓ CON LA VERIFICACIÓN DE HECHOS

Justo al comienzo del segundo mandato de Trump como 47.º presidente de EE. UU., las principales redes sociales eliminaron la verificación de hechos que tanto le incomoda. ¿Cómo puede uno protegerse para no ser víctima de las «fake news»?

El panorama actual de los medios de comunicación ofrece a los usuarios enormes oportunidades de formarse sus propias opiniones, apoyadas además por las posibilidades de la inteligencia artificial. Cualquiera que busque algo está a tan solo unos clics de poder obtener información exhaustiva sobre casi cualquier tema. Y de hecho, las consultas de búsqueda muestran que la mayoría de la gente ya no solo utiliza Internet para informarse sobre su equipo deportivo favorito, su próximo viaje de vacaciones o una nueva receta, como solía ser. También son muy populares temas como las pensiones y la actualidad política y mundial. Por lo tanto, existen muchas posibilidades de obtener información, y nunca ha sido tan rápido y de tan fácil acceso como hoy.

LA PELIGROSA TRAMPA DEL SUBCONSCIENTE

Sin embargo, como todos sabemos, toda moneda tiene dos caras. Una cosa es obtener información, y otra comprenderla y clasificarla correctamente. Mientras que algunos medios de comunicación de calidad suelen requerir que las tesis importantes se contrasten con varias fuentes o, en algunos casos, que cada hecho se corrobore con referencias, a menudo no hay ningún tipo de filtro de seguridad con la información difundida en Internet.

Además, el subconsciente hace que las personas sean especialmente susceptibles a las noticias falsas. Efectivamente, los titulares llamativos suelen atraer más la atención que los textos basados en el conocimiento. Así lo recoge un estudio realizado por el reputado Instituto Tecnológico de Massachusetts (MIT) en 2018. Los autores del estudio analizaron unos 126.000 hilos de mensajes del servicio de noticias Twitter, que fueron tuiteados más de 4,5 millones de veces por unos tres millones de personas entre 2006 y 2017. Un resultado del estudio es que en esta red social, las declaraciones veraces tardaban unas seis veces más que las falsas en llegar a 1.500 personas.

Según los autores del estudio, una explicación de este tipo de resultados puede proporcionarla la teoría de la información. Según esta, la nueva información puede contribuir a una toma de decisiones productiva y fomentar el intercambio de información, porque actualiza nuestra comprensión del mundo. Por tanto, la información supuestamente rompedora se considera especialmente valiosa y atrae la atención de la gente. Los aspectos sociales también influyen en la información que captamos, porque las noticias nuevas pueden transmitir el estatus social de estar «al día» o tener acceso a «información privilegiada». En consecuencia, la gente es especialmente receptiva a las noticias llamativas o explosivas, ya sean verdaderas o falsas.

La distinción entre verdad y mentira no siempre es intuitiva. Conviene tener una actitud crítica en que no se tome todo al pie de la letra, sobre todo cuando se trata de noticias supues-

tamente rompedoras. Sin embargo, a veces incluso puede ser engañosa información de la que no sospecharíamos a primera vista: ¡los datos reales!

UNA CITA QUE TODO EL MUNDO CONOCE

Un caballero de edad avanzada, aficionado a fumar puros y a las frases concisas, que fue Premio Nobel de Literatura en 1953 e impulsor de la resistencia británica contra Adolf Hitler durante la Segunda Guerra Mundial: el ex primer ministro británico Winston Churchill. Se dice que afirmó: «solo me fío de las estadísticas que he manipulado yo mismo». En Alemania se le atribuyó esta cita durante décadas. Es una frase popular que ha aparecido en numerosos discursos y escritos. Sin embargo, no hay pruebas de ello. Todo lo contrario.

Werner Barke, antiguo asesor de la Oficina Estatal de Estadística de Baden-Wurtemberg, dedicó muchos años a investigar el origen de la cita. En su opinión, «nada demuestra que sea cierto, sino todo lo contrario». Esta cita es completamente desconocida en el Reino Unido. Al parecer, ni la oficina de estadística del país ni el diario británico de gran tirada The Times la han oído nunca. ¿Entonces es mentira y una patraña?

No exactamente. Durante la Segunda Guerra Mundial, por ejemplo, Churchill expresó manifiestamente considerables dudas sobre los datos estadísticos de los triunfos militares de Hitler. Al mismo tiempo, los medios de comunicación del Reich alemán –siguiendo instrucciones del entonces ministro de Propaganda Joseph Goebbels– debían presentar a Churchill como un mentiroso y para ello recurrían a menudo a cifras falsificadas. Presumiblemente, la difundida cualidad de mentiroso de Churchill y sus dudas sobre las estadísticas militares alemanas se barajaron en algún momento y por eso en el mundo de habla alemana se le atribuyó esta cita, que con toda probabilidad nunca existió. Contrariamente a lo que podría sugerir la cita, Churchill era un gran partidario de las estadísticas oficiales correctas. Durante la Segunda Guerra Mundial, por ejemplo, subrayó que era «vital» que la información sobre las pérdidas de buques británicos no cayera en malas manos, ya que esto proporcionaría al

«Solo me fío de las estadísticas que he manipulado yo mismo».

enemigo información importante sobre el éxito o fracaso de sus formaciones de ataque, que cambiaban continuamente.

Por tanto, Winston Churchill otorgaba una gran importancia a las cifras y las estadísticas; no obstante, era consciente de que su contenido informativo también tiene que ver con su uso responsable.

¿EMPLEA EL ESTADO ALEMÁN A DEMASIADA GENTE ...?

No en vano, en Alemania se aplican los principios de neutralidad, objetividad e independencia profesional al trabajo de las estadísticas oficiales. Pero incluso con unos datos correctos, existe el riesgo de interpretaciones erróneas, como ilustra el siguiente ejemplo.

La necesidad de reducir la burocracia fue, entre otros, un tema importante en la reciente campaña electoral del país. Y cuando se habla de los funcionarios públicos alemanes, casi todo el mundo tiene algo que decir. Innumerables ejemplos ilustran desde hace años los excesos del aparato burocrático. Por ejemplo, se tarda demasiado en obtener permisos de construcción, los permisos de trabajo para trabajadores cualificados extranjeros a menudo tardan años en obtenerse y son demasiado caros, y los formularios son cada vez más largos e incomprensibles. En resumen, la opinión generalizada suele ser que el sector público es demasiado lento. Desde 2008, el número de empleados en el sector público ha pasado de 4,5 millones a 5,3 millones (véase el gráfico 1).

¿Cómo encaja esto? Para aquellos que desean criticar la lentitud del sector público, estas cifras lo dicen todo. La conclusión sería: «en 15 años se han creado 800.000 nuevos empleos y los problemas han ido aumentando». Pero ¡cuidado! Otro dato estadístico presenta una situación diferente.

... ¿O NO HAY SUFICIENTES FUNCIONARIOS?

Las cifras de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) podrían incluso sugerir que el sector público alemán no cuenta con suficientes empleados.

Efectivamente, en 2021, la proporción de trabajadores del sector público sobre el empleo total en Alemania era del 11%, un porcentaje relativamente bajo en comparación con los niveles internacionales. La media de la OCDE ascendía a casi el 19%, lo que sitúa a Alemania al mismo nivel que el «alumno modelo» Suiza, conocida por su gran capacidad innovadora y que lleva años ocupando el primer puesto en el Índice Mundial de Innovación.

Entonces, ¿cuál es la situación real del sector público? ¿Hemos empleado a demasiados «perezosos»? Las estadísticas anteriores ya dejan claro que un rompecabezas se compone de muchas piezas. En consecuencia, un buen análisis no puede limitarse a las piezas individuales del rompecabezas.

UNA MIRADA ENTRE BASTIDORES

Un primer paso para obtener una mejor impresión general sería examinar más detenidamente las áreas en las que el crecimiento del empleo fue especialmente elevado durante este periodo. Lo que llama más la atención es el aumento de personal en las guarderías. Entre 2008 y 2023, el número de educadores infantiles se duplicó con creces, hasta alcanzar los 278.900. Esto explica casi una quinta parte del aumento del empleo.

Ello debería calmar un poco los ánimos, ya que este crecimiento está bien justificado. Por un lado, la necesidad de guarderías ha aumentado considerablemente. Solo entre 2014 y 2024, el número de niños atendidos en guarderías pasó de algo menos de 3,3 millones a más de 3,9 millones. Pero además, ha aumentado el tiempo de atención por niño. Mientras que en 2014 alrededor del 42% de los niños eran acogidos durante «más de 35 horas a la semana», esta cifra era recientemente del 46%. Asimismo, el valor para la sociedad de las guarderías va más allá del componente social, ya que ofrecen el primer lugar de socialización secundaria. Desde el punto de vista económico, la atención infantil también es una importante piedra angular. Es probable que la expansión de los jardines de infancia haya contribuido considerablemente a que la tasa de empleo femenino haya pasado del 58% en el año 2000 a casi el 74% en 2023. →

Gráfico 1
¿Demasiados funcionarios?
Desde 2008, su número ha aumentado un 17% en Alemania.

Número de trabajadores del sector público (en millones)

Fuente: Oficina Federal de Estadística de Alemania, Flossbach von Storch, a 30 de abril de 2025

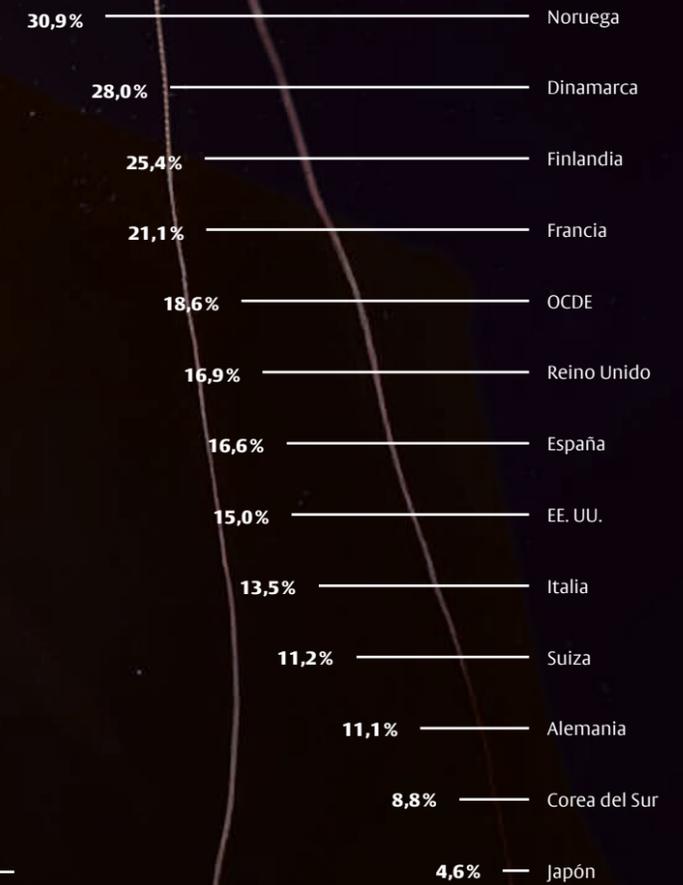


Gráfico 2
¿Demasiado pocos funcionarios?
Porcentaje del empleo total en 2021 por debajo de la media de la OCDE.

Número de empleados en el sector público en relación con el empleo total (en porcentaje)

Fuente: OCDE, Flossbach von Storch, a 30 de abril de 2025



El sentido común puede ayudarnos, incluso, o quizá especialmente, en la jungla informativa de la era digital.

Además de los educadores infantiles, el número de empleados en las universidades aumentó en unas 189.000 personas entre 2008 y 2023 hasta casi 622.000. Esto representa un alza del 44%. Al mismo tiempo, el número de estudiantes también se incrementó en un 42%. Al igual que en el sector de las guarderías, el aumento del número de empleados en las universidades también obedece a unas mayores necesidades. Ambos ejemplos muestran que simplemente se ha ampliado el número de personal para cubrir la demanda. Sin embargo, no todas las críticas a la burocracia pueden descartarse de plano.

¿QUÉ ES DEMASIADA REGULACIÓN?

Tanto empresarios como economistas no disputan el hecho de que en Alemania y la Unión Europea tenemos demasiada regulación. Por ejemplo, el número de leyes y ordenanzas federales siguió aumentando entre 2014 y 2024, de 4.391 a 4.646. El número de normas individuales contenidas en estas creció aún más, un 17% hasta 96.427.

En este sentido, la regulación no es mala per se. Por el contrario, puede interpretarse como un signo de progreso. Un ejemplo es la protección del medio ambiente, para la que prácticamente no existía legislación a principios de los años sesenta. En 1961, Willy Brandt, que más tarde se convertiría en canciller alemán, exigió que «el cielo de la cuenca del Ruhr vuelva a ser azul». Con ello, situó la protección del medio ambiente en el centro del debate social. Desde entonces, la política medioambiental ha tenido muchas repercusiones positivas. La calidad del agua de los lagos de baño alemanes se mantiene en un nivel elevado desde hace más de 20 años. Mientras que en 1992 ni siquiera el 30% de los lagos cumplían los límites prescritos, recientemente se ha certificado que más del 90% de ellos tienen una calidad de aguas de baño «excelente». En el ámbito del tráfico por carretera, las exigencias de seguridad y las normas de circulación más estrictas han contribuido a reducir el número de muertes en carretera a lo largo del tiempo. Mientras que el número de muertos en carretera solo en el antiguo territorio de la RFA ascendía a 19.193 en 1970, recientemente había retrocedido a menos de 3.000 en la actual República Federal.

Sin embargo, a pesar de estos logros, la burocracia nunca debe convertirse en un fin en sí misma. El aumento de la prosperidad, pero también el cambio de los valores sociales a lo largo del tiempo, han llevado a diversos grupos de interés a exigir constantemente nuevas normativas: cada vez más protección de datos, cada vez más regulación bancaria, cada vez más requisitos ASG para las empresas. En sí mismas, muchas propuestas legislativas están justificadas y responden a necesidades comprensibles de la población. Sin embargo, el resultado es que la maraña de normativas ha llegado a un punto en el que las distintas normas a menudo se contradicen entre sí. Esto exige una coherencia jurídica cada vez más compleja y una aplicación administrativa cada vez más amplia, con el consiguiente aumento de las necesidades de personal en muchos ámbitos administrativos.

LA TRAMPA DE LA CAPACIDAD DE RESPUESTA DEMOCRÁTICA

En este contexto, los expertos en ciencias políticas suelen hablar de la trampa de la capacidad de respuesta democrática («democratic responsiveness trap»): un Estado benevolente que se enreda en una burocracia creciente. Esto ralentiza y complica procesos como las decisiones de inversión y paraliza la actividad económica. Un estudio del Instituto Ifo del año pasado estimaba el coste de la burocracia en forma de pérdida de producción económica en Alemania en 146.000 millones de euros al año. Los diferentes intereses y leyes pueden chocar entre distintas áreas, por ejemplo, al contraponer los intereses entre la protección de datos y los historiales médicos personalizados para una atención eficiente y óptima a los pacientes; pero también dentro de un mismo ámbito pueden surgir objetivos opuestos. En política medioambiental lo sabemos muy bien: no es infrecuente que la protección de las especies y el deseo de ampliar las energías renovables se contrapongan.

El ejemplo del empleo público muestra lo difícil que puede ser interpretar con imparcialidad incluso unas simples estadísticas. En muchas áreas del sector público se han tomado

las medidas adecuadas y necesarias. El enorme aumento del empleo registrado en el sector de las guarderías es un requisito necesario para que los dos progenitores de muchas familias puedan trabajar.

Por otra parte, no cabe duda de que el sector público también se enfrenta a unos enormes retos. Tiene que encontrar la manera de salir de la trampa de la capacidad de respuesta democrática.

CONTRASTAR EN LUGAR DE APRESURARSE A JUZGAR

Es evidente que el mundo no es solo blanco o negro. En un entorno cada vez más polarizado, cada vez es más importante contrastar las cosas de forma objetiva en una gran variedad de temas. Las cifras y las estadísticas son unas herramientas valiosas para orientarse en un mundo cada vez más complejo. No mienten, pero hay que contrastarlas con un espíritu crítico.

Por tanto, aún más importante que la preocupación por un uso indebido de las cifras son las oportunidades que ofrecen unas buenas estadísticas. Si se utilizan bien, contribuyen a ganancias de eficiencia y al progreso. Por ejemplo, las tasas de natalidad actuales pueden servir para calcular cuántos profesores harán falta dentro de diez años. Es importante explotar este tipo de conocimientos. El sentido común puede ayudarnos, incluso, o quizá especialmente, en la jungla informativa de la era digital. ♦

Julian Marx es analista en Flossbach von Storch SE.

Glosario

Términos económicos

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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.

© 2025 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: 30 abril 2025

ES 112 0525 XXXX ES

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

Redacción:
Michael Altintzoglou, Lars Conrad,
Dr. Bert Flossbach, Jens Hagen, Dörte Jochims,
Thomas Lehr, Shenwei Li, Julian Marx, Christian Panster,
Dr. Tobias Schafföner, Prof. Dr. Gunther Schnabl,
Kurt von Storch, Philipp Vorndran

Diseño: Markus Taubeneck, Carolin Euskirchen,
Franziska Fritz und Heller & C
Impresión: TheissenKopp GmbH

INFORMACIÓN SOBRE EL MATERIAL FOTOGRÁFICO

Derechos de autor: © Carolin Euskirchen, Ilustración (página de título); © Marc Comes, CHB-P (p. 3); © John Lund, Getty Images (p. 5 arriba); © Karoly Effenberger (p. 5 al centrado); © Carolin Euskirchen, Ilustración (p. 6–17); © Carl & Ann Purcell, Getty Images (p. 18); © John Lund, Getty Images (p. 24–29); © Jinhe Li (p. 30); © Karoly Effenberger (p. 32–38); © Helen King, Getty Images (p. 40–41); © Dirk Wüstenhagen Imagery, Getty Images (p. 42–43); © Oleq Slabinskiy, Getty Images (p. 45–46); © Javier Zayas, Getty Images (p. 48–53); © Katsumi Murouchi, Getty Images (p. 54–57); © Aaron Lam, Getty Images (p. 58–64); © Marc Comes, CHB-P (p. 68, reverso)

Dirección de contacto
Flossbach von Storch Invest S.A.
Sucursal en España
Calle José Ortega y Gasset, 7
28006 Madrid
www.flossbachvonstorch.es



Flossbach von Storch