

POSICIÓN

Apuntes de mercado para inversores



LO QUE QUEDA DEL DÓLAR

EURO

ACCIONES TECNOLÓGICAS

ORO

Mucho mejor digital

En auge

Mantiene su posición como moneda de último recurso



Dicen que la mejor defensa es un buen ataque. Donald Trump rara vez parece no estar en «modo de ataque». El presidente norteamericano se rige por la ley del más fuerte, tanto en EE. UU. como en el resto del mundo. Y no solo lo están notando los jefes de Gobierno de otros países, sino también el presidente de la Reserva Federal (Fed), Jerome Powell.

En palabras de Trump, es un tonto derrochador que ya le ha costado mucho dinero a EE. UU. Porque no ha sabido mantener bajo control los costes de renovación de la sede de la Fed, pero sobre todo ¡porque se ha negado a bajar de una vez por todas los tipos de interés!

Este tipo de ataques contra el responsable de una institución independiente no son, desde luego, motivo de orgullo, pero a Trump eso le importa poco. Quiere tipos más bajos. Necesita tipos más bajos para mantener bajo control el presupuesto público. Y con sus recurrentes ataques a la Fed está dañando la confianza de los inversores internacionales en la fiabilidad de EE. UU., especialmente en el dólar.



EN UNA PALABRA

En las bolsas, las cotizaciones han seguido subiendo últimamente. A pesar de las impredecibles políticas de Donald Trump. A pesar de sus aranceles. A pesar de la guerra en Ucrania y en Oriente Próximo.

Muchos inversores se preguntan inevitablemente cómo es posible eso, una pregunta más que justificada. Y probablemente ya conozcan la respuesta.

La inteligencia artificial (IA) está eclipsando actualmente muchas cosas que podrían perjudicar a los mercados de capitales. Las inversiones realizadas por las grandes empresas tecnológicas son impresionantes, cuando no colosales, y las expectativas sobre esas inversiones lo son aún más. Difícilmente puede predecirse con fiabilidad si esas predicciones podrán cumplirse realmente a largo plazo. Somos y seguimos siendo escépticos.

Porque hay algo que la historia nos ha demostrado: que cuando la bolsa ya ha descontado lo mejor, no suele hacer falta mucho para convencer a los inversores de lo contrario. Y adiós a la euforia ...

Desde el punto de vista del inversor, hoy en día no está de más fijarse en empresas que no pertenezcan al sector tecnológico. En modelos de negocio menos espectaculares que los supuestos beneficiados por la IA. En modelos de negocio cuyo potencial de beneficios a largo plazo pueda estimarse de forma razonablemente fiable y, por lo tanto, mejor que el de los «valores de altos vuelos» (unos modelos de negocio, por cierto, cuyas cotizaciones se han resentido en los últimos tiempos). En algún que otro fabricante de bienes de consumo, por ejemplo. En resumidas cuentas: en acciones «aburridas».

No quiero ofender a nadie. Las inversiones a largo plazo deben ser lo más «aburridas» posible.

Aun así, les deseamos que disfruten con la lectura.

Kurt von Storch
Cofundador y propietario de Flossbach von Storch SE



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

Contáctenos para recibir su ejemplar gratuito.



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



Flossbach von Storch
POSICIÓN
 3/2025

PANORAMA MUNDIAL

- Aranceles
 6 **Cada vez más barreras**

ESTRATEGIA DE INVERSIÓN

- Título
 14 **Lo que queda del dólar**
 22 **¿Se dejarán (o no) intimidar?**
 28 **El euro como moneda de reserva internacional**
 IA
 36 **La pregunta del millón**
 Entrevista
 40 **«Preocupación sí, ambiente de crisis no»**
 Oro
 44 **Las cámaras acorazadas se llenan**
 50 Glosario



Aranceles

Cada vez más barreras

El comercio internacional es de todo menos libre. Trump no es el único que tiene la culpa de ello.

6



Oro

Las cámaras acorazadas se llenan

Los principales bancos centrales están comprando oro a lo grande. Y seguramente seguirán haciéndolo.

44

BARRERAS CANADENSES MÁS



Agnieszka Gehringer

Donald Trump acapara titulares con su política arancelaria. Sin embargo, un estudio demuestra que el mundo lleva un tiempo sumido en el proteccionismo.

Cualquier economista de pro aprecia el libre comercio transfronterizo. Las ventajas de la división del trabajo se conocen desde Adam Smith, y las ventajas de la especialización en el comercio internacional de mercancías, desde David Ricardo. Con el proteccionismo o la restricción del libre comercio se pierde la prosperidad que se gana con la libertad de que los países comercien entre sí. Así pues, no es de extrañar que la política arancelaria del presidente estadounidense Donald Trump sea condenada al unísono por los principales economistas.

Los sermones de los economistas no inmutan a Trump. Antes de su elección dijo: «Para mí, la palabra más bonita del diccionario es arancel, es mi palabra favorita». Y nada más ser elegido presidente a principios de abril, presentó una extravagante lista de aranceles «recíprocos» con tipos de hasta el 50%. Hasta la fecha, afortunadamente, esta tabla de aranceles ha resultado ser mucho ruido y pocas nueces. En lugar de aplicarse caso por caso, solo abrió la puerta a negociaciones.

Los aranceles efectivos probablemente acaben siendo de media más bajos que los aranceles «recíprocos», pero sin duda serán más altos que antes. A pesar de la retractación parcial de Trump, queda por saber cómo reaccionarán los socios comerciales de EE. UU., sobre todo la Unión Europea. Para los economistas, no tomar contramedidas probablemente aumentaría la prosperidad de los europeos. Así lo demuestran la teoría y la historia.

Pero lo cierto es que los europeos también están metidos hasta el cuello en el fango del proteccionismo.

FOMENTAR LA PROSPERIDAD MEDIANTE EL LIBRE COMERCIO

David Ricardo publicó su obra más conocida en 1817. En su famoso ejemplo de los beneficios del

libre comercio, Inglaterra se especializa en la producción de paños, y Portugal, en la de vino. Que cada país haga lo que mejor sabe hacer aumenta el volumen total de producción de ambos bienes, de manera que los ingleses pueden consumir más vino importado y los portugueses pueden consumir más paños importados que si no existiera el libre comercio.

Si Portugal introdujera aranceles sobre las importaciones de paños, la demanda portuguesa de paños importados caería, por lo que Inglaterra tendría menos ingresos y podría comprar menos vino portugués. Y la prosperidad caería en ambos países. Si Inglaterra impusiera aranceles al vino importado como represalia, el consumo inglés de vino portugués retrocedería aún más y los portugueses comprarían aún menos paños importados. La pérdida de prosperidad se intensificaría.

Para salir de esta espiral descendente, los productores textiles británicos podrían bajar sus precios de exportación, lo que neutralizaría el efecto de los aranceles y haría que el volumen del comercio se mantuviera más o menos igual. El Estado portugués recibiría ingresos aduaneros y saldría ganando a corto plazo. Sin embargo, si la reducción de precios fuera acompañada de un aumento de la productividad, los ingleses saldrían ganando porque los paños también se abaratarían para los consumidores locales. Por lo tanto, la demanda y la producción aumentarían y los ingresos tributarios adicionales del Estado inglés podrían acabar superando a los ingresos arancelarios del Estado portugués. Los perdedores serían los consumidores portugueses, que tendrían que pagar precios más altos por los paños.

Por eso, probablemente el consejo de David Ricardo sería evitar las contramedidas en materia de aranceles.

LECCIONES DE LA HISTORIA

La historia también muestra hasta qué punto unos aranceles elevados pueden afectar a la economía. En junio de 1930, los derechos de importación de EE. UU. aumentaron un 20%. En aquel momento, un millar de economistas firmaron una carta dirigida al entonces presidente estadounidense, Herbert Hoover, para persuadirlo de que vetara el proyecto de ley después de que hubiera sido aprobado por la Cámara de Representantes al segundo intento. Fue una campaña sin precedentes.

Por aquel entonces, esta fuerte oposición no se basaba únicamente en convicciones teóricas; la ley arancelaria Fordney-McCumber llevaba en vigor en EE. UU. desde septiembre de 1922 y los derechos de importación sobre determinados productos ya ascendían de media al 38,5% tan solo cinco años después. Las principales economías europeas ya habían impuesto contraaranceles, por ejemplo a los automóviles, que golpearon con fuerza a algunos sectores de la industria estadounidense. Con la nueva ley de aduanas, un total de 20.000 productos estarían sujetos a un gravamen adicional del 20% a partir de 1930.

Tras la firma, las cosas salieron como los economistas le habían anunciado al presidente: la nueva ley desencadenó medidas de represalia, el comercio mundial se hundió, los consumidores nacionales se vieron perjudicados por la subida de los precios y el declive económico se agravó, lo que acabó desembocando en la Gran Depresión. Así pues, la historia también advierte de la pérdida de prosperidad cuando suben los aranceles.

EL PROTECCIONISMO LLEVA TIEMPO EN BOGA

Y al igual que una política de comercio exterior extremadamente restrictiva se había ido abriendo →



Gráfico 1
Número total de intervenciones gubernamentales a nivel mundial que implican discriminación contra intereses económicos extranjeros

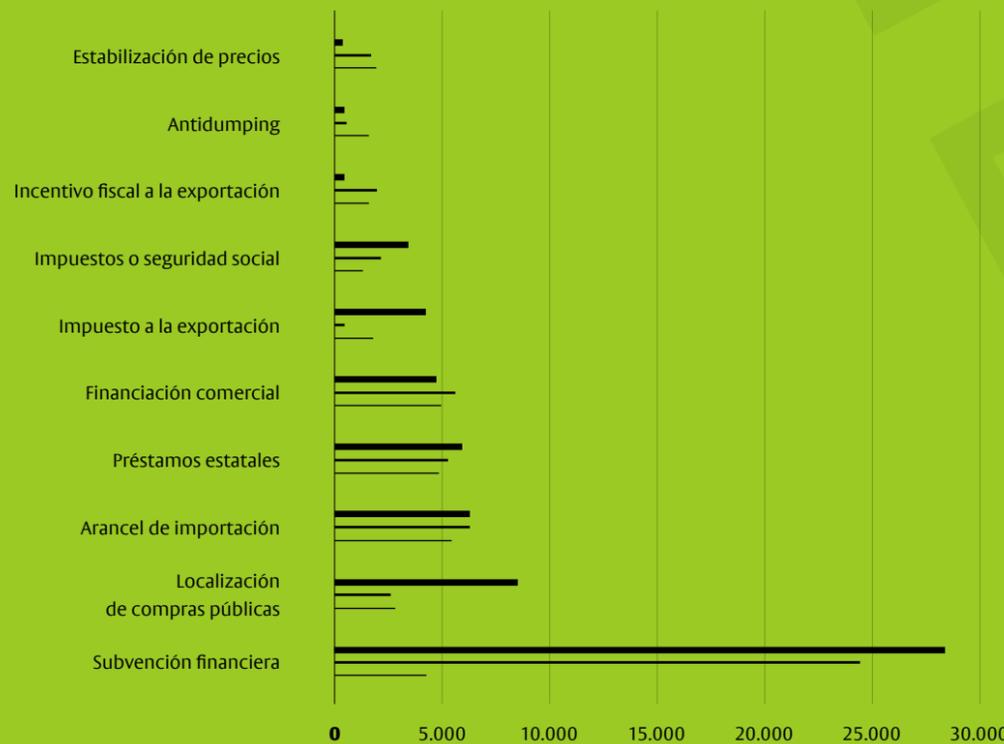


Gráfico 2
Las 10 principales intervenciones estatales a nivel mundial en los años 2009, 2015 y 2023

Fuentes de todos los gráficos: Elaboración propia, Flossbach von Storch Research Institute con base en la base de datos Global Trade Alert (GTA), datos a 15 de noviembre 2024

camino en EE. UU. desde 1922, la ola de proteccionismo ya estaba muy avanzada cuando Trump dio a conocer sus tablas arancelarias en el «día de la liberación» el pasado abril.

Los sondeos de Global Trade Alert (GTA), una completa base de datos que recoge información detallada sobre diversas formas de intervención estatal que afectan a las relaciones económicas entre países, revelan que la oleada actual comenzó poco después de la gran crisis financiera. Sin embargo, la primera aceleración notable de las medidas destinadas a perjudicar a los competidores comerciales se produjo no hace mucho, concretamente con la primera presidencia de Donald Trump en los años de 2017 a 2021 (véase el gráfico 1).

Sin embargo, el tipo de proteccionismo ha cambiado (en cuanto a medidas adoptadas): aunque Trump mantiene su preferencia manifiesta por los aranceles, tanto EE. UU. como otros grandes actores mundiales recurren cada vez más a formas alternativas de intervención estatal que perjudican (o pretenden perjudicar) los intereses del comercio exterior. Más allá de los instrumentos tradicionales como los aranceles y los contingentes, en las últimas décadas ha surgido una nueva forma de proteccionismo que comprende una larga lista de barreras a la libertad de transacción internacional que resultan menos obvias y quedan más a discreción de los socios contractuales extranjeros. Desde el punto de vista político, estas barreras son más fáciles de defender y de aplicar.

La base de datos de GTA recoge un total de 57 variantes de medidas proteccionistas, que se dividen en nueve categorías. Las intervenciones registradas van desde actos legislativos nacionales hasta las condiciones contractuales de los distintos organismos públicos. Cada entrada de la base

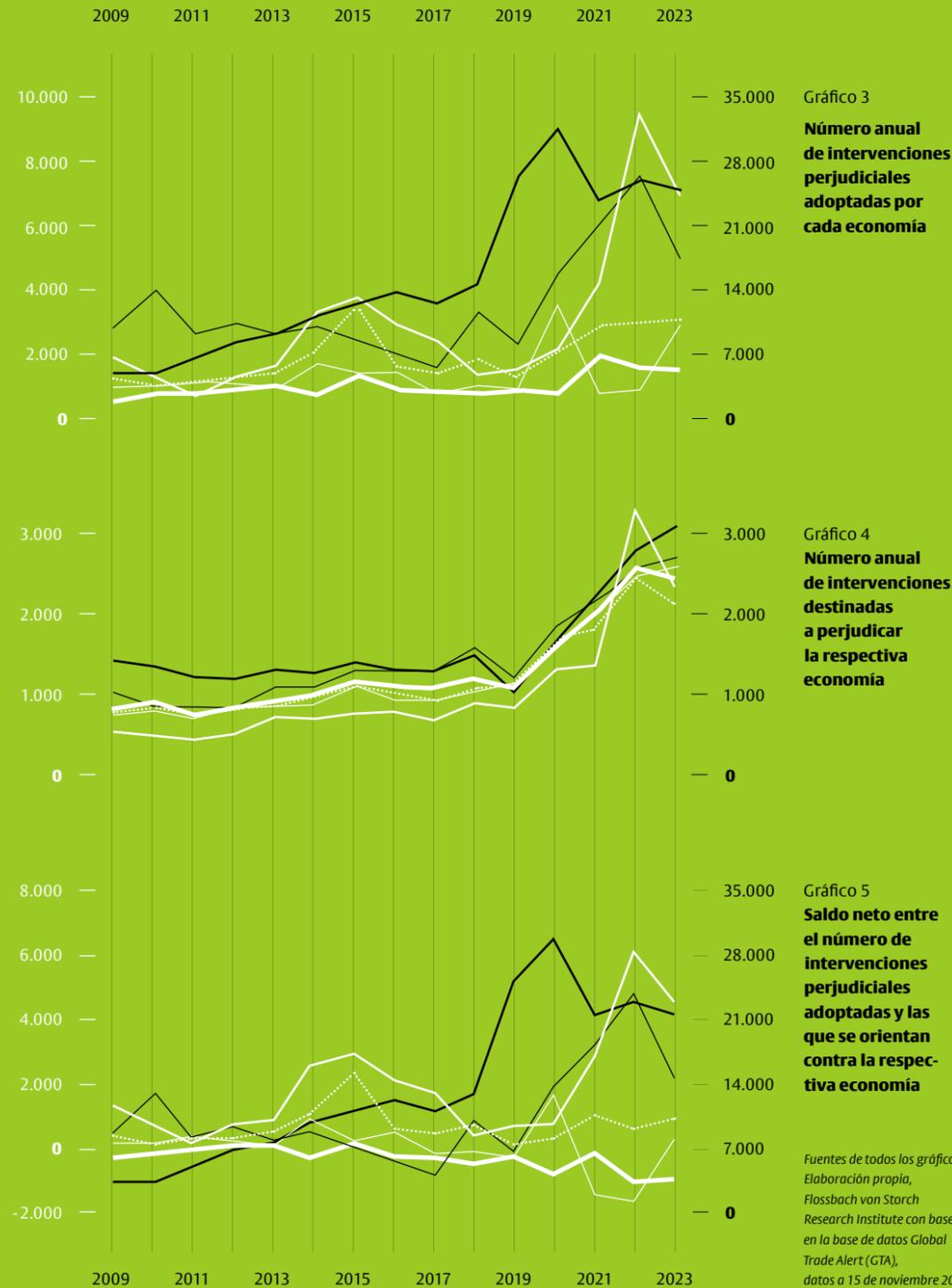
de datos contiene información sobre el sentido del cambio (perjudicial para el comercio o liberalizador), el instrumento político anunciado, los sectores afectados por la declaración y los socios comerciales potencialmente afectados.

Según los datos de GTA, la mayoría de las intervenciones estatales desde 2009 han sido discriminatorias. Y entre las intervenciones perjudiciales, los aranceles a la importación, la financiación del comercio y los préstamos públicos fueron las medidas más utilizadas en 2009. Aunque siguen ocupando un lugar destacado en la lista de intervenciones preferidas, las subvenciones financieras y los contratos públicos se volvieron mucho más populares hasta finales de 2023 (véase el gráfico 2).

Es importante señalar que la base de datos de GTA probablemente subestime incluso el grado de intervención estatal, sobre todo en aquellos casos en los que el proteccionismo está arraigado en normativas, subvenciones o políticas fiscales que no entran explícitamente dentro de las políticas relacionadas con el comercio. Este parece ser el caso, por ejemplo, de las normativas medioambientales, que se promulgan con frecuencia en la UE, o de los incentivos fiscales con requisitos sobre la proporción nacional, como la Inflation Reduction Act de EE. UU. Estas medidas son más difíciles de clasificar como intervenciones comerciales.

EE. UU., CAMPEÓN EN PROTECCIONISMO

No obstante, según los datos de GTA, EE. UU. y China lideraban la aplicación de medidas proteccionistas en todo el mundo a finales de 2023. Sobre todo la guerra comercial con China instigada por la primera administración Trump condujo a una enorme intensificación →



de las intervenciones perjudiciales de ambos países en materia de política comercial en comparación con el resto del mundo. Con la guerra de Ucrania, también Rusia se convirtió en un apasionado emisor de medidas que dañan a sus socios comerciales. Los cuatro países más grandes de la UE (Alemania, Francia, Italia y España; media UE-4) también han tomado medidas más agresivas, aunque en este caso el nivel es (todavía) muy inferior al de China y EE. UU. (véase el gráfico 3).

Si nos fijamos en el número de intervenciones perjudiciales que afectaron a las respectivas economías, observamos un nivel similar entre los principales actores mundiales, aunque estos, al igual que la media de la UE-4, aplicaron un número significativamente menor de medidas (véase el gráfico 4).

Por último, la comparación entre las intervenciones perjudiciales de los propios países y el número de medidas introducidas por terceros que van en contra de la economía arroja un balance positivo sobre todo en EE. UU., China y Rusia. El resultado para la UE-4 también es positivo. Esto significa que las intervenciones llevadas a cabo por los propios países superaron a las medidas impuestas que afectaron a sus respectivas economías. En el Reino Unido, el balance se volvió negativo tras el Brexit. También en Japón se mantuvo casi siempre negativo (véase el gráfico 5).

¿QUÉ HACER?

Por lo tanto, la probabilidad de que esta ola de proteccionismo se convierta en un juego de suma negativa es alta y aumenta a medida que crece la intensidad de las intervenciones estatales perjudiciales en todo el mundo. Con la toma de posesión de Donald Trump se ha dado paso a una nueva oleada de aranceles estadou-

nidenses para los socios comerciales de EE. UU., que pueden llegar a responder con medidas de represalia.

La experiencia nos demuestra que los efectos negativos del proteccionismo pueden ir más allá de los aranceles, dado que las medidas no arancelarias están ganando en importancia y abarcan una amplia gama de medidas dañinas que desvían recursos hacia las industrias nacionales más débiles.

En cualquier caso, todas las partes implicadas deberían contar con pérdidas económicas, que muy probablemente se distribuirán de forma desigual. Y es que, si el libre comercio crea prosperidad, las barreras comerciales la destruyen. Esta antiquísima ley económica no ha cambiado hasta hoy. Por tanto, no es aconsejable responder a los aranceles de un socio comercial con más aranceles. No tomar medidas de represalia evita que se caiga en una espiral descendente de prosperidad y, además, incentiva a las empresas del país afectado para que aumenten su productividad.

Para el actual conflicto comercial entre EE. UU. y la UE, esto significa que EE. UU. saldrá perdiendo sí o sí a causa de las barreras comerciales. Sin embargo, la UE solo lo hará si responde a los aranceles estadounidenses con contraaranceles. ♦

Prof. Dr. Agnieszka Gehringer trabaja para el Flossbach von Storch Research Institute.



Lo que queda del dólar

La moneda estadounidense se ha depreciado recientemente frente a otras divisas como no lo hacía desde hace décadas. Una vez más, se está cuestionando el privilegio del dólar que tienen los estadounidenses. ¿Con razón?

Bert Flossbach

Se ha escrito muchas veces sobre la historia del fin del dominio del dólar; el tema llena las páginas de numerosos libros, especializados y demás. Recientemente, ha habido un pequeño repunte de la demanda por este «género». Al menos eso es lo que nos ha dicho un editor que conocemos. Son anécdotas.

Efectivamente, se ha hablado más del dólar estadounidense en la prensa (especialmente financiera) en las últimas semanas y meses. Esto se debe a que, tras una larga fase de fortaleza, la divisa estadounidense se ha visto sometida recientemente a importantes presiones frente a otras monedas. Los inversores de la eurozona que invierten en renta variable o renta fija estadounidense han sufrido sus consecuencias.

El conocido índice del dólar, que sigue la evolución de un total de seis divisas frente a la moneda estadounidense,

perdió alrededor de un 11% en el primer semestre del año (véase el gráfico 1). Se trata de la mayor caída producida en un primer semestre desde 1973.

La razón del creciente escepticismo hacia la moneda de reserva mundial es la poca confianza que inspiran las políticas del presidente estadounidense: su política presupuestaria («Big Beautiful Bill»), el consiguiente aumento de la montaña de deuda y, por último, pero no menos importante, los ataques recurrentes y cada vez más duros contra la Reserva Federal estadounidense (Fed) y su presidente, Jerome Powell.

CUANDO SUENAN LAS SIRENAS DE ALARMA

La Fed es una institución independiente. Persigue una política monetaria «apolítica», o al menos, se supone que debe hacerlo. Tiene dos objetivos es-

tablecidos: la estabilidad monetaria y la prosperidad económica de Estados Unidos. Cuando un presidente intenta, como lo está haciendo Donald Trump, utilizar el banco central para favorecer sus objetivos políticos, empiezan a sonar las alarmas en los mercados de capitales.

Lo que llama la atención no es solo la regularidad de los ataques, sino sobre todo la ferocidad con la que Trump arremete repetidamente contra el presidente de la Fed, Jerome Powell, un republicano al que él mismo nombró en su día.

Por ejemplo, le llamó «la persona más estúpida y destructiva» ante las cámaras. O le ha dado el apodo de «TOO LATE» (demasiado tarde), porque Powell se niega obstinadamente a cumplir los deseos de Trump de bajar pronto y de manera sustancial los tipos de interés. Por



Gráfico 1
La moneda de reserva mundial se convierte en una cuestión política

Índice del dólar:
evolución del dólar estadounidense frente a una cesta de 6 divisas (indexada a 1 de enero de 2000 = 100)

La rentabilidad histórica no es un indicador fiable de los resultados futuros.
Fuente: Bloomberg, Flossbach von Storch, datos a 15 de agosto 2025

eso no es de extrañar que el presidente estadounidense esté presionando sin descanso para que se introduzcan cambios en el poderoso comité de la Fed.

La visita de Trump a las obras también tiene que ver con esto. Junto con Powell, inspeccionó las obras de renovación de la Fed en Washington a finales de julio. En esa visita criticó al presidente de la Fed por dejar que los costes se desbordaran. Mientras Powell niega con la cabeza, Trump se saca del bolsillo de su chaqueta un documento que supuestamente documentaba ese despilfarro; se acaba de saber, murmura Trump. Powell se pone las gafas y dice que el presidente ha añadido en su «cálculo» un edificio que se terminó hace cinco años. Parecía sacado de un sketch de parodia política.

El mandato de Powell como presidente del banco central estadounidense expira en mayo de 2026. Hasta entonces,

tendrá que asumir el papel de chivo expiatorio de Trump. Cada vez que algo vaya mal, Trump podrá echarle la culpa a él o a la Fed.

PUESTOS PARA LOS LEALES

El objetivo de Trump es llenar el mayor número posible de puestos con leales partidarios de una política monetaria más expansiva. Sin embargo, esto no es tan sencillo, ya que la reelección del presidente de la Fed por sí sola no basta. Las decisiones sobre los tipos de interés las toman doce miembros con derecho a voto, y Trump solo puede

sustituir a dos de ellos hasta el final de su mandato. Si Trump pudiera hacer lo que quisiera en este sentido, el dólar probablemente habría caído mucho más de lo que lo ha hecho.

Sin embargo, como conocemos a Trump, esto no le impide tratar de ganar la mayor influencia posible sobre la política monetaria estadounidense. El debate público sobre el posible sucesor de Powell y su nombramiento anticipado ya durante este año también sirven a este propósito: un calendario inusualmente temprano con el fin de transmitir una señal.

Efectivamente, esto podría instalar un presidente en la sombra que influya en las expectativas del mercado sobre la futura política de tipos de interés mucho antes de asumir efectivamente el cargo y que reduzca al presidente actual del banco central a un pato cojo. →

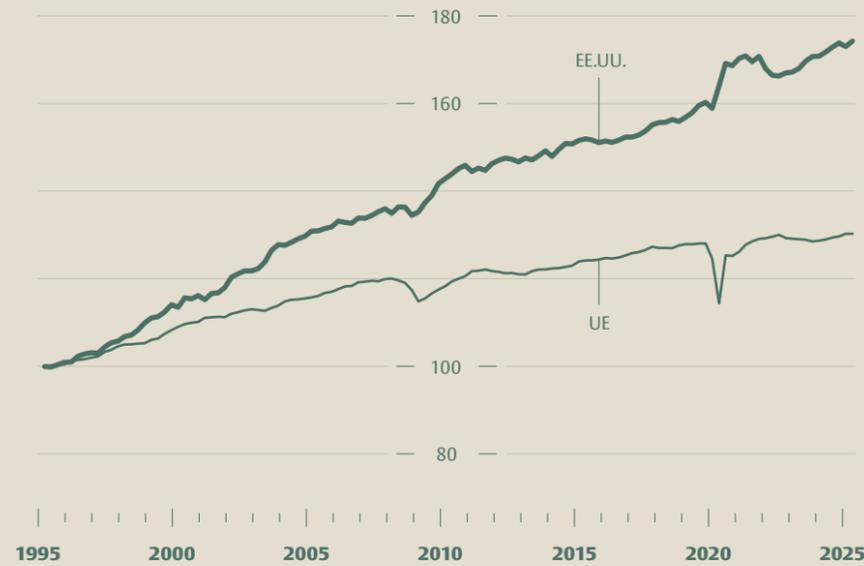


Gráfico 2
Los estadounidenses
son más productivos
Producción por trabajador
(indexada a 1995 = 100)

Fuente: Eurostat, U.S. Bureau of Labor Statistics,
Flossbach von Storch,
datos a 15 de agosto 2025

AL FINAL, LO QUE CUENTA ES OTRA COSA ...

Por supuesto, la opción preferida de Trump sería asumir él mismo el cargo. Pero como no puede, hará todo lo que esté en su mano para ampliar poco a poco su influencia sobre la Reserva Federal. Es poco probable que esto favorezca la confianza en el dólar estadounidense.

En última instancia, sin embargo, lo que determina el valor de la moneda es la prosperidad económica del país. Y todavía hay muchos argumentos a favor de EE. UU. La economía crece con solidez y el mercado laboral sigue pareciendo muy estable. Aunque los estadounidenses representan solo el 4% de la población mundial, generan más de una cuarta parte de la producción económica y alrededor de un tercio de los beneficios empresariales de todo el mundo. Según estimaciones de la Co-

misión Europea, las empresas estadounidenses representan el 42% del gasto mundial en investigación y desarrollo. En lo que respecta al gasto en desarrollo de software, la cifra alcanza el 70%.

Esta es una de las principales razones del alto nivel de productividad de EE. UU., que ha aumentado mucho más que en Europa en los últimos veinte años (véase el gráfico 2). El crecimiento de la productividad volvió a acelerarse tras la crisis financiera de 2008, gracias a las inversiones e innovaciones masivas en el sector de la alta tecnología. Las grandes empresas tecnológicas han alcanzado una supremacía mundial, lo que también se refleja en unas valora-

ciones bursátiles considerablemente más altas. A finales de 2008, la capitalización bursátil de las empresas que componen el S&P 500 era de solo 8 billones de dólares estadounidenses. Recientemente eran más de 50 billones y, por lo tanto, más de seis veces esa cantidad.

LA FALTA DE ALTERNATIVAS

Alexis de Tocqueville ya describió a EE. UU. en la década de 1830, en su obra *La democracia en América*, como un país único, caracterizado por la democracia, el individualismo y la igualdad de oportunidades; un país que se diferenciaba de las sociedades europeas por una combinación especial de libertad, religión y progreso económico.

Desde hace décadas, el dólar goza de demanda en todo el mundo por su función como depósito de valor. La may-

En este sentido, es demasiado pronto para vaticinar el declive del dólar, también esta vez. Sobre todo porque, simplemente, faltan alternativas adecuadas.

or parte del comercio de las materias primas más importantes se realiza en la moneda estadounidense. Ninguna otra economía tiene un mercado de capitales tan «profundo» como EE. UU.

En este sentido, es demasiado pronto para vaticinar el declive del dólar, también esta vez. Sobre todo porque, simplemente, faltan alternativas adecuadas. ¿El euro? Es inadecuado por su propia estructura. ¿El franco suizo o la corona noruega? Son divisas sólidas, pero no suficientemente líquidas. ¿El renminbi chino? No hay seguridad jurídica para los inversores internacionales. Sigue haciendo falta el dólar estadounidense.

Sin embargo, si la economía estadounidense flaquea y, aun así, la inflación se mantiene por encima del objetivo del 2%, podría darse el caso de que un presidente del banco central leal a Trump ignorara la estabilidad monetaria y se

pusiera al servicio del Gobierno. Si esto ocurre, es probable que continúe la debilidad del dólar.

Lo que esto significa de cara al futuro es que, aunque el estatus del dólar como moneda de reserva no está realmente en peligro, su importancia podría disminuir. Los inversores, nosotros incluidos, podrían llegar a la conclusión de que la proporción ideal de dólares en una cartera global ampliamente diversificada debería ser (bastante) menor en el futuro de lo que ha sido hasta ahora.

Países como China llevan tiempo intentando gestionar sus reservas de divisas con mayor independencia del dólar, aunque por razones más geoestratégicas. Prueba de ello es la fuerte subida del precio del oro en los últimos años. →

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





→ Freno al crecimiento

El hecho de que unos mayores aranceles no ayudan al crecimiento está históricamente demostrado. Un ejemplo destacado es la Ley de Aranceles Smoot-Hawley de 1930, que tiene el «honor» de figurar en la página web del Senado estadounidense como una de las leyes más desastrosas de la historia del Congreso.

El objetivo en aquel momento era ayudar a los agricultores necesitados. Al final, la carga arancelaria media aumentó unos 20 puntos porcentuales. Los principales socios comerciales de EE. UU. respondieron con unos agresivos aranceles de represalia y restricciones a la importación de productos estadounidenses. Las exportaciones estadounidenses a los países que adoptaron medidas de represalia cayeron hasta un 33%. Algo especialmente funesto fue que la caída afectó sobre todo a los productos de exportación estadounidenses más importantes en términos de valor, como los automóviles y los productos agrícolas, a pesar de que la ley pretendía proteger precisamente estos últimos.

El déficit comercial de bienes de EE. UU. ha sido la norma durante décadas (véase el gráfico 3). La subida de los aranceles estadounidenses apenas cambiará esta situación. Al mismo tiempo, EE. UU. disfruta de un elevado superávit de servicios, generado principalmente por las grandes empresas tecnológicas del país. Los socios comerciales de EE. UU., en particular la Unión Europea (UE), tienen un argumento válido, ya que podrían imponer aranceles a los servicios estadounidenses con el mismo razonamiento que utilizó Trump frente a los superávits comerciales. Sin embargo, semejantes aranceles difícilmente serían recomendables. No en último lugar porque Trump podría considerar tal proceder como una provocación y verse incitado a tomar nuevas contramedidas.

Hasta qué punto el conflicto arancelario terminará afectando al crecimiento de EE. UU. y de la economía mundial en su conjunto sigue sin poder evaluarse con precisión; lo que es indudable es que no ha sido de ayuda. Y si los acuerdos cerrados recientemente por Trump tendrán también una validez duradera, es algo igualmente incierto. Tan solo unos días después de la firma del acuerdo comercial con la UE, el presidente estadounidense ya había amenazado con poder aumentar los aranceles acordados del 15 al 35 por ciento si las empresas europeas no invertían en EE. UU., en los próximos años, el volumen previsto de 600.000 millones de dólares. Parece seguro que Trump, según la situación y su estado de ánimo, seguirá recurriendo a su instrumento de presión favorito. ♦

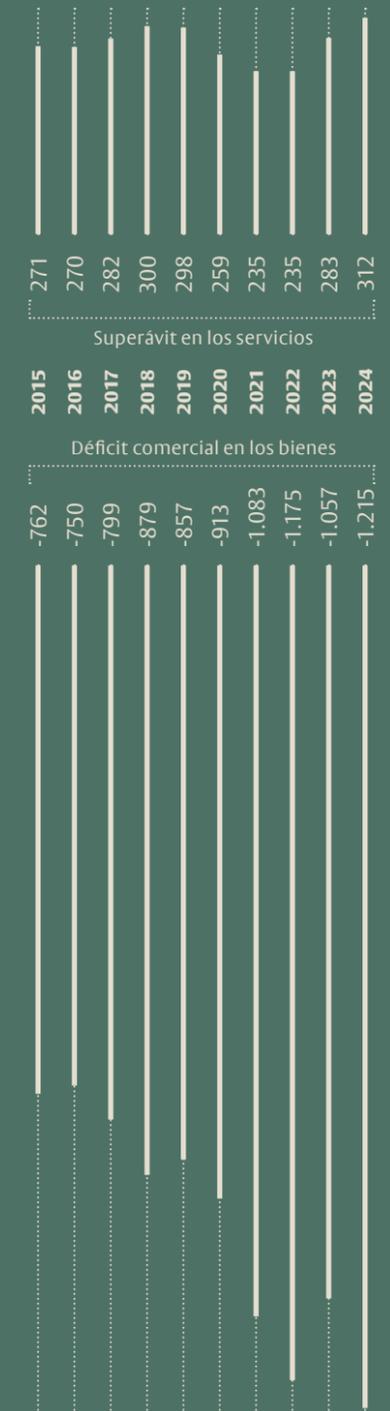


Gráfico 3
Desequilibrios históricos
 Déficit comercial de EE. UU.
 en los bienes y superávit en los servicios

Fuente: LSEG Datastream, Flossbach von Storch, datos a 15 de agosto 2025

¿Se dejarán (o no) intimidar?

En los últimos meses han surgido repetidamente dudas sobre la independencia de la Reserva Federal de Estados Unidos. ¿Está esto justificado? Echamos un vistazo a la resistencia del banco central más poderoso del mundo.

Julian Marx



Karoline Leavitt, la portavoz de prensa del presidente estadounidense Donald Trump, de tan solo 28 años, está acostumbrada a tratar con los medios de comunicación. Cada semana responde a las preguntas de la prensa en la Casa Blanca. Como portavoz del presidente, también suele llevar notas consigo, cuyo contenido presenta a los periodistas. El papel escrito no suele estar a la vista de los objetivos de las cámaras.

Pero no fue así el 30 de junio de 2025. Leavitt mostró una nota claramente visible. En esta figuraban los tipos de interés oficiales de 44 zonas monetarias, ordenados según su nivel... y unas líneas manuscritas, algo garabateadas, del presidente de EE. UU. dirigidas directamente a Jerome Powell, el presidente del banco central estadounidense, la Reserva Federal (Fed):

«Jerome, le has costado una fortuna a EE. UU. y deberías bajar los tipos, ¡un montón!», decía la nota (traducción libre).

Un mensaje inequívoco.

En opinión de Trump, EE. UU. debería encabezar esta lista, con unos tipos de interés oficiales inferiores al 2%. Sin embargo, para su disgusto, EE. UU. se encontraba al final de la lista, con un tipo de referencia del 4,5%. Esto añadió otra escena estrámbotica a la dramatización sobre la dirección de la política de tipos estadounidense. Efectivamente, Trump ya ha hecho numerosos intentos de ejercer presión política sobre la orientación monetaria en los meses anteriores, hasta ahora en vano.

Sin embargo, persiste la preocupación de que la influencia política pueda socavar la independencia del banco central estadounidense. Tampoco sería la primera vez en la historia de la Fed que la política monetaria se ajusta a las necesidades de un presidente.

UN PASADO VERGONZOSO

Había una vez dos hombres, uno de los cuales temía por su reelección como presidente de EE. UU. y otro debía ayudarlo a conseguirlo. Se trata de Richard Nixon, el 37.º presidente de EE. UU. (de 1969 a 1974), y Arthur Burns, a quien Nixon nombró presidente de la Fed en 1969. Burns era considerado un experto en el campo de los ciclos económicos. Sin embargo, es posible que el motivo de su nombramiento fuera otro.

Efectivamente, Nixon también consideraba a Burns como leal a los republicanos por sus encuentros anteriores. En marzo de 1960, Burns llamó al entonces

vicepresidente Richard Nixon para advertirle de que era probable que la economía se hundiera antes de las elecciones de noviembre. Se dice que Burns le presionó con insistencia para que se tomaran todas las medidas posibles para evitarlo. Fue en vano. El candidato presidencial Nixon no pudo imponerse a Eisenhower en favor de una política fiscal más expansiva, por lo que Nixon achacó su derrota electoral en 1960 a un ligero aumento de la tasa de desempleo en EE. UU.

La derrota había afectado profundamente a Nixon, un destino que no quería que le ocurriera de nuevo. Once años más tarde, cuando él mismo ocupaba el cargo de presidente y la tasa de paro pasó de algo menos del 5% a más del 6% en el transcurso de 1971, Nixon, lógicamente, se alarmó. Como resultado, el intento de ejercer su influencia sobre la política de tipos de EE. UU. se hizo cada vez más evidente, como muestran las grabaciones.

Cuando el presidente de la Fed, Burns, visitó finalmente al presidente de EE. UU. en el despacho oval el 10 de octubre de 1971, Nixon fue muy claro: «No quiero largarme tan pronto», dijo, al parecer refiriéndose a la posibilidad de perder en las próximas elecciones. A esto siguieron numerosas conversaciones en las que Nixon le presionó a favor de una política monetaria más expansiva. Quería que Burns le hiciera este favor.

Y así, Nixon trató una y otra vez de socavar la independencia del banco central, como ya había anunciado a Arthur Burns en octubre de 1969, poco después de su nombramiento como presidente de la Fed:

«Ya sé que existe el mito de la Fed independiente», afirmó Nixon. «Mi relación con la Fed será diferente a la que tenía con Bill Martin (el anterior presidente de la institución). Siempre iba seis meses tarde cuando quería hacer algo. Cuento contigo, Arthur, para salvarnos de una recesión».

El resto es historia. Nixon ganó las elecciones presidenciales de noviembre de 1972 con una victoria aplastante, con casi el 61% de los votos. Mientras tanto, la política monetaria estadounidense de los años setenta se enfrentó a la llamada «gran inflación»: unas elevadas tasas de inflación resultantes de las crisis del petróleo y de una política monetaria y fiscal expansiva.

Quizá nunca se aclare definitivamente si, al adoptar su política monetaria laxa, Burns actuó principalmente bajo presión política o por convicción personal. Lo que queda es un mal sabor de boca. →

UN PRESENTE CRÍTICO

Queda por ver hasta qué punto podría intensificarse el mal sabor de boca bajo el presidente estadounidense Donald Trump. Lo que aumenta el carácter conflictivo es que Trump pueda nombrar a un nuevo presidente de la Fed, porque el mandato de cuatro años de Powell en este cargo termina en mayo de 2026. Existe el riesgo de que nombre a un presidente de la Fed cuya lealtad sea principalmente hacia Trump y su deseo de unos bajos tipos de interés, y no tanto hacia el doble mandato del banco central estadounidense.

En este sentido, es probable que el tira y afloja verbal sobre un posible adoctrinamiento del próximo presidente de la Fed continúe durante algún tiempo más. La prueba de fuego llegará el año que viene. Sin embargo, se plantea la cuestión de hasta dónde podría llegar la influencia de un presidente de banco central «inadecuado».

SE PASA EL TESTIGO

Al fin y al cabo, las decisiones sobre los tipos no se toman en el despacho cerrado del presidente del banco central. Se trata más bien de una decisión adoptada por mayoría por un órgano compuesto por doce miembros, el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés). Y un presidente estadounidense individual no tiene más que una influencia muy limitada en su composición. Solo siete de los doce miembros con derecho a voto del FOMC son nombrados por un presidente estadounidense. Estas siete personas forman el Consejo de Gobernadores, el órgano rector del Sistema de la Reserva Federal con sede en Washington D.C.

Los otros cinco miembros del FOMC, en cambio, proceden de los presidentes de los doce bancos de la Reserva Federal, que desempeñan funciones operativas, como la supervisión bancaria, en sus respectivos distritos de EE. UU. y que, junto con el Consejo de Gobernadores, forman el Sistema de la Reserva Federal. Mientras que el presidente del Banco de la Reserva Federal de Nueva York ocupa un puesto permanente en el FOMC, los cuatro puestos restantes se asignan a los presidentes de los otros once Bancos de la Reserva Federal de forma rotatoria. Y el presidente estadounidense no tiene ninguna influencia directa en el nombramiento de estos doce presidentes.

La influencia sobre los siete miembros del Consejo de Gobernadores, que pueden ser nombrados por el presidente de EE. UU., también es muy limitada, porque el mandato entero de cada miembro es de unos impresionantes 14 años. Además, los nombramientos para el Consejo de Gobernadores son escalonados: cada dos

años vence el mandato de uno de ellos. Y es precisamente este escalonamiento lo que contribuye decisivamente a la independencia política de la Fed. Un presidente no puede hacer uso de su poder de nombrarlos sustituyendo a todos los gobernadores de la Fed durante sus cuatro años de mandato y nombrar exclusivamente a aquellos que apoyen sus políticas. Durante el resto de la presidencia de Trump, solo expirarán dos mandatos del Consejo de Gobernadores: en enero de 2026 el de Adriana Kugler, quien sin embargo ya dimitió a comienzos de agosto y dejó su cargo de forma anticipada, y en enero de 2028 el del aún presidente de la Reserva Federal, Jerome Powell. El escalonamiento de los mandatos garantiza así la estabilidad y la continuidad del Consejo de Gobernadores.

QUE NO SE DEJEN INTIMIDAR

En definitiva, no es tan fácil instrumentalizar la Fed para sus propios fines, ni siquiera para un presidente estadounidense. Por tanto, el próximo nombramiento de un nuevo presidente del banco central no tiene por qué reflejarse en una política monetaria al gusto de Trump. Además del presidente, otros once miembros tienen voz y voto en la institución y no pueden ser sustituidos fácilmente por Trump.

Ciertamente, un presidente del banco central «inadecuado» podría causar un gran malestar en el banco central más poderoso del mundo, pero idealmente, esto no debería poner en peligro la independencia de toda una institución como la Reserva Federal de EE. UU. Sin embargo, para garantizar que esto siga siendo así, la integridad de las personas implicadas es crucial. Los miembros de la Fed suelen contar con una dilatada y prestigiosa trayectoria y son personalidades consolidadas en la cima de sus carreras.

Si Donald Trump realmente quiere seguir desafiando su independencia, ellos estarán en primera línea para decidir el bien y el mal de una institución más que centenaria.

Esperemos que los miembros del FOMC no se dejen intimidar y no quieran unirse al vergonzoso pasado de Arthur Burns. En este caso, las bravatas de Donald Trump no deberían afectar demasiado la independencia de la Reserva Federal. ♦

Julian Marx es analista en Flossbach von Storch SE.

En definitiva,
no es tan fácil
instrumentalizar la Fed
para sus propios fines,
ni siquiera para
un presidente
estadounidense.

EL EURO COMO MONEDA DE RESERVA INTERNACIONAL

A finales del año pasado, los periodistas financieros y los analistas bancarios seguían hablando maravillas del «excepcionalismo estadounidense». Con ello trataban de dar seriedad a los excepcionales resultados del mercado bursátil norteamericano. A principios de este año señalábamos que lo que más justifica la analogía con el término acuñado por el aristócrata francés Alexis de Tocqueville no es el comportamiento de la bolsa, sino el de la economía.

Thomas Mayer

La economía estadounidense impresiona desde hace tiempo por el elevado crecimiento de la productividad, sobre todo en comparación con Europa y Japón. En aquel momento concluimos: «Hoy sigue siendo probable que las subidas pasadas de las cotizaciones sufran tarde o temprano una corrección. Sin embargo, sería un error llegar a la conclusión de que esto significa el fin del excepcionalismo estadounidense y unas condiciones similares a las que se dieron tras el estallido de la burbuja económica japonesa a principios de los años noventa».¹

Desde que el mercado de renta variable estadounidense empezó a tambalearse a principios de 2025, el mismo gremio que hace poco lo ponía por las nubes ahora resta importancia al «excepcionalismo estadounidense». La corrección del mercado bursátil, la caída del mercado de bonos y la debilidad del dólar estadounidense se consideran señales de que el dominio de EE. UU. en los mercados financieros mundiales está llegando a su fin. Por supuesto, siempre se producen cambios geopolíticos que alteran la supremacía financiera en el mundo; así ha sucedido desde el Imperio romano hasta el Imperio británico. Sin embargo, parece prematuro proclamar el fin del dominio del dólar. Y es que, a pesar de todas las debilidades de EE. UU., que son particularmente evidentes bajo la administración de Donald Trump, todavía no existe una alternativa realista al dólar estadounidense como moneda de reserva internacional. La libra esterlina no es más que una sombra de lo que fue en el siglo XIX, el yen japonés es la moneda de una nación en declive y el yuan chino carece de toda seguridad jurídica.

Una alternativa muy cacareada sería el euro, pero en su estado actual es una moneda inacabada. Su culminación amenaza con fracasar debido a la incapacidad de las naciones europeas para constituir una unión fiscal y bancaria mediante la unificación política. Pero la unión política solo es un requisito indispensable para una moneda completa si esta se concibe como dinero estatal en forma de dinero fiduciario basado en el crédito. A continuación me gustaría demostrar que el euro podría completarse si se configurara de otra forma. Entonces, también cumpliría las condiciones necesarias para convertirse en moneda de reserva internacional.

LO QUE NECESITA UNA MONEDA DE RESERVA

El concepto de moneda de reserva se remonta a la época de los tipos de cambio fijos. Si la balanza de pagos exterior (cuenta corriente y cuenta de capital) entraba en déficit, se necesitaban reservas de divisas para financiar dicho déficit. De lo contrario, se corría el riesgo de devaluación de la moneda —y posiblemente de quiebra nacional— si la deuda estaba denominada en divisas, si la devaluación se había retrasado demasiado o si la balanza de pagos no podía reequilibrarse a tiempo. Con la aparición de los tipos de cambio flexibles (o «flotantes») tras el colapso del sistema monetario de Bretton Woods a principios de la década de 1970, las reservas de divisas parecían innecesarias en un principio. Sin embargo, pronto quedó claro que los mercados de divisas no siempre garantizaban silenciosamente el equilibrio de la balanza de pagos, sino que a veces podían desarrollar una vida propia que los políticos querían contrarrestar con intervenciones. Para ello seguía siendo necesaria una moneda de reserva.

Pero ¿qué necesita una divisa para convertirse en moneda de reserva? Para ello debe reunir a nivel internacional las características conocidas que se atribuyen al dinero a nivel nacional. Por tanto, debe: 1) ser aceptada como medio global de transacción; 2) ser adecuada para preservar el valor, y 3) servir como unidad de cuenta. Estas cualidades, que suelen enumerarse lexicográficamente, están relacionadas entre sí. Para que una divisa sea adecuada como medio global de transacción debe haberse introducido como unidad de cuenta, y para que esté disponible en el momento de la transacción debe poder almacenarse. Asimismo, su función como unidad de cuenta depende de que se utilice como medio para las transacciones. Y la función de conservación del valor es superflua si no es aceptada como medio de transacción y unidad de cuenta. Por otra parte, las funciones como medio de transacción y unidad de cuenta no pueden desarrollarse si no existe la posibilidad de conservar el valor.

El dólar estadounidense era la moneda de reserva del sistema de tipos de cambio de Bretton Woods, que se puso en marcha en 1944. Allí tenía la función de moneda ancla a la que estaban vinculadas las demás divisas. Debido a la importancia económica de EE. UU. para el mundo occidental de la época, el dólar estadounidense era también el heredero natural de la libra esterlina como medio internacional de transacción, unidad internacional de cuenta y depósito de valor.

Con el fin del sistema de Bretton Woods y la liberalización de los mercados de capitales, los mercados financieros mundiales experimentaron un enorme auge. El dólar también cobró cada vez más importancia

como medio de transacción en los mercados financieros internacionales, donde adquirió el estatus de vehículo global de liquidez. Al mismo tiempo, la deuda pública estadounidense se convirtió en una «inversión segura». Su rentabilidad es la referencia para la de todos los demás instrumentos financieros del mundo.

CÓMO EL EURO PODRÍA CONVERTIRSE EN MONEDA DE RESERVA INTERNACIONAL

En comparación con el dólar estadounidense, el euro adolece de tres grandes debilidades. En primer lugar, solo tiene una calidad crediticia uniforme en forma de efectivo emitido por el Banco Central Europeo (BCE). La calidad de los depósitos creados por los bancos mediante la concesión de préstamos depende de la capacidad financiera de los Estados que, en última instancia, garantizan esos depósitos. En Alemania, esta garantía debería tener más valor que en Italia o Grecia, por ejemplo, puesto que las finanzas públicas son (todavía) relativamente estables.

En segundo lugar, las transacciones internacionales suelen estar relacionadas con la zona dólar, ya que los bancos de EE. UU. desempeñan un papel fundamental como bancos corresponsales en la red Swift para las transferencias. Por tanto, es difícil efectuar pagos en euros más allá de las fronteras nacionales sin la participación de entidades estadounidenses. Los países europeos se dieron cuenta de ello cuando quisieron esquivar las sanciones impuestas por el primer Gobierno de Trump al comercio con Irán y crearon un sistema de pagos independiente de EE. UU. llamado INSTEX (Instrument in

Como moneda de reserva, una divisa debe ser aceptada como medio global de transacción, ser adecuada para preservar el valor y servir como unidad de cuenta.



→ Support of Trade Exchanges). La implantación del sistema resultó compleja y requirió largos procesos burocráticos que dificultaron su funcionamiento. Además, las empresas temían sanciones por parte de EE. UU. si utilizaban el sistema, un riesgo que no querían correr. Como resultado, INSTEX no sirvió de gran cosa.

En tercer lugar, la eurozona carece de un activo seguro en el que puedan aparcarse los medios de transacción denominados en euros. Los bonos soberanos alemanes se consideran una inversión segura en la eurozona. Puede que el volumen del mercado de deuda pública alemana sea suficiente para cumplir la función de inversión segura en la zona euro, aunque es menor que el volumen del mercado de deuda pública italiana. Sin embargo, el mercado de bonos alemanes es simple y llanamente demasiado pequeño para una inversión global segura: su volumen asciende solo a una undécima parte del mercado de deuda pública estadounidense.

No faltan ideas para la creación de un activo europeo seguro en euros. Hace tiempo que se debate la introducción de los eurobonos, de los que los Estados del euro serían responsables solidarios.² O perpetuar la emisión de bonos de la UE, que supuestamente se emitieron de forma puntual para el fondo NextGenerationEU. Sin embargo, Alemania y otros países con finanzas públicas más sólidas se oponen, ya que no quieren asumir el riesgo de impago de los países del euro más endeudados.

Para sortear este obstáculo, el economista estadounidense Markus Brunnermeier y otros han propuesto bonos estructurados

con el nombre de «ESBies».³ Al igual que ocurre con las obligaciones garantizadas por deuda o collateralized debt obligations, la idea es agrupar los bonos del Estado de los países de la eurozona y emitir dos tramos de la cartera global cubiertos por esos bonos. El tramo de deuda sénior tendría prioridad de reembolso, por lo que sería especialmente seguro. El tramo de deuda júnior estaría destinado a servir de colchón para el tramo sénior y conllevaría un mayor riesgo (que se recompensaría con un mayor rendimiento). Hasta ahora, sin embargo, la implantación de este plan ha fracasado debido al temor de los países financieramente más fuertes a ser considerados responsables si los impagos superan el volumen del tramo júnior. Además, la creación y la gestión de ESBies son técnicamente complejas y probablemente requerirían la creación de otra autoridad dentro de la UE.

Sin embargo, la introducción del euro digital ofrece la oportunidad de eliminar esos obstáculos. El euro digital podría ponerse a disposición de todos los usuarios como dinero del banco central transferible electrónicamente, su transferencia podría ser independiente de los sistemas de pago asociados a EE. UU. y el Banco Central Europeo podría emitir un «activo seguro».

EL EURO DIGITAL COMO «MONEDA DE PLENO DERECHO»

En publicaciones anteriores ya he descrito detalladamente la configuración del euro digital como moneda de pleno derecho.⁴ El primer paso para convertir el euro en dinero de banco central 100% digital sería la creación de un depósito bancario en euros totalmente respaldado por dinero de

banco central. Este dinero necesario para garantizar el depósito se cubriría a su vez con bonos del Estado (como se proponía en el Plan de Chicago del 16 de marzo de 1933). Entre 2015 y 2022, el BCE compró bonos públicos y privados en masa para aumentar la oferta monetaria y, de esa manera, subir la inflación, según sus propias declaraciones. En cambio, el depósito seguro sustituiría a los depósitos existentes sin aumentar la masa monetaria.

Si los titulares de los depósitos existentes transfieren su dinero a un depósito seguro, la cantidad de depósitos y, por lo tanto, la oferta monetaria no varían.⁵ Para crear la cobertura de reserva, los bancos podrían utilizar la enorme cantidad de reservas excedentes que ya han adquirido mediante la liquidación de compras de activos para el BCE. Podrían obtener reservas adicionales para cubrir los depósitos vendiendo al BCE bonos soberanos que tengan en sus balances o, si no tienen bonos soberanos, comprándolos en el mercado contra otros activos que posean. En caso necesario, el BCE también podría aceptar préstamos bancarios distintos a los bonos soberanos de los bancos a cambio de activos de reserva y sustituir estos créditos por bonos del Estado cuando sean amortizados. De este modo, se crearía un depósito seguro y un activo tan seguro como los billetes sin necesidad de que los Estados cubran los depósitos. En un segundo paso, el depósito seguro podría convertirse en dinero digital de banco central (utilizando la tecnología de registro distribuido para la transferencia).⁶

Cualquier aumento futuro de la oferta monetaria adoptaría la forma de compras adicionales de bonos soberanos por parte del

BCE. Las compras deberían realizarse con independencia de influencias políticas y con una perspectiva a largo plazo. Por ejemplo, el crecimiento de la masa monetaria digital en euros podría basarse, de acuerdo con la regla del porcentaje K de Milton Friedman, en la tasa de crecimiento a largo plazo del producto interior bruto real (el potencial de crecimiento) de la economía de la zona euro, estimada por una organización internacional específica (por ejemplo, la OCDE). Los cambios en la tasa de crecimiento potencial superiores al 0,5% en un sentido u otro podrían dar lugar a un ajuste del algoritmo como parte de una «bifurcación dura» o *hard fork*, siempre que los participantes de la red, los «nodos», llegaran a un consenso a favor del ajuste (véase más abajo). Esto significaría que el dinero dejaría de ser un instrumento de política económica discrecional. Sin embargo, dado el papel desestabilizador que la política monetaria ha desempeñado en el sistema monetario crediticio, esto difícilmente sería un inconveniente.

Con el euro digital como moneda de pleno derecho, la unión monetaria sería completa incluso sin unión fiscal y bancaria, ya que tanto el papel moneda como el dinero electrónico serían una obligación del BCE y tendrían, por tanto, una calidad crediticia uniforme.

UN SISTEMA DE PAGOS INDEPENDIENTE DE EE. UU.

→ El euro digital se transferiría de persona a persona mediante la tecnología de registro distribuido (DLT), de modo que todos los pagos nacionales e internacionales podrían realizarse al margen del sistema de pagos tradicional, dependiente de EE. UU., con una

Con el euro digital como moneda de pleno derecho, la unión monetaria sería completa incluso sin unión fiscal y bancaria.

→

El primer paso para convertir el euro en dinero de banco central 100% digital sería la creación de un depósito bancario en euros totalmente respaldado por dinero de banco central.

El euro podría utilizarse como medio de pago electrónico de cambio tanto en la eurozona como en todo el mundo.

→ verificación descentralizada y privada. Para minimizar los costes de las transacciones y maximizar su velocidad, los pagos podrían organizarse a través de una DLT con permiso (*permissioned*). Los agentes privados acreditados por el BCE, como bancos o empresas de software, comprobarían y verificarían las transacciones (es decir, asumirían el papel de «nodos»). Esto permitiría utilizar el euro como medio electrónico de cambio tanto en la eurozona como en todo el mundo.

UN ACTIVO «SEGURO» EMITIDO POR EL BCE

La idea de los ESBies de Brunnermeier y otros autores aún no ha encontrado un amplio apoyo, principalmente porque existen dudas sobre si el tramo júnior puede proporcionar un colchón seguro en caso de impago. También parece difícil que todas las instituciones implicadas lleguen a un consenso sobre la configuración de la gestión del bono estructurado. Esto requeriría probablemente la creación de otra institución de la UE que tendría que ser aprobada por todos los Estados miembros. En cambio, emitir el activo seguro a través del BCE seguramente supondría menos trabas.

En un artículo publicado en 2021, Dirk Meyer y Arne Hansen analizaron la práctica de las emisiones de bonos por parte de los bancos centrales. Descubrieron que «la emisión de deuda por parte de los bancos centrales [...] ha sido históricamente un instrumento utilizado con frecuencia». ⁷ De 57 bancos centrales, el 41% recurría a este instrumento por diversas razones; el 33% lo tenía permitido, pero no lo utilizaba, y el 26% lo tenía prohibido. Tras analizar el marco jurídico del BCE, Meyer y Hansen llegaron a la conclusión de

que «el BCE [...] también dispone ya de este instrumento de conformidad con su Orientación (UE) 2015/510 sobre la aplicación del marco de la política monetaria del Eurosystema (BCE/2014/60)». La negociabilidad de los bonos del BCE no está restringida, pero la emisión está sujeta a criterios de admisibilidad más estrictos en lo que respecta a las contrapartes. El plazo de vencimiento está limitado a menos de 12 meses y la asignación se redondea a 100.000 euros, de modo que solo pueden optar a ellos los inversores institucionales (art. 39 [1]). Sin embargo, la limitación del vencimiento de los bonos del BCE no tiene por qué ser un obstáculo para el papel de estos bonos como «inversión segura», ya que su vencimiento puede ampliarse mediante swaps de extensión de vencimiento.⁸

Meyer y Hansen proponen emitir bonos del BCE para recuperar el dinero creado por la política de flexibilización cuantitativa. En este caso se trata, sin embargo, de crear un activo europeo seguro. Si el BCE emite sus propios bonos respaldados por la deuda pública que figura en el activo de su balance, surge la sospecha de financiación estatal. Sin embargo, si se constituye el euro digital como moneda de pleno derecho como se ha descrito anteriormente, con normas cuantitativas claras para su creación, la emisión de dinero y la emisión de bonos pueden separarse. El motivo para emitir bonos es crear una inversión segura, por lo que el volumen de la emisión está determinado por la demanda de un depósito de valor para los euros digitales que se mantienen como reserva de divisas. Ni en este caso ni en la emisión del euro digital como dinero debe influir la necesidad de financiación de los países del euro.

CONCLUSIÓN

En la actualidad, el euro no sustituye al dólar estadounidense como moneda de reserva internacional. Como el euro no puede depositarse en una inversión segura en el volumen necesario, su utilidad como medio de transacción y, por tanto, también como unidad de cuenta es limitada. Esto podría remediarse emitiendo instrumentos de deuda del BCE.

Conceptualmente, los bonos del BCE serían similares a los ESBies. El tramo júnior estaría representado por el capital propio del BCE. Un impago del tramo sénior no sería preocupante, ya que un banco central también puede operar con capital propio negativo. Sin embargo, la confianza en una moneda y en un bono de un emisor con capital propio negativo sería bastante baja. Esta circunstancia debería incitar al BCE a ser escrupuloso a la hora de elegir los bonos de los países del euro como cobertura para el dinero y los instrumentos de deuda. En lugar de comprar según la «clave de capital» (como en el caso de la política de flexibilización cuantitativa), habría que comprar según la calidad. Esto también sería un incentivo para que los Estados del euro reforzaran su calidad crediticia mediante una política financiera sólida. ◆

Prof. Dr. Thomas Mayer es el director fundador del Flossbach von Storch Research Institute.

- 1 Thomas Mayer, «Der amerikanische Exzeptionalismus». Flossbach von Storch Research Institute, MAKRO 09/01/2025, pág. 10.
- 2 Véase, por ejemplo, «Now is the time to reopen the Eurozone bond debate», Financial Times del 27 de mayo de 2025.
- 3 Markus K. Brunnermeier, Sam Langfield, Marco Pagano, Ricardo Reis, Stijn Van Nieuwerburgh, Dimitri Vayanos, «ESBies: Safety in the tranches». ESRB: Working Paper Series No. 2016/21.
- 4 Thomas Mayer, «The digital euro: An opportunity likely to be missed». Flossbach von Storch Research Institute, Macroeconomics 12/09/2023.
- 5 Para una descripción detallada, véase Mayer (2023).
- 6 En la tecnología de registro distribuido (distributed ledger technology, DLT), varios organismos independientes entre sí verifican las transacciones. La más conocida es la blockchain de Bitcoin, donde en principio cualquiera puede optar a encargarse de la verificación en un proceso competitivo. Otra opción es una DLT con permiso (*permissioned*), en la que una entidad central selecciona a los verificadores. A diferencia de la DLT, en el procedimiento de registro centralizado o central ledger una entidad central realiza todas las comprobaciones. Es probable que los usuarios confíen más en la DLT que en la CLT debido a la independencia de los verificadores.
- 7 Dirk Meyer / Arne Hansen: «Inflationsabwehr durch EZB-Schuldverschreibungen?». Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen 15/2021, pág. 19.
- 8 En un swap de extensión de vencimiento, dos partes intercambian los vencimientos de sus bonos. Una parte recibe un bono a más largo plazo a cambio de otro a más corto plazo. Para garantizar que el intercambio no suponga un deterioro de la calidad crediticia, la necesidad de bonos con vencimientos más largos podría cubrirse mediante swaps de bonos soberanos alemanes equivalentes. Para satisfacer la demanda, el Gobierno alemán podría endeudarse principalmente emitiendo bonos a largo plazo.



A pesar del caos arancelario, a pesar de las guerras de Ucrania y Oriente Próximo, las cotizaciones suben en todo el mundo. Porque, por lo visto, las expectativas sobre la inteligencia artificial (IA) no tienen límites.

LA PREGUNTA DEL MILLÓN

Bert Flossbach

A la cabeza del auge de la inversión en IA hay cuatro grandes empresas estadounidenses: Microsoft, Alphabet, Amazon y Meta. Solo este año van a invertir más de 300.000 millones de dólares en nuevos centros de datos para disponer de suficiente capacidad de almacenamiento y computación. Según las estimaciones de Bank of America, las inversiones en todo el mundo ascenderán a cerca de un billón para 2030, y el 84% de ellas estarán relacionadas con la IA.

La pregunta del millón es: ¿cómo monetizar ese gasto? ¿Y qué parte de las expectativas de futuro se refleja ya en el precio de las acciones?

Por naturaleza, las nuevas tecnologías son recibidas con una gran euforia, sobre todo cuando se trata de innovaciones revolucionarias como la IA. La cantidad de dinero que se puede ganar con ellas tiene, en principio, una importancia secundaria. Desde una perspectiva empresarial, la principal preocupación es que uno de los competidores pueda dominar el mercado.

¿CUÁL ES EL MAYOR RIESGO?

Las grandes empresas de IA pueden permitirse el riesgo de invertir en exceso. De hecho, tienen que hacerlo para no arriesgarse a perder el tren.

Por muy seguro que sea el avance de la IA, su potencial de ganancias aún no está claro. El signo más evidente es el crecimiento de las necesidades de almacenamiento y computación en la nube. Las últimas cifras de Microsoft revelan unas tasas de crecimiento en el negocio de la IA del 175%, lo que supondría una facturación anualizada de 13.000 millones de dólares. Parece mucho, pero es menos del 5% de las ventas totales. En el caso de OpenAI (ChatGPT), la cifra anualizada ronda los 10.000 millones de dólares. En ambos casos, es probable que los costes sean superiores a las ventas.

Lo caro que resulta este modelo de negocio se evidencia en el siguiente anuncio de la empresa: OpenAI tiene previsto alquilar a Oracle una capacidad adicional de centros de datos de unos 4,5 gigavatios a partir de 2028, lo que equivale a la →

producción de energía de cuatro reactores nucleares y al consumo de unos tres millones de hogares estadounidenses. Los costes se estiman en 30.000 millones de dólares al año.

Sin embargo, no está tan claro cuánto aumentarán los ingresos por publicidad y suscripciones de usuarios como consecuencia de la IA. Meta afirma que es capaz de mejorar la eficacia publicitaria de sus clientes corporativos mediante el uso de la IA, pero no proporciona ninguna información específica sobre cómo redonda esto en los ingresos publicitarios. Los ingresos por cuotas de suscripción (por ejemplo, para las versiones superiores de ChatGPT) proceden principalmente de clientes corporativos. La mayoría de los usuarios particulares se conforman con las versiones gratuitas.

INFUNDIR OPTIMISMO

Por tanto, no es ni mucho menos seguro que el potencial de ventas de la IA sea suficiente para amortizar las gigantescas inversiones. Las empresas que están invirtiendo mucho dinero en IA necesitan infundir optimismo para justificar sus inversiones ante los accionistas. Esto alimenta grandes expectativas, pero también aumenta las posibilidades de decepción, sobre todo porque el mundo digital es especialmente disruptivo.

Por todo ello, conviene invertir en empresas de diferentes categorías dentro de la cadena de valor digital. Podríamos decir que las grandes empresas tecnológicas como Microsoft, Amazon, Meta, Alphabet o Apple son «empresas de suministros digitales». Sus ingresos son relativamente seguros porque están firmemente integradas en la vida de casi todas las personas o empresas.

Una segunda categoría son los especialistas que dominan un área de negocio importante, operan de forma rentable y tienen un buen escudo frente a los competidores existentes y potenciales. Algunos ejemplos destacados son las plataformas de reservas como Booking, Airbnb o Uber; los servicios de *streaming* como Netflix o Spotify; las empresas de ciberseguridad como Palo Alto o Fortinet, pero también los proveedores consolidados de software empresarial como

SAP o Salesforce, las empresas de consultoría informática como Accenture o Infosys y los proveedores de servicios financieros como Visa o Mastercard.

La tercera categoría de empresas son los proveedores de infraestructuras, que constituyen una parte importante de la cadena de valor digital. Se trata principalmente de proveedores de hardware que son relevantes para la infraestructura de la IA, como chips, centros de datos, suministro eléctrico, etc. Aquí se incluyen empresas industriales tradicionales como Schneider Electric, Legrand o Amphenol, para las que la expansión de la IA supone sobre todo un negocio complementario, aunque cada vez más importante. Fabricantes de maquinaria como ASML y Applied Materials también entran dentro de esta categoría como suministradores de los fabricantes de chips.

Sin embargo, las empresas que se benefician del *boom* de la IA no tienen por qué ser necesariamente buenas inversiones. La clave es hasta qué punto están ya descontadas las previsiones en las cotizaciones actuales y qué potencial de oportunidad y riesgo tienen las acciones.

UN EJEMPLO PARADIGMÁTICO: NVIDIA

En ninguna otra empresa se debate tanto sobre la relación entre oportunidades y riesgos como en Nvidia, la compañía más valiosa del mundo, con más de cuatro billones de dólares (a fecha del 31 de julio de 2025). Dependiendo de cómo evolucione la situación, el valor en bolsa podría duplicarse o reducirse a la mitad en los próximos años.

Sin embargo, duplicar el valor de la empresa hasta la astronómica cifra de 8 billones de dólares requiere una buena dosis de imaginación. Para ello, o bien todas las inversiones en IA previstas para 2030 tendrían que ir a parar a las carteras de pedidos de Nvidia, o bien los principales clientes tendrían que invertir casi todos sus beneficios en chips de Nvidia. Ambas cosas parecen improbables.

En cambio, para que la capitalización se redujera a la mitad, bastaría con que el auge de la inversión perdiera buena parte

de su impulso, aunque una estabilización del auge de la IA no significa su fin. Aun así, las fuertes fluctuaciones en la cotización de sus principales beneficiados exigen a los inversores nervios de acero y, a veces, mucha paciencia, sobre todo porque actualmente hay algunas señales de alarma en el sector de la IA que apuntan a un sobrecalentamiento temporal: descuentos en servicios de IA de pago, precios elevados por adquisiciones de empresas y expertos en IA, y valoraciones que en algunos casos son extremas.

EL TRAJE DEL EMPERADOR

También hay que fijarse detenidamente en los beneficios publicados por las empresas tecnológicas. No son pocas las que excluyen una gran partida de gasto a la hora de comunicar sus beneficios. Dentro del sector es una práctica común pagar una parte significativa del salario mediante remuneración basada en acciones (*stock-based compensation* o SBC), que suele adoptar la forma de opciones sobre acciones. Aunque el consiguiente coste de las opciones se incluye en la cuenta de resultados oficial, a menudo se deja fuera en una versión ajustada («beneficio ajustado» o *adjusted earnings*).

La idea es eliminar los efectos que no afectan al flujo de caja para mejorar la comparabilidad de los resultados. En principio, esto tiene sentido, por lo que analistas e inversores se centran principalmente en los resultados ajustados. Sin embargo, los pagos basados en acciones no son costes puntuales, sino que se repiten cada trimestre. Para algunas empresas representan más del 10% del volumen de negocio o la mitad de los beneficios. En algunos casos son incluso superiores al beneficio total, lo que significa que esas empresas en realidad están registrando pérdidas aunque declaren tener beneficios (ajustados).

Aquí hay que tener cuidado: las empresas o sus acciones son en muchos casos bastante más caras de lo que sugiere el beneficio ajustado. En las fases de fuerte crecimiento, estas objeciones suelen dejarse de lado, pero cuando el ambiente cambia y los inversores miran más de cerca, queda claro que algunos emperadores no llevan nada puesto. ♦

Sin embargo, las empresas que se benefician del boom de la IA no tienen por qué ser necesariamente buenas inversiones. La clave es hasta qué punto están ya descontadas las previsiones en las cotizaciones actuales y qué potencial de oportunidad y riesgo tienen las acciones.

Preocupación SÍ ambiente de crisis NO

El gestor de cartera Michael Illig describe sus impresiones de su reciente viaje a Estados Unidos y explica por qué las empresas estadounidenses de calidad siguen siendo importantes para su cartera, a pesar de las turbulencias de los aranceles.

Sr. Illig, usted viajó recientemente a EE. UU., asistió a una conferencia del sector tecnológico y visitó varias empresas. ¿Cómo era el estado de ánimo?

Entre las empresas y los inversores estadounidenses, lo calificaría de moderado, pero en absoluto de negativo. A pesar de todas las referencias a la mayor incertidumbre ante los numerosos cambios de dirección de las políticas, casi todos los representantes de las empresas con los que me reuní consideraban el entorno actual de la demanda generalmente sólido.

Usted también visitó a empresas en EE. UU. el pasado diciembre, poco después de la elección de Donald Trump como presidente estadounidense. ¿Cómo han cambiado los ánimos?

En las numerosas conversaciones que mantuve con empresarios el pasado mes de diciembre, quedó clara la frustración sobre la política económica de los demócratas de los años anteriores, percibida como muy intervencionista y cada vez más ideologizada. Por tanto, si bien la imprevisibilidad de Trump era un tema muy presente tras su elección, a muchos les parecía soportable ante la esperanza de un clima favorable a los negocios. Mi percepción en diciembre era, por tanto, de un ambiente positivo, si no optimista. Esta vez era diferente. Ese tono ha dado paso a unas declaraciones mucho más sobrias, sin llegar a convertirse en un ambiente de crisis. En mi opinión, lo que mejor refleja el estado de ánimo actual de las empresas es la conocida frase en inglés: «Keep calm and carry on» (mantén la calma y sigue adelante).

A principios de abril, Trump impuso unos aranceles tremendos a las importaciones estadounidenses, cuya entrada en vigor se pospuso a continuación. ¿Cómo perciben las empresas estadounidenses su errática política arancelaria?

Los aranceles fueron una de las principales razones de la mayor incertidumbre señalada por muchas empresas. Todas desearían más seguridad a la hora de planificar, con la posible excepción de algunas empresas de consultoría y proveedores de software que pueden ayudar a las empresas a hacer frente a la mayor complejidad. Sin embargo, la mayoría de

los entrevistados también suponían que los niveles efectivos serán finalmente mucho más bajos que los aranceles recíprocos anunciados a principios de abril.

¿Cree usted que a las compañías estadounidenses les conviene ahora abstenerse de hacer críticas políticas?

No quiero especular sobre eso. En cualquier caso, no he visto prácticamente ninguna crítica pública directa al Gobierno por parte de los dirigentes de las empresas.

¿Escuchó también algunos comentarios positivos sobre Trump y sus disposiciones?

La actitud reservada de las empresas iba en ambas direcciones: en general, el tema de la política se evitaba en gran medida, aparte de algunas cuestiones concretas sobre los aranceles o las medidas de ahorro del Gobierno. Quienes me dieron opiniones muy contundentes sobre el rumbo político fueron, en particular, algunos conductores de Uber. Entre ellos había ardientes partidarios de Trump que alababan sus políticas, entre otras cosas, como solución a lo que ellos consideraban unos graves problemas en Europa. Otros conductores de Uber hispanohablantes, sin embargo, se mostraban muy preocupados por la situación: aunque ellos mismos están en el país legalmente, temen que cambie su derecho a permanecer. Estas conversaciones reflejan la fuerte polarización de la sociedad y el debate político, al igual que las diferentes posturas de los canales de noticias cuando hacía *zapping* en la habitación del hotel.

Muchos expertos se muestran muy escépticos sobre la política arancelaria de EE. UU. Algunos prevén una recesión si se aplican los aranceles previstos inicialmente. ¿Qué decían los empresarios allí presentes sobre el entorno económico?

Los asistentes a la conferencia tecnológica, naturalmente, se centraban sobre todo en el panorama del sector informático. Las palabras «incertidumbre» y «cautela» estaban en boca de todos, pero nadie hablaba de un serio descenso de las inversiones informáticas. La tónica general era que los proyectos de transformación siguen adelante. En algunos casos, incluso ha aumentado la percepción de la urgencia de modernizarse debido a las idas y venidas sobre los aranceles y a la creciente →

incertidumbre geopolítica. También se observaba que el crecimiento en Europa ha repuntado recientemente, aunque sea a partir de la base más baja del año anterior.

Durante su viaje, también se reunió con algunas empresas del sector industrial. ¿Cuál fue su impresión?

Hablaban de una ligera desaceleración, pero ninguna de las personas con las que me entrevisté sufrió caídas importantes en abril. La preocupación de que las empresas y los consumidores frenarían todas las inversiones excepto aquellas a corto plazo tras la conmoción de los aranceles de principios de abril no parece haberse materializado por ahora, según lo que comunican las empresas.

Esto suena tranquilizador de entrada. No obstante, dados los factores de incertidumbre, ¿no es arriesgado que más de la mitad del patrimonio del fondo esté invertido en EE. UU.?

Si los aranceles a la importación anunciados por Trump y posteriormente suspendidos se aplicaran como estaban inicialmente previstos, creemos que el impacto económico podría ser realmente muy fuerte. Sin embargo, consideramos que este escenario es poco probable. Dicho esto, anticipamos que los aranceles serán más altos que antes y que continuarán las disputas comerciales. Esto lastra el crecimiento, pero no elimina de un plumazo los puntos fuertes de la dinámica economía estadounidense y sus numerosas empresas de éxito. En particular, porque el efecto no se limita a la economía estadounidense: los países con un elevado porcentaje de exportaciones a EE. UU. también se verán afectadas.

Sin embargo, unos aranceles más altos también deberían incrementar los costes de las empresas estadounidenses en cartera y, por consiguiente, reducir sus beneficios. No son unas buenas perspectivas, ¿no?

Esta evolución es un claro viento en contra y es probable que ralentice el crecimiento económico a escala mundial. Sin embargo, es importante diferenciar entre las distintas empresas. Aquellas con una fuerte posición competitiva –por ejemplo,

porque sus productos son importantes para los clientes y difíciles de sustituir– suelen tener un buen poder de fijación de precios. Estamos convencidos de que muchas de las empresas en nuestras carteras resultarían menos afectadas que la media por los eventuales aranceles. Además, en general nos esforzamos por mantener una cartera equilibrada y evitar las dependencias de trayectoria y los riesgos de concentración. En estos casos, el lugar dónde la empresa esté domiciliada tiene una importancia secundaria.

A finales de mayo, alrededor del 60% del patrimonio del fondo estaba invertido en Estados Unidos...

... en términos del porcentaje de facturación que generan todas nuestras empresas en EE. UU., la ponderación de la cartera es más bien del 45%. El motivo es que muchas de nuestras empresas estadounidenses tienen una presencia mundial, y bastantes de ellas generan la mayor parte de sus ventas fuera de EE. UU. También es importante para nosotros que nuestras empresas tengan una gran capacidad de adaptación y resistencia; no solo gracias a su fuerte posición competitiva, sino también a otros factores, como la solidez de su balance. Por tanto, no deberían tener problemas para sobrevivir, incluso en caso de una crisis económica más grave y unos aranceles más altos.

No tener dificultades para sobrevivir puede ayudar en situaciones extremas, pero tampoco parece muy prometedor.

Con esto he descrito un requisito mínimo. Por supuesto, una empresa de alta calidad también debe presentar unas buenas perspectivas a largo plazo de aumentar sus beneficios y generar valor para sus accionistas. Pero para que esto ocurra, las empresas deben ser capaces de superar los reveses temporales sin sufrir unos daños sustanciales. E independientemente de que los acontecimientos actuales en torno a la guerra comercial o los conflictos geopolíticos se conviertan en un tal revés, habrá una próxima crisis, inevitablemente. Estas crisis no se pueden evitar y, en mi opinión, tampoco se pueden predecir. Pero uno puede prepararse para ellas, y eso es exactamente lo que buscamos al seleccionar una empresa.

Por tanto, la calidad de las empresas debe minimizar su vulnerabilidad a las crisis. Sin embargo, en las fases de desplome de las bolsas, como la reciente de abril, las cotizaciones caen de forma generalizada, incluidos las de las empresas de calidad. ¿Cómo vive esas fases como gestor de carteras?

Es cierto: en esas fases, por supuesto, tampoco nos libramos de las caídas de precios. Pero en el pasado, estas han resultado por lo menos inferiores a la media en épocas de crisis más pronunciadas. Sin embargo, en última instancia, lo que cuenta para nosotros no es la volatilidad, es decir, las fluctuaciones a corto plazo, sino que estas no se conviertan en pérdidas permanentes de valor. Esto ocurre sobre todo cuando las empresas sufren un daño sustancial, es decir, si su capacidad de generar beneficios se reduce de forma permanente. Nuestro profundo conocimiento de las empresas en las que invertimos y nuestra valoración sobre su elevada resiliencia nos permiten dormir más tranquilos en tiempos de crisis. Esto también hace que sea mucho más fácil aprovechar las oportunidades que se presentan.

¿Por qué es más fácil aprovechar las oportunidades? Y ¿las hubo también en la reciente corrección del mercado?

Nos permite centrarnos más fácilmente en las oportunidades si no estamos demasiado ocupados «apagando fuegos». Si muchas de nuestras empresas experimentaran convulsiones ante una crisis, estaríamos plenamente ocupados analizando los daños y, si fuera necesario, vendiendo posiciones. La gran resiliencia de nuestras empresas, en cambio, nos da más tiempo para buscar oportunidades cuando se venden acciones de forma generalizada, como ocurre siempre en tiempos de crisis bursátiles. Si confiamos en que las perspectivas de beneficios de una empresa no han disminuido significativamente, pero su cotización ha sufrido una fuerte corrección, encontramos buenas oportunidades de compra. Eso ocurrió precisamente a principios de abril, cuando tuvimos lo que fue, para nosotros, una actividad bastante intensa y, además de ampliar posiciones existentes, también incorporamos una nueva.

Por tanto, los vaivenes ofrecen ciertamente oportunidades. ¡Muchas gracias por su tiempo!

«Estas crisis no se pueden evitar y, en mi opinión, tampoco se pueden predecir. Pero uno puede prepararse para ellas, y eso es exactamente lo que buscamos al seleccionar una empresa.»

Michael Illig es gestor de cartera de Flossbach von Storch SE.

A stylized illustration of Donald Duck, the character from Disney, wearing his signature blue top hat and red bow tie. He is depicted with a wide-eyed, excited expression, surrounded by a large pile of gold coins and several floating dollar signs. The background is a textured, greyish-blue surface with more coins scattered around. The overall theme is wealth and investment.

Las cámaras acorazadas se llenan

→
Julian Marx

Los bancos centrales de todo el mundo confían en el oro como depósito de valor. Las reservas están creciendo rápidamente, algo que seguramente no cambie mucho en el futuro.

Para el Bundesbank, el oro no es una moda pasajera. No, el metal precioso amarillo es desde hace décadas una parte fundamental de la política monetaria. En 1961, sus reservas de oro superaron por primera vez la barrera de las 3.000 toneladas. Desde entonces, este nivel se ha mantenido prácticamente estable.

No es de extrañar, pues, que los almacenes estén bien provisionados: el banco central alemán atesora unas 3.361 toneladas de oro (cifra de finales del año pasado) en las tres bóvedas que tiene en Fráncfort, Nueva York y Londres. Es decir, el Bundesbank posee la segunda reserva de oro más grande del mundo de entre los bancos centrales y las organizaciones financieras internacionales. Alrededor del 51% del oro está almacenado en Fráncfort, algo menos del 37% en Nueva York y el 12% restante en Londres.

La distribución regional de las cantidades de oro no es arbitraria, sino que se basa en las dos funciones más importantes de las reservas del metal precioso: generar confianza en el país y tener la posibilidad de cambiar rápidamente oro por divisas extranjeras en mercados de comercio de oro líquido en el extranjero. Desde la perspectiva de muchos bancos centrales, es probable que ambas funciones hayan cobrado aún más importancia en los últimos años.

LA CONFIANZA SE DESMORONA

Hasta la fecha, la mayoría de las reservas de divisas de los bancos centrales siguen concentradas en el «billete verde»: si dejamos el oro a un lado, casi el 58% de las reservas mundiales de divisas estaban denominadas en dólares estadounidenses a finales del año pasado. Esto no es ninguna sorpresa: en 2024, por ejemplo, algo más del 60% de los bonos y préstamos en divisas se emitieron en dólares estadounidenses. En este sentido, el dominio del dólar de EE. UU. en las finanzas internacionales sigue siendo incuestionable y su estatus de moneda de reserva mundial no corre un peligro inminente.

Sin embargo, es muy comprensible que muchas regiones del mundo deseen tener una mayor autonomía financiera. La congelación de las reservas de divisas rusas en respuesta a la guerra de Ucrania hace tres años probablemente fuera una señal de advertencia para los adversarios geopolíticos de

EE. UU. Además, el conflicto comercial que el presidente estadounidense Donald Trump ha desencadenado y gestionado con mano dura este año ha provocado una pérdida de confianza nada desdeñable en EE. UU. y sus instituciones. El deseo expresado en repetidas ocasiones por Trump de convertir a Canadá en el estado 51 de EE. UU. ha añadido más leña al fuego y ha intranquilizado incluso a los aliados más veteranos, lo que pone en duda el liderazgo indiscutible de EE. UU. y el dólar.

Para un adversario geopolítico como China, estos acontecimientos pueden ser la oportunidad perfecta para expandir su influencia. Esto explica que la cuota de su moneda nacional, el renminbi, en el comercio exterior de mercancías de China pasara del 26% en 2023 al 38% en 2024. Hasta ahora, este aumento refleja principalmente un mayor uso del renminbi en las transacciones comerciales entre Rusia y China, que se han multiplicado desde la imposición de sanciones tras la invasión masiva de Ucrania.

Pero este devenir tampoco ha dejado indemnes a otros bancos centrales, como revela un vistazo a la Central Bank Gold Reserves Survey, un estudio anual realizado por el Consejo Mundial del Oro (WGC) en el que se pregunta a representantes de bancos centrales de todo el mundo. La encuesta publicada en junio de 2025 dibuja un panorama de creciente escepticismo hacia el dólar (véase el gráfico 1).

En respuesta a la pregunta «¿Qué proporción de las reservas de divisas cree que estará denominada en dólares estadounidenses dentro de cinco años?», el 73% de los encuestados afirmó que, en su opinión, esa proporción disminuiría. El 28% opina incluso que el peso del dólar en las reservas de divisas se reducirá significativamente, lo que supone un aumento de 15 puntos porcentuales en comparación con el año anterior. En cambio, solo el 10% de las entidades encuestadas suponía que el dólar estadounidense representaría una mayor proporción de las reservas mundiales de divisas en el futuro.

UNA ÉPOCA «DORADA»

Como dice el refrán: no hay mal que por bien no venga. Y aunque la popularidad del dólar estadounidense parece haber disminuido un poco en los últimos tiempos, la demanda de oro se ha mantenido intacta en los últimos años. →



De cara al futuro,
también hay indicios
de que la demanda
de oro por parte de los
bancos centrales no caerá
de la noche a la mañana.
Más bien al contrario.

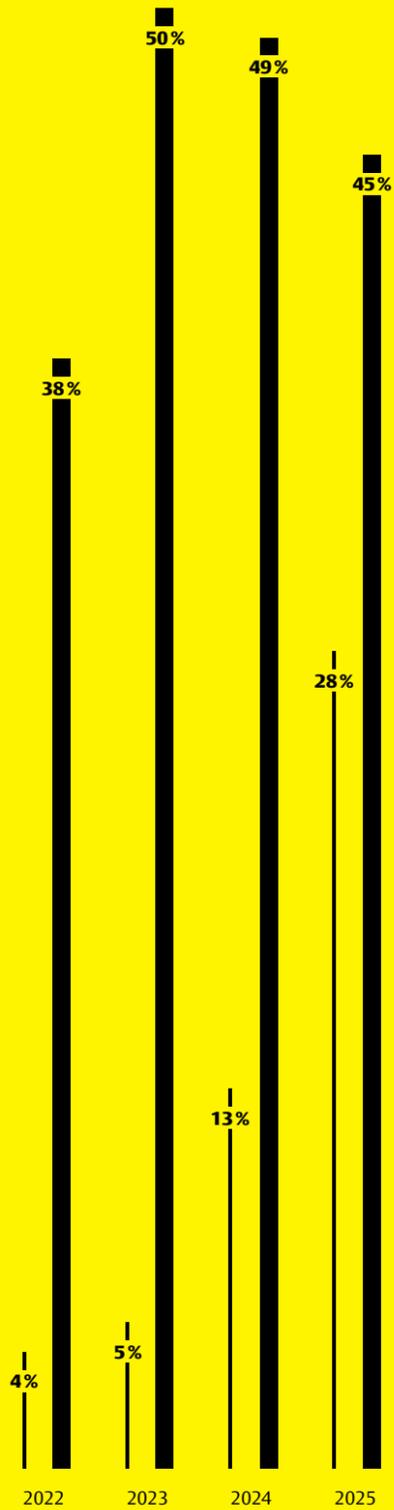
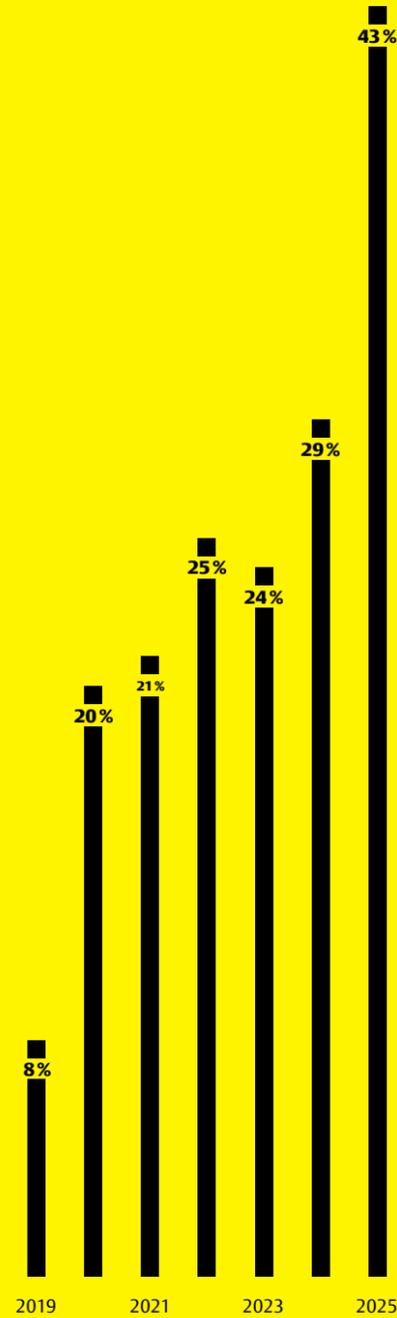


Gráfico 1
Crece el escepticismo hacia el dólar
«¿Qué proporción de las reservas cree que estará denominada en dólares estadounidenses dentro de cinco años?»

Gráfico 2
Los compradores de oro han tomado el control
«¿Cómo espera que evolucionen las reservas de oro de su institución en los próximos doce meses?»



Porcentaje de bancos centrales que esperan que sus reservas de oro aumenten en los próximos 12 meses

Fuente: Central Bank Gold Reserves Survey del Consejo Mundial del Oro, Flossbach von Storch, datos a junio de 2025

— Una proporción significativamente menor
■ Una proporción ligeramente inferior

La demanda neta mundial de oro por parte de los bancos centrales ya superó las 1.000 toneladas en cada uno de los años de 2022 a 2024, lo que supone más del doble de la media de la década de 2010.

De cara al futuro, también hay indicios de que la demanda de oro por parte de los bancos centrales no caerá de la noche a la mañana. Más bien al contrario. Como muestra la última encuesta del WGC, es probable que la incertidumbre geopolítica siga impulsando esa demanda. No en vano, el 77% de los gestores de las reservas oficiales de divisas consideran que la geopolítica es un factor clave a la hora de definir sus carteras, por lo que es probable que se produzcan nuevas compras de oro en vista de los numerosos frentes abiertos. Un impresionante 43% de las entidades encuestadas también manifestaron su intención de seguir aumentando sus tenencias de oro en los próximos doce meses, un nuevo récord (véase el gráfico 2). Al mismo tiempo, ninguno de los encuestados espera que sus reservas de oro disminuyan.

De mantenerse la tendencia actual, es solo cuestión de tiempo que se batan nuevos récords en las reservas mundiales de oro de los bancos centrales y las organizaciones financieras internacionales. Ya se está rozando el máximo histórico de 1965: en la época del sistema de Bretton Woods, cuando el oro podía cambiarse por dólares estadounidenses a un tipo de cambio predefinido, las tenencias de oro de los bancos centrales ascendían a unas 38.000 toneladas; a principios de este año, las reservas oficiales de oro sumaban ya unas 36.300 toneladas.

Esto podría relegar el récord de los últimos 60 años a los libros de historia dentro de pocos años y consolidar aún más el papel del oro como moneda de reserva. En 1965, sin embargo, el precio fijado por el Gobierno en EE. UU. aún rondaba los 35 dólares por onza, una cifra que hasta la fecha se ha multiplicado casi por cien (calculada en papel moneda). ♦



Glosario

Términos económicos

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

INFORMACIONES LEGALES

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

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

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

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

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

Las rentabilidades pasadas no son garantía de las rentabilidades futuras.

© 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: 15 agosto 2025

ES 112 0825 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:
Dr. Bert Flossbach, Prof. Dr. Agnieszka Gehringer, Jens Hagen, Michael Illig, Dörte Jochims, Thomas Lehr, Julian Marx, Prof. Dr. Thomas Mayer, Christian Panster, Kurt von Storch

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

INFORMACIÓN SOBRE EL MATERIAL FOTOGRÁFICO

Derechos de autor: © Carolin Euskirchen, Ilustración (página de título, p. 2); © Marc Comes, CHB-P (p. 3); © Sarndy, Getty Images (p. 5 arriba); © Generado por IA con Ideogram (p. 5 debajo); © Sarndy, Getty Images (p. 6–13); © Carolin Euskirchen, Ilustración (p. 14–21); © Tanarch, Getty Images; Markus Taubeneck, Ilustración (p. 22–27); © Guirong Hao, Getty Images; Markus Taubeneck, Ilustración (p. 28–35); © Frank Schemmann (p. 40); © Generado por IA con Ideogram (p. 44–49); © Marc Comes, CHB-P (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