

UNA BRÚJULA DE SUPERVIVENCIA FINANCIERA

PARA EL 2025



Índice de artículos 1^{er} semestre 2025

Introducción	7
1. ¿Qué es el Índice de Precios de Consumo (IPC) y cómo se calcula?	9
2. En qué fondos de renta fija debemos fijarnos tras las bajadas de tipos.....	14
3. Los nuevos impuestos para 2025	17
4. Diferencias importantes: Europa y Estados Unidos.....	24
5. El peso del expolio fiscal en España	29
6. ¿Es el momento de apostar por el S&P 500 Equal Weight en lugar del S&P 500?	35
7. Mitos sobre el mercado: las grandes compañías del S&P y su concentración	39
8. El R-cuadrado en fondos de inversión: ¿qué es y por qué es importante? ..	43
9. Lo que ha funcionado en 2024 y lo que no, cuidado en 2025.....	45
10. España ¿un cohete rumbo al “estrellato” económico?	48
11. España, un modelo único de pluralidad	51
12. Comerse a la inflación o ser comido por ella	54
13. Las nuevas sanciones a Rusia	58
14. ¿Qué es el PMI? un dato muy utilizado y poco conocido	61
15. Value Investing	64
16. ETFs más rentables de 2024.....	66
17. El gigante con pies de barro	69
18. El crecimiento roto de España	73
19. Perspectivas 2025 de JP Morgan Asset Management.....	78
20. El peso del expolio fiscal en España.....	83
21. Quiero invertir, pero ¿dónde?.....	89

22.	El desempleo en España: una foto con letra pequeña	94
23.	La mayor caída de la historia de la humanidad, NVIDIA.....	98
24.	¿Rotación de carteras hacia el <i>value</i> ?	102
25.	Dicen que el S&P está caro, ¿seguro?.....	105
26.	La paradoja económica de España: récords de recaudación, deuda y pobreza.....	108
27.	Por qué Amancio Ortega paga menos IVA que tú	112
28.	La farsa de la subida del SMI, ¿cuánto vas a pagar?	114
29.	Aranceles de Trump: ¿realmente impulsaron la inflación?.....	117
30.	Bonos convertibles	121
31.	El oro: refugio, especulación y tendencias futuras	124
32.	Análisis de la relación entre la inflación y la correlación entre renta variable y renta fija	127
33.	¿Qué es la economía de suscripción y cómo se invierte en ella?	132
34.	La “quita” de deuda a las comunidades autónomas.....	135
35.	Volatilidad y el arte de invertir sin perder el sueño	138
36.	El esfuerzo fiscal en Europa y España	142
37.	Europa en los mercados: dos meses de subidas, liderazgo financiero y un tropiezo tecnológico	147
38.	La deuda que no está en nuestra cabeza	150
39.	¿Quién tiene la deuda de Estados Unidos? El cambio de paradigma chino 154	
40.	Riesgos para Estados Unidos en 3 gráficos	158
41.	¿En qué mes debo invertir?	162
42.	La rotación en el S&P y la virtud.....	166
43.	El precio de la vivienda en España	169

44.	¿Qué ha pasado con la deuda europea?	174
45.	Quienes se retiran del mercado en el peor momento terminan perdiéndose las subidas más importantes	177
46.	El coste laboral en España	181
47.	El gran potencial del cliente retail en España para las gestoras de fondos 184	
48.	El Salario Mínimo, mucho ruido y pocas nueces	189
49.	La crisis silenciosa del emprendimiento en España	192
50.	El impacto de las decisiones de la Fed en los mercados	196
51.	Las caídas en bolsa no son el fin del mundo	199
52.	¿Quiere Trump provocar una recesión en Estados Unidos?	201
53.	El increíble aumento del precio de los coches en España	203
54.	Crecimiento económico dopado, adictos a la dopamina del gasto público 206	
55.	¿Podemos comparar el PER actual del S&P 500 con su histórico? Spoiler: no.	210
56.	¿Por qué invertir (todavía) en fondos de renta fija a vencimiento?	214
57.	Sectores anticíclicos, todoterrenos salvavidas	218
58.	¿Tambores de recesión?	223
59.	Cómo jubilarte con, al menos, 1 millón de euros	226
60.	España se sostiene con el 37% de la población	230
61.	La pobreza y la carencia material en la España de 2024	232
62.	Los 15 años perdidos de España	235
63.	El día que Trump quiso redibujar el orden mundial: aranceles y guerra comercial total	238
64.	Cuando el miedo se dispara... es momento de invertir. La cruel ironía de Trump	244

65.	La más que arriesgada estrategia de Trump.....	248
66.	“Kiss my ass” Trump, los aranceles y el arte de congelar el caos	251
67.	Cabeza fría, corazón templado y cartera siempre invertida	254
68.	El déficit comercial o por qué también yo lo tengo con la panadería del barrio	259
69.	Una décima menos de inflación. Mil millones más para Trump. El dato que Trump esperaba: por qué la inflación lo cambia todo	264
70.	El espejismo del alquiler barato. Por qué topar precios ha agravado el problema en Cataluña	267
71.	Guerra comercial, ¿fin de las hostilidades o pausa estratégica? El nuevo capítulo entre EE. UU. y China.....	271
72.	Cómo jubilar a tu hijo con, al menos, 1 millón de euros	274
73.	Cómo jubilarte con, al menos, 1 millón de euros. Rango de edad: 20-35 años	277
74.	Cómo jubilarte con, al menos, 1 millón de euros. Rango de edad: 35-45 años	281
75.	Cómo jubilarte con, al menos, 1 millón de euros. Rango de edad: 45-50 años	285
76.	Cómo pasar de jugador a inversor	290
77.	Bancarrotas y tipos de interés	293
78.	El impuesto que sube sin tocarlo, por qué el IRPF duele cada vez más	296
79.	¿Y si esta vez Asia no responde al dólar?.....	301
80.	Invertir en defensa europea ¿gran oportunidad o riesgo de llegar tarde?	304
81.	¿Cómo podría el Gobierno alcanzar los 10.000 millones de gasto en Defensa?	309
82.	El gran apagón del 28 de abril, una red eléctrica demasiado verde.....	316

83.	Warren Buffett, 60 años de inversión, disciplina y resultados imposibles	
		322
84.	Warren Buffett, riqueza sin ruido, sabiduría sin prisa.....	326
85.	La volatilidad no es el enemigo	329
86.	Perspectivas macroeconómicas	332
87.	Radiografía de los mercados en 2025.....	336
88.	¿Cómo está el patio en los mercados?	340
89.	El efecto del tipo de cambio en tus inversiones	342
90.	No entres ahora en el mercado... dijo el cuñado	346
91.	¿Quién se recupera y quién sigue en el banquillo?.....	349
92.	Volatilidad 2.0. No es un enemigo, es un regalo envuelto en miedo.....	352
93.	La confianza del consumidor se desploma.....	355
94.	Cuando todo baja... menos la inversión	358
95.	Deuda americana y su calidad, ¿un aviso o mucho ruido y pocas nueces?	
		361
96.	Cuando el dinero pierde dinero	365
97.	Un sistema de pensiones al borde del abismo.....	368
98.	Y tú qué prefieres, ¿medio dólar o 156? Si no inviertes te haces pobre .	371
99.	El coste de la deuda pública americana se dispara.....	375
100.	El salario mínimo y sus perniciosos efectos.....	378
101.	Somos más pobres que en 2008. Y no un poco.	382
102.	Y llegó la crisis... y nada. Y llegó otra... y tampoco. El poder de estar siempre invertidos	386
103.	No es solo una pensión, es tu libertad	388
104.	¿Altos o bajos? Los tipos de interés.....	391
105.	La inflación baja, pero los precios no	394

106.	La volatilidad ha bajado, pero cuidado. Hay que comenzar con la revisión de las carteras previa al verano.	397
107.	Petróleo, misiles y mercados.....	400
108.	Entendiendo cómo decide la Reserva Federal.....	403
109.	Qué son los tipos de interés	406
110.	¿Y si la Fed no baja tipos? Entendiendo la incertidumbre del mercado	410
111.	Una defensa de la gestión discrecional de carteras	414
112.	El paro: una tragedia silenciosa de la economía española.....	418
113.	La diversificación como antídoto, otra vez... Construyendo carteras antes del verano	421
114.	CLOs, la torre de bloques de la deuda y el piso mezzanine.....	424
115.	Alquiler en España: demasiados buscando, muy pocos ofreciendo	427

Introducción

Este segundo compendio de artículos de *Estrategias de Inversión* nace con el mismo espíritu con el que iniciamos la primera entrega: seguir apostando decididamente por la educación financiera. Si algo nos ha demostrado la experiencia es que, en un entorno económico cada vez más complejo y cambiante, contar con herramientas para interpretar la realidad resulta imprescindible.

Durante el primer semestre de 2025 hemos publicado más de un centenar de artículos no relacionados directamente con fondos de inversión. En estas páginas el lector encontrará explicaciones sencillas y rigurosas sobre conceptos económicos, análisis financieros, reflexiones sobre política fiscal y monetaria, y, sobre todo, intentos constantes de arrojar luz sobre la actualidad que vivimos.

Nuestra intención no es hacer recomendaciones ni adivinar el futuro, pero no por renunciar a una meta imposible queremos ser dejar de ser ambiciosos: acompañar al lector, aportar contexto y facilitar la comprensión de lo que sucede a nuestro alrededor.

Este compendio no está pensado para ser leído de un tirón. Más bien pretende funcionar como una herramienta de consulta y revisión. Un fondo de armario al que acudir para entender mejor la inflación, el comportamiento de los bancos centrales, las pensiones, la vivienda, los aranceles, el significado del S&P 500 Equal Weight, o qué implicaciones tiene que suban los impuestos o bajen los tipos de interés. No es un manual académico, pero tampoco una sucesión de titulares.

Como verás, algunos textos tratan fenómenos coyunturales —los aranceles de Trump, la presión fiscal en España, los últimos datos de empleo— mientras que otros explican conceptos que deberían formar parte de la cultura básica de cualquier ahorrador o inversor: qué es el PER, cómo se calcula el IPC, por qué importa el R-cuadrado en un fondo, o cuál es el verdadero impacto de la inflación.

Este compendio refleja el esfuerzo por ordenar y dar sentido a un semestre que, como todos, ha traído luces y sombras. Hemos tenido mucho ruido en estos seis primeros meses. Si algo hemos aprendido en este tiempo es que la educación financiera no termina nunca. Es un camino. Un camino que queremos seguir recorriendo contigo.

Y si este libro te sirve, aunque sea solo una vez, para comprender un poco mejor tus finanzas, las noticias económicas o tus decisiones de inversión, habrá cumplido su propósito.

1. ¿Qué es el Índice de Precios de Consumo (IPC) y cómo se calcula?

Justo antes de terminar el año, el día 30 de diciembre, nos desayunábamos con el dato del **IPC adelantado de diciembre**. El dato no es positivo, porque indica que la inflación ha vuelto a crecer (**+0,4%**). Por definir el IPC, es un indicador que mide la **evolución de los precios de una cesta de bienes y servicios de un consumidor representativo**. Esta es la definición más clásica.

La diferencia entre el IPC de dos periodos es la inflación. Por eso, erróneamente se suele decir que la inflación es la subida sostenida y generalizada de los precios. Esto no es así, pero ya hablaremos sobre ello en otro artículo, que no hay que despistarse tanto a principios de año. El IPC es bastante importante porque sirve para ver cómo cambian los precios a lo largo del tiempo y, en consecuencia, el coste de vida. Se usa para actualizar salarios, pensiones y alquileres, entre otros, por lo que no es cosa menor.

¿Cómo se calcula el IPC?

El cálculo del IPC comienza con la selección de una **cesta de bienes y servicios** que refleja el consumo típico de los hogares. Esta cesta incluye productos y servicios de **diferentes categorías**, como alimentación, transporte, vivienda, vestido y calzado, entre otros muchos (la cesta actual contiene 955 artículos). La composición de la cesta se revisa periódicamente para adaptarla a los cambios en los hábitos de consumo de la población. Por ejemplo, hace unos años no había telefonía móvil o aparatos de aire acondicionado, por poner un ejemplo sencillo.

Cada producto o servicio de la cesta tiene una **ponderación que refleja su importancia relativa** en el gasto total de los hogares. Estas ponderaciones se actualizan regularmente con datos de la Encuesta de Presupuestos Familiares. Obviamente, servicios de telefonía, por seguir con el mismo ejemplo, cada vez ha ido teniendo un mayor peso. Para ver cómo se calcula podemos ilustrarlo con un sencillo ejemplo.

Supongamos que la cesta de la compra incluye los siguientes productos: leche: 1 litro; pan: 1 barra; luz: 1 mes de consumo; transporte: 1 bono de autobús; manzanas: 1 kilo; y detergente: 1 paquete.

En el mes de noviembre, los precios (inventados) eran:

- Leche: 1,20 €
- Pan: 1,00 €
- Luz: 50,00 €
- Transporte: 20,00 €
- Manzanas: 3,00 €
- Detergente: 6,00 €

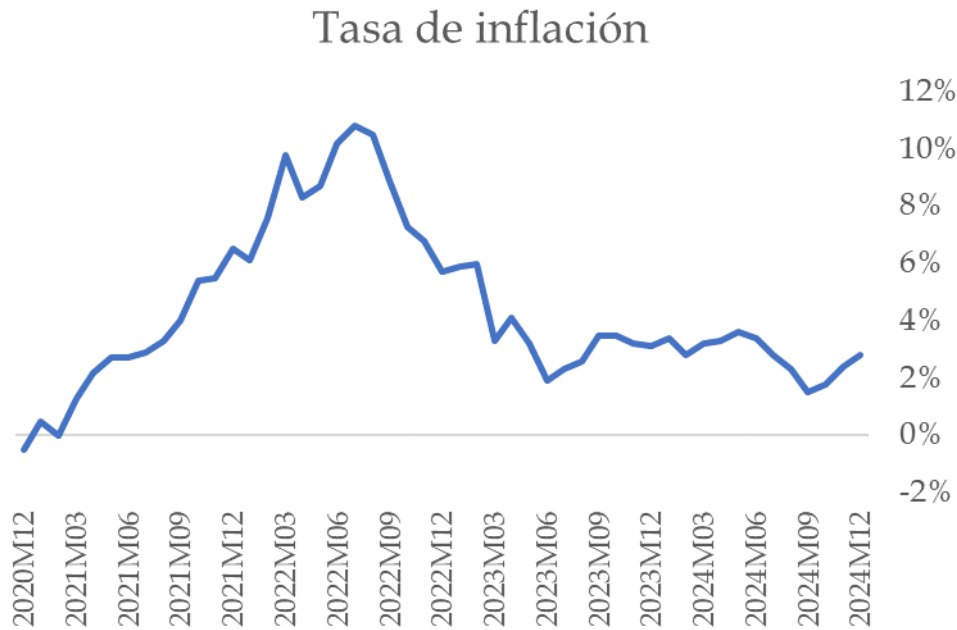
Coste total de la cesta = $1,20 + 1,00 + 50,00 + 20,00 + 3,00 + 6,00 = 81,20$ €

En el mes actual, los precios han subido ligeramente (la subida final del 0,4% sí es real):

- Leche: 1,21 €
- Pan: 1,01 €
- Luz: 50,20 €
- Transporte: 20,10 €
- Manzanas: 3,01 €
- Detergente: 6,01 €

Coste total de la cesta actual = $1,21 + 1,01 + 50,20 + 20,10 + 3,01 + 6,01 = 81,53$ €

Esto indica que los precios han aumentado un 0,4% respecto al mes base.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

Como se ve en el gráfico, en los últimos meses no ha dejado de subir el IPC mensual. Ojo, cuando “baja” no es que los precios bajen, sino que crecen a un **ritmo menor**. Eso es muy importante tenerlo en cuenta. Que la inflación pase del 3% al 2,8% no es que los precios hayan caído, sino que han aumentado a un menor ritmo. Siento repetirlo, pero es muy importante.

De hecho, si miramos la inflación acumulada de los últimos 4 años nos asustamos, por utilizar un adjetivo digno de un artículo y no de una conversación de bar.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

Esto quiere decir que la vida es un 19% más cara. De otro modo, **somos un 19% más pobres**. En tan solo 4 años, una quinta parte de nuestra capacidad adquisitiva se ha esfumado. Como por arte de birlibirloque, donde antes utilizábamos 84 euros para hacer la compra, ahora tenemos que usar 100.

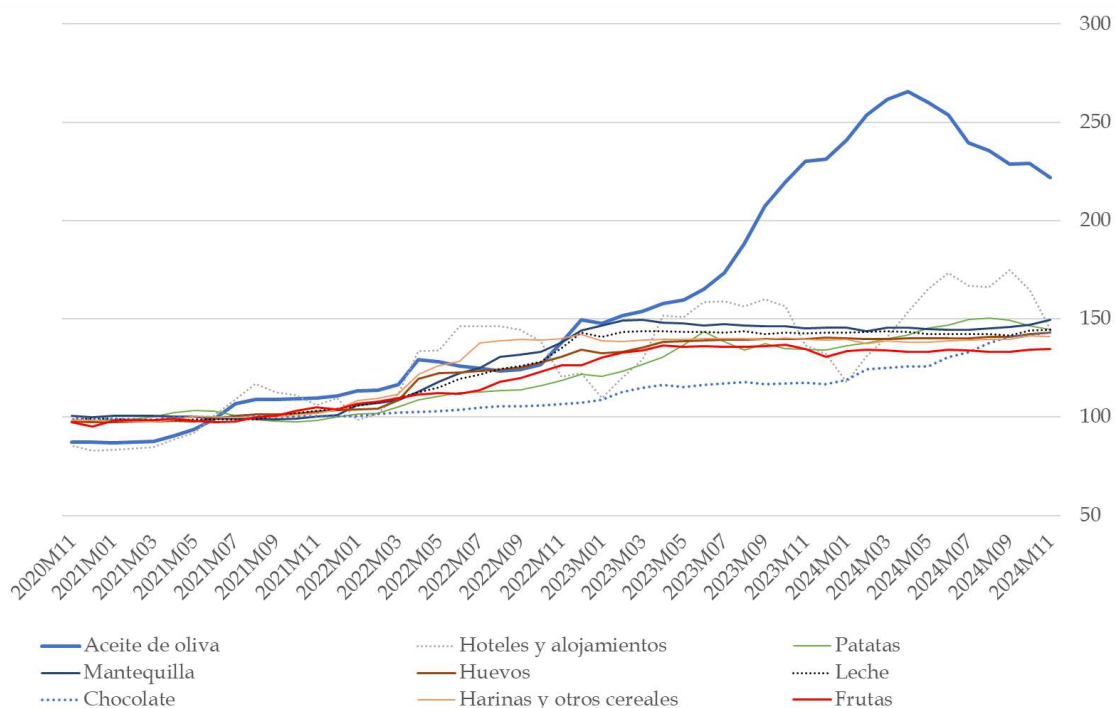
Ahora bien, nos encontramos con **productos especialmente groseros** en las subidas. Por ejemplo, más de un 150% el aceite de oliva. Más de un 70% los combustibles. Y la lista es larga: mantequilla, huevos, leche, patatas, azúcar, productos de bebé... todo descaradamente disparado. Y no estamos hablando de los precios de los yates o las viviendas del barrio de Salamanca, que también, sino de lo que un consumidor cualquiera tiene que comprar de forma habitual. Puedes ver algunos ejemplos en el siguiente gráfico.

Y **más que va a subir**, siento decírtelo, porque el Gobierno va a aumentar los impuestos (otra vez más). De hecho, el día 1 de enero ya han entrado en vigor

algunas subidas impositivas que notarás en el bolsillo desde ya mismo. También te las contaremos en otro artículo.

Y, **¿por qué se produce la inflación?** ¿Es el malvado productor de pistachos o cacao? ¿Se quiere forrar el empresario a nuestra costa? ¿Son el dueño de Mercadona y o de Inditex unos malvados que quieren nadar en su piscina de monedas de oro como el tío Gilito con cargo a nuestro bolsillo? Pues nada de eso. Y cuando digo nada me refiero a nada. No a un poco. Pero esto, lo explicaremos en otro artículo posterior. Siento dejarte con la intriga de tres futuros artículos para comprender del todo el fenómeno de la inflación. Pero un tema tan esencial para la economía no podemos despacharlo en tan corto espacio.

Ya sabemos qué es y cómo se calcula el IPC. Sabemos que estas subidas nos hacen más pobres. No hay que saber de economía para esto, ¿verdad? Basta ir a comprar el pan. Pero no sabemos qué causa la inflación. O quién. Ni qué impuestos nos han subido. Hasta dentro de poco y, a pesar de estos datos un poco desoladores, **feliz año nuevo.**

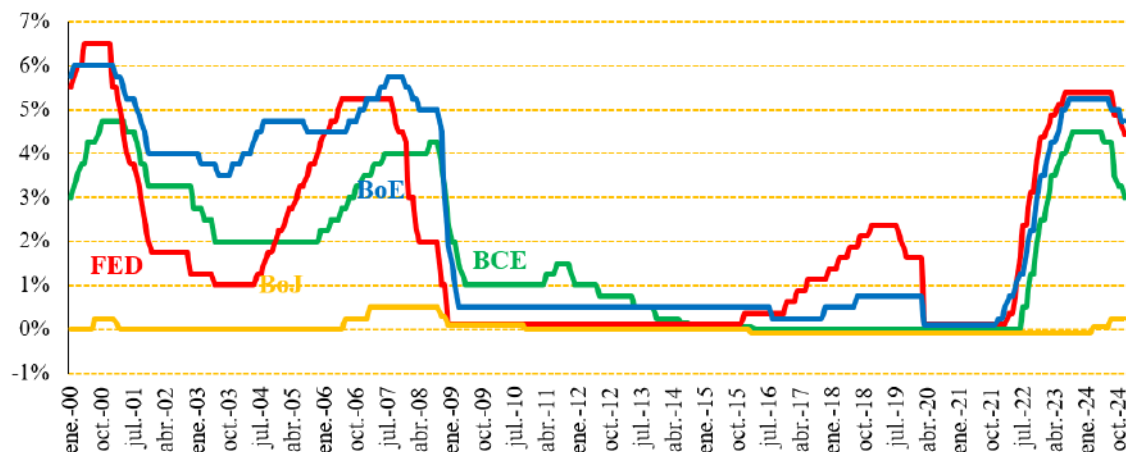


Fuente: Carlos Arenas Laorga

2. En qué fondos de renta fija debemos fijarnos tras las bajadas de tipos

Tras las recientes bajadas de tipos, los **fondos de renta fija adquieren un papel especial**. En 2022 vimos una caída espectacular en estos fondos con motivo de las agresivas subidas de tipos. Ahora, hemos podido ver **rentabilidades más que aceptables, aunque no exenta de volatilidad**. Con un escenario de tipos de interés en descenso, los valores de los bonos tienden a apreciarse, generando oportunidades interesantes. Es decir, **tipos a la baja, precios al alza**. Aunque parezca contraintuitivo, así funciona el mercado de renta fija. El caso es que si te dan un interés menor por un bono que vale 100 en su vencimiento, el precio tiene que ser mayor para que en el mismo periodo acabe valiendo 100. Por ponerlo con un ejemplo muy sencillo. Supón que tienes una máquina valorada en 100 euros que, cada mes, te da 10 caramelos. Pero ahora salen nuevas máquinas al mercado por 100 euros que solo dan 5 caramelos. ¿Qué le pasa a tu máquina? Pues que va a valer más. Los bonos antiguos dan más caramelos (mayores intereses).

Tipos de interés bancos centrales



Fuente: Carlos Arenas Laorga

Veamos algunas opciones de fondos de renta fija que pueden ser atractivas en este contexto.

1. Fondos de renta fija a largo plazo. Aunque no somos muy partidarios de este tipo de fondos por la **elevada volatilidad** que vemos, los bonos a largo plazo son **más sensibles a las bajadas de tipos por su mayor duración**. Por este motivo, en un entorno como el actual serían teóricamente los más beneficiados. Y digo teóricamente. Luego llega la Fed y dice que quizá no haya tantas bajadas y estos fondos caen con fuerza. O el dato de inflación es malo y se desploman. Así que, para un inversor conservador, no serían la mejor opción. Cuidado con la duración.

2. Fondos de renta fija con enfoque defensivo. Son fondos que suelen invertir en elevadas calidades crediticias, en crédito o deuda de estabilidad y suelen tener duraciones menores. Por ejemplo el **Tikehau Short Duration**, o fondos que invierten en activos de renta fija con muy bajos defaults y muy estables, como el **Nordea 1 low dur eu cov**, o el **EDR sicav millesima 2028**.

3. Fondos que invierten en mercados emergentes. Cuando se bajan los tipos en Estados Unidos (mercados desarrollados, pero particularmente importante la economía americana) **puede aliviar la presión sobre la deuda denominada en dólares de los mercados emergentes**, mejorando sus condiciones de financiación. Especialmente aquellos con déficit por cuenta corriente. Eso sí, si el dólar se aprecia mucho, tal y como está sucediendo, el efecto no va a ser el mismo.

4. Fondos mixtos con enfoque en diversificación. Nos solemos olvidar de este tipo de fondos y lo que hacen es diversificar y reducir riesgos, por lo que animo a tenerlos en cuenta en momentos como el actual en donde los analistas creen en un **mercado con recorrido y buenos retornos de la renta fija**. En el mejor de los casos habrá una correlación positiva que hará que ambos activos sumen. En el peor, uno de ellos sostendrá las caídas del otro.

5. La pérdida de atractivo en los fondos de muy corto plazo

Si bien los fondos de renta fija a corto plazo han sido una opción popular debido a su elevadísima rentabilidad para el poquísimo riesgo que asumen, rápida, las bajadas de tipos generan un desafío: la **reinversión a menores tasas de interés**.

- **El problema de la reinversión:** estos fondos, al tener vencimientos muy frecuentes, deben reinvertir los cupones con tipos de interés más bajos. Esto reduce paulatinamente el rendimiento total del fondo, especialmente en un entorno donde las bajadas de tipos son sostenidas.
- **Impacto en la rentabilidad:** fondos con duración extremadamente corta, que ofrecen mayor seguridad, pueden comenzar a ofrecer retornos insuficientes para compensar la inflación.
- **Alternativa a considerar:** los inversores que busquen algo más de rentabilidad podrían explorar fondos con duraciones medianas, que aún ofrecen estabilidad pero tienen menor necesidad de reinversión a corto plazo.

Estos consejos tratan de subrayar la importancia de equilibrar las expectativas de retorno con el horizonte de inversión y la tolerancia al riesgo. Aunque los fondos de muy corto plazo pueden seguir siendo útiles para perfiles conservadores, su atractivo disminuirá gradualmente en este entorno de tipos menores. Aunque con los datos de inflación de los últimos meses, cualquiera sabe.

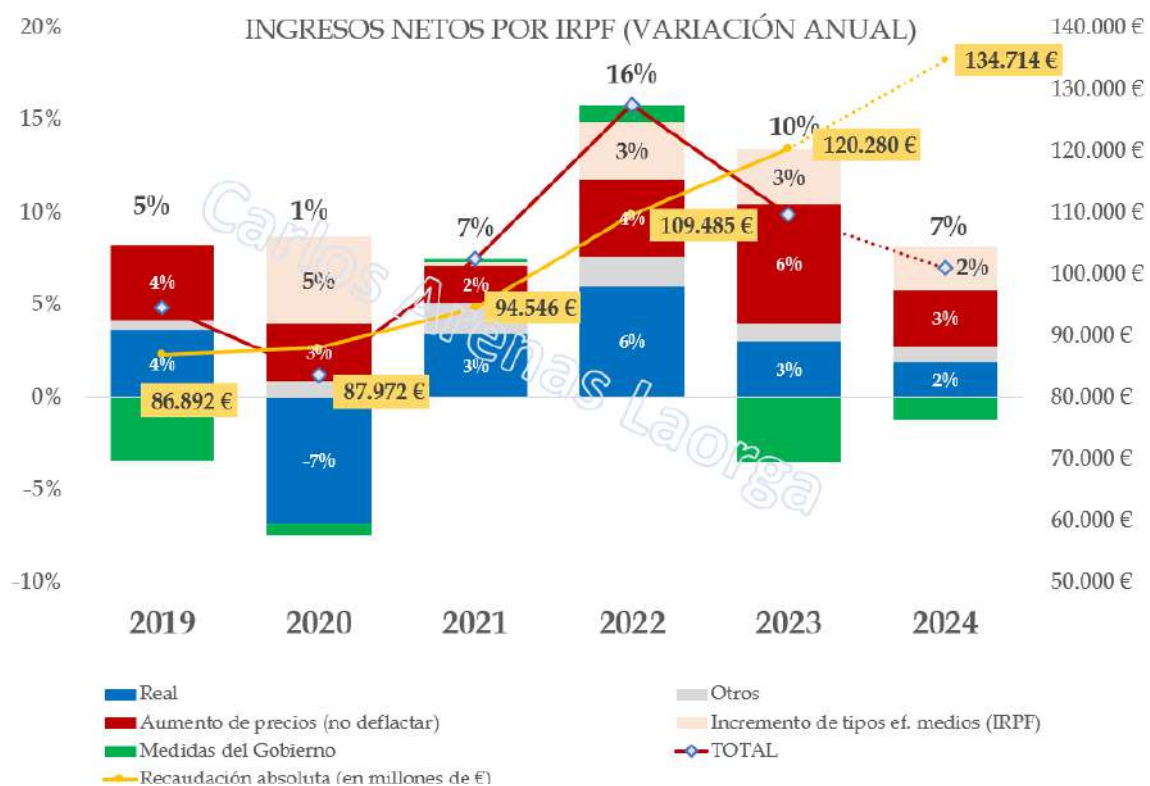
Resumiendo:

- **Riesgo de duración:** los fondos con mayor duración pueden ofrecer más rentabilidad en este escenario, pero también son más sensibles a cualquier ajuste.
- **Calidad crediticia:** priorizar bonos de alta calidad para mitigar el riesgo de impago en un entorno económico en donde el *High Yield* no paga el riesgo asumido.
- **Ajuste a perfiles de riesgo:** es fundamental alinear la elección del fondo con el horizonte temporal y la tolerancia al riesgo.

Si bien estas bajadas de tipos crean una oportunidad única para los inversores en renta fija, hay que ser consciente de cómo estas condiciones impactarán a corto y largo plazo en diferentes tipos de fondos. La volatilidad seguirá estando presente.

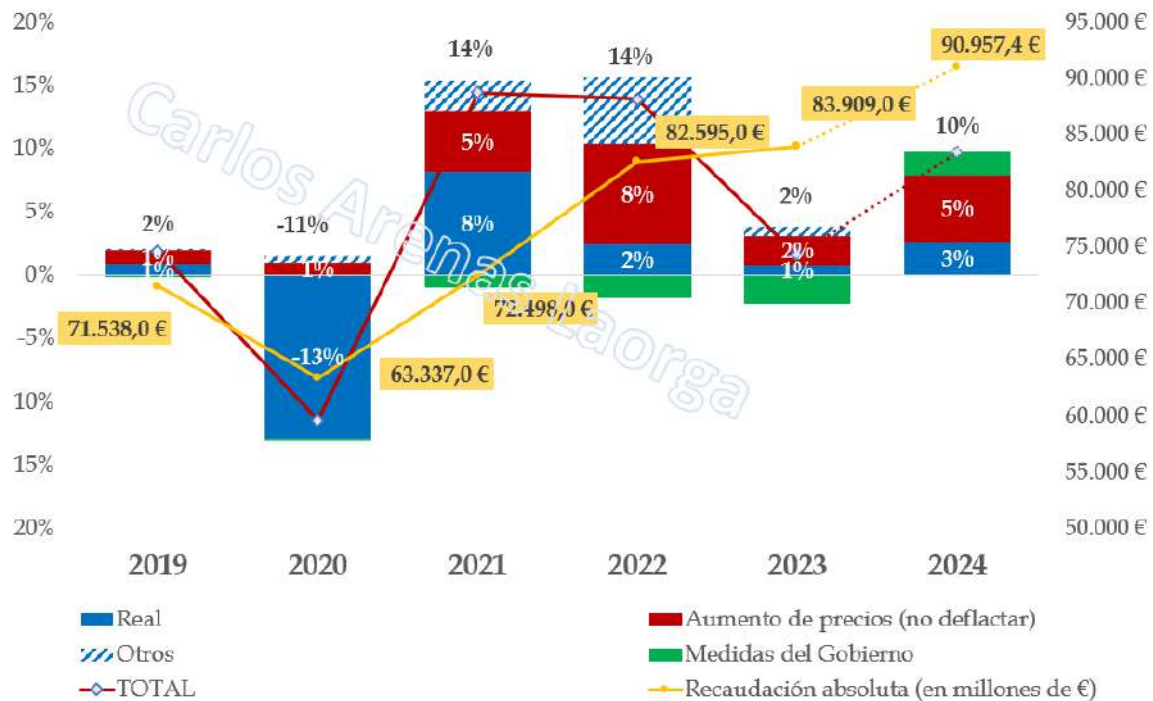
3. Los nuevos impuestos para 2025

Este feliz 2025 comienza con una serie de impuesto que van a hacer que nuestros bolsillos se resientan más todavía. A pesar de que la OCDE ya señaló a España la advertencia de que debe fomentar el ahorro, no lo contrario, como ya vimos en un artículo anterior; parece que las nuevas medidas siguen la línea continuista de subidas impositivas. Eso sin contar con que se siguen sin deflactar los impuestos y que estamos en niveles de deuda de máximos históricos. Por cierto, este gráfico del IRPF y del IVA, te ayudará a visualizar el coste para tu bolsillo y mayor recaudación del Gobierno por no deflactar los impuestos.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

INGRESOS NETOS POR IVA (VARIACIÓN ANUAL)



Fuente: Carlos Arenas Laorga

En el [artículo sobre el dato del IPC adelantado](#) ya decíamos que algunos elementos básicos iban a subir, ya no como consecuencia de la inflación que sigue azotándonos, sino más todavía por los impuestos.

Así pues, el **pan, la leche, las frutas, las verduras y los huevos verán duplicado su IVA**, pasando del 2% al 4%. Aunque parece un aumento pequeño, en productos de consumo diario, el impacto acumulado será notable. Y aunque parezca pequeño, ¡es un 100% de subida! Por cierto, que **el aceite y la pasta** también vuelven al 10%. Gracias a Dios no creo que recordéis la gráfica de la subida del aceite. Mejor, así solo dolerá cuando vayáis al supermercado.

Otro escozor para el bolsillo es la **electricidad, que regresa al 21%**. Además, este impuesto tributa sobre un coste que ya incluye otros impuestos. Este fenómeno se conoce como “impuesto sobre impuesto” y tiene un efecto multiplicador en el precio final que abonamos los consumidores, que ya pagamos el impuesto especial sobre la electricidad. Y, hablando de electricidad, los **vehículos eléctricos** pierden su desgravación del 15% y se **terminan las deducciones de rehabilitación energética de las viviendas** que podíamos deducirnos hasta un

40%. Parece que queremos fomentar la transición energética quitando incentivos. No hay que ser un experto para darse cuenta de que algo no cuadra.

Aunque hay otros impuestos que suben, me quería fijar en uno que me disgusta especialmente: **el incremento en el IRPF para las rentas del ahorro**. El tipo marginal máximo para rentas del capital superiores a 300.000 euros subirá del 28% al 30%. Este cambio afecta principalmente a los contribuyentes con grandes patrimonios, pero también abre el debate sobre la fiscalidad del ahorro. No me disgusta que el impuesto vayan a pagarlo los más ricos (que ya veremos, porque seguro que tienen formas de optimización fiscal), sino por el espíritu del gravamen. Hagamos lo que hagamos, pagamos al fisco. Pero si ahorramos e invertimos, también. es decir, contribuimos a aliviar tensión del sistema de pensiones, se invierte en empresas y ampliar el tejido productivo, dejamos el dinero inutilizado para que la economía sea más capital-intensiva, arriesgamos... Y el pago de este esfuerzo es pagar impuestos. Pues estamos buenos.

Con estas medidas, el Gobierno busca **incrementar la recaudación para financiar el mastodóntico gasto público**. Sin embargo, la combinación de cargas adicionales podría reducir el consumo y el ahorro, dos motores clave de la economía. Para los ciudadanos, esto nos recuerda la importancia de planificar nuestras finanzas. Revisar presupuestos familiares, buscar eficiencia en el consumo y aprovechar deducciones fiscales todavía disponibles son estrategias básicas para amortiguar el golpe.

Aunque los impuestos son inevitables, la educación financiera puede ayudarnos a afrontarlos de manera más eficiente. Desde aprovechar herramientas como traspasabilidad entre fondos para optimizar la carga fiscal, hasta considerar inversiones en activos menos tradicionales como el *private equity*.

Desde luego, la **educación financiera es clave** y el panorama fiscal de 2025 nada halagüeño. Por eso, una buena **planificación financiera** puede ayudarnos mucho a la hora de optimizar esta pesada carga.

Suele decirse que la inflación es el aumento generalizado y sostenido de los precios. Esto no es así. Quizá podríamos decirlo en un uso coloquial, pero la subida de los precios no es sino una consecuencia habitual de la inflación. Estamos acostumbrados a escuchar esta errónea definición porque es la que se utiliza en muchos manuales de economía. Pero ¿por qué se usa si no es eso la inflación? Pues porque la inflación mide la variación del IPC en dos periodos de tiempo. De tal modo que, si esa variación es positiva, los precios han aumentado. Pero no hay que confundir lo que mide con lo que es. Mucho cuidado porque esto se ha extendido tanto que ya es la única definición que se suele encontrar ¡y no es la correcta!

La inflación es, realmente, la pérdida de valor de la unidad monetaria. Si la moneda vale menos, los bienes y servicios que adquirimos son más caros, porque el poder adquisitivo de la moneda (el precio del dinero) ha disminuido.

Desde tiempos inmemoriales los estados creaban inflación (hacer que la moneda valga menos) mezclando metales menos valiosos en las monedas que había en circulación, o emitiendo papel moneda. Este era un modo muy habitual de financiar los gastos estatales. Creando dinero o envileciendo la moneda, el estado se financia. Además, como el dinero comienza a valer menos, los deudores se benefician, pues su deuda disminuye en términos reales. ¿Quién es el principal deudor de una economía? Bingo, el estado. Además, a pesar de generar subidas de precios, se pueden echar culpas a otros agentes económicos. Es curioso ver en el telediario cómo algunos políticos se quejan de las subidas de precios de la cesta de la compra, cuando el precio ha aumentado precisamente por la inflación que ellos han creado. Pero es mejor echarle la culpa al pernicioso productor de carne o de leche, que quiere enriquecerse a costa de los ciudadanos y por eso sube el precio de sus productos. Nada es más falso que esto.

La inflación encanta también a los estados porque es un impuesto camuflado. Si el estado crea dinero, lo puede gastar en lo que sea para incrementar sus votos, pero cuanto más dinero haya en circulación, a igualdad de circunstancias, su valor será menor y los precios (a igualdad de circunstancias), tenderán a crecer,

lo que supone que el dinero que poseen los ciudadanos vale menos. Es decir, el estado puede financiarse a costa de que las personas vean cómo disminuye su poder adquisitivo. Es parecido a una devaluación de la moneda. Obviamente las consecuencias a largo plazo de la inflación son malas, pero la visión del político es muy cortoplacista. Y como decía Keynes, “a largo plazo todos muertos”. No hablemos de la mayor recaudación por la no deflactación, porque eso daría para otro artículo.

Conociendo estos efectos, ningún ciudadano querría la inflación: pérdida de ahorro, inestabilidad monetaria, etc. De hecho, una inflación no excesiva, como puede ser del 3%, hace que en la vida laboral de una persona se cuadripliquen los precios. Nadie quiere esto. Pero en cambio es muy conveniente para las autoridades. Algunos de estos efectos de una sociedad que vive con inflación, como la nuestra, son: hace cada vez más difícil que las personas de rentas bajas se cubran el futuro con el ahorro para su vejez; desincentiva el ahorro; fomenta el endeudamiento; al destruir la clase media, crece la amenaza de mayores desigualdades entre rentas altas y bajas; se animan los comportamientos cortoplacistas atendiendo sólo a consecuencias inmediatas de nuestros actos; y muchos otros más.

Una de las peores consecuencias de la inflación es el desempleo que genera. Si los precios aumentan de forma general (como consecuencia del incremento de la oferta monetaria, por ejemplo, que hace que el dinero valga menos), muchos proyectos de inversión serán acometidos porque tendrán beneficios contables. Si bien, estos beneficios serán en unidades monetarias con un valor mucho menor. Además, se incentiva la creación de miles de proyectos empresariales porque parece que todos tienen beneficios. Muchos de estos alocados proyectos terminarán por fracasar y muchos otros disminuirán beneficios o cosecharán pérdidas en cuanto el crecimiento de la oferta monetaria se reduzca. Todos esos factores productivos de recursos humanos de los proyectos que tienen que cesar su actividad, son despedidos. Es cierto que es un desempleo friccional y no estructural, pero desempleo, al fin y al cabo.

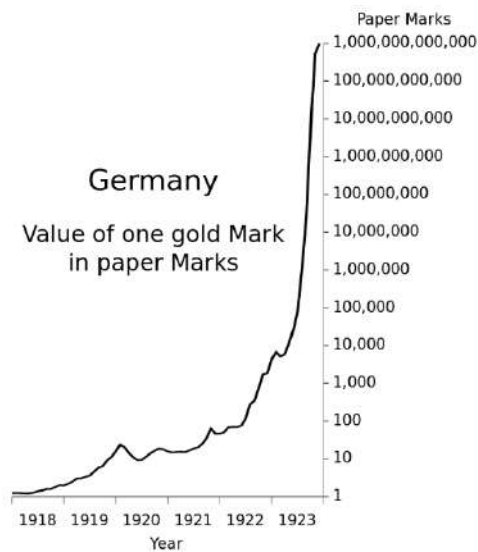
Teorías económicas que defienden la intervención en los precios han llevado, incluso, a la destrucción total del sistema monetario de países. Por ejemplo, cuando una inflación se quiere mantener en el tiempo, pero los agentes económicos lo prevén o el ritmo de aceleración de la creación de dinero se vuelve más lento, podemos llegar a una hiperinflación, o a la recesión inflacionaria o estanflación.



Esto es lo que sucedió en la Alemania de los años 20 del siglo pasado. Se incrementó tanto la oferta monetaria, que los marcos dejaron de tener valor. El precio del marco alemán cayó tanto que los mendigos se calentaban quemando billetes y los niños jugaban con millones de marcos. Y es que, en términos nominales, todos los trabajadores eran multibillonarios, pero una barra de pan valía varios millones de marcos. Era tal la inflación que el precio del pan era uno para los del comienzo de la cola y el doble o el triple para los del final.

El marco alemán dejó de tener valor y la gente pasó a intercambiar en sellos, tabaco o en otros medios aceptados. Esta situación fue el caldo de cultivo perfecto para el nazismo. Y los alemanes, con su buena memoria, tienen como mandato constitucional del Bundesbank que garantice la estabilidad monetaria (no así el

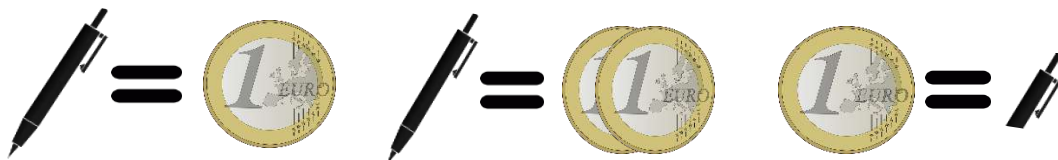
resto de bancos centrales, que tienen también como objetivo el crecimiento económico).



Viendo el gráfico de la pérdida de valor del marco, piense en comprar un estuche para su hijo en 1918 por 1 marco. Bien, 5 años después le costaría ¡un billón de marcos! En Venezuela, por el precio de lo que costaba un coche, un año después, en el 2017, apenas puedes pagar el primer plato de un restaurante cualquiera. De hecho, la inflación de 2018 en Venezuela fue de más de

1.500.000%.

Para terminar de entender la inflación piense en los intercambios al revés. ¿Cuántos bolígrafos me cuestan un euro? Imagine que $1\text{€} = 1\text{bolígrafo}$. Es decir, un bolígrafo me cuesta un euro. Si se empiezan a producir muchos bolígrafos, bajarán de precio, por lo que me costará, verbigracia 0,5 euros cada bolígrafo. Pero imagine que, en vez de aumentar la oferta de bolígrafos, lo que aumenta es la oferta de dinero. Entonces lo que me costará menos será adquirir monedas.

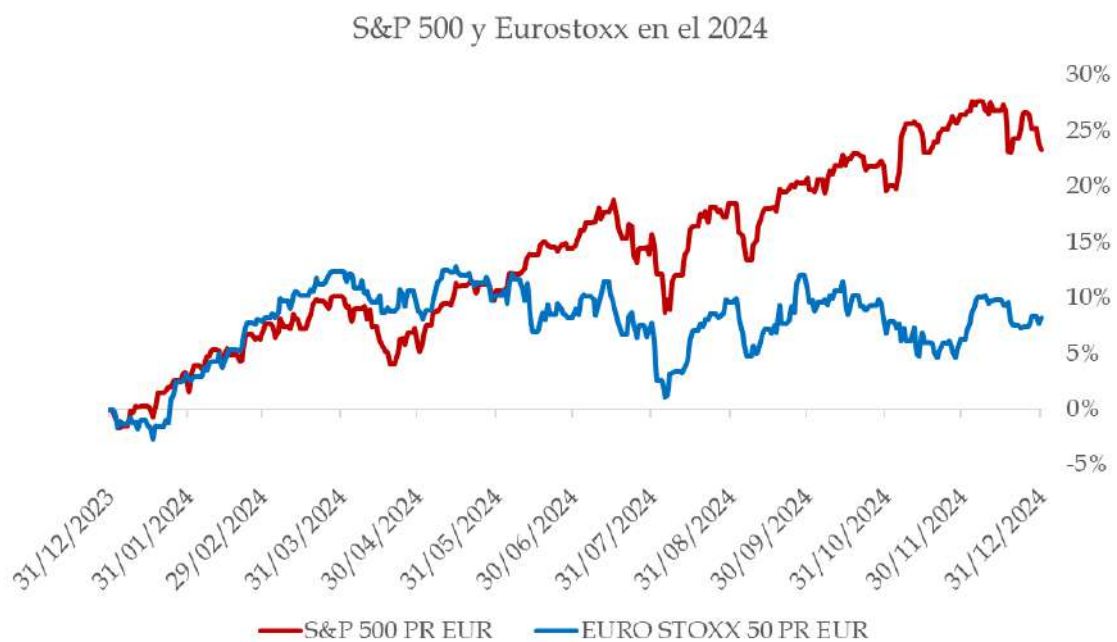


Es decir, un bolígrafo me cuesta un euro. Si hay inflación, un bolígrafo podrá comprar dos euros. O lo que es lo mismo, con un euro podré comprar sólo medio bolígrafo. No es que el bolígrafo haya subido de precio porque el productor esté sacando mayores márgenes, sino que la unidad monetaria ha perdido valor.

Artículo extracto del libro "La Valentía de la Ignorancia"

4. Diferencias importantes: Europa y Estados Unidos

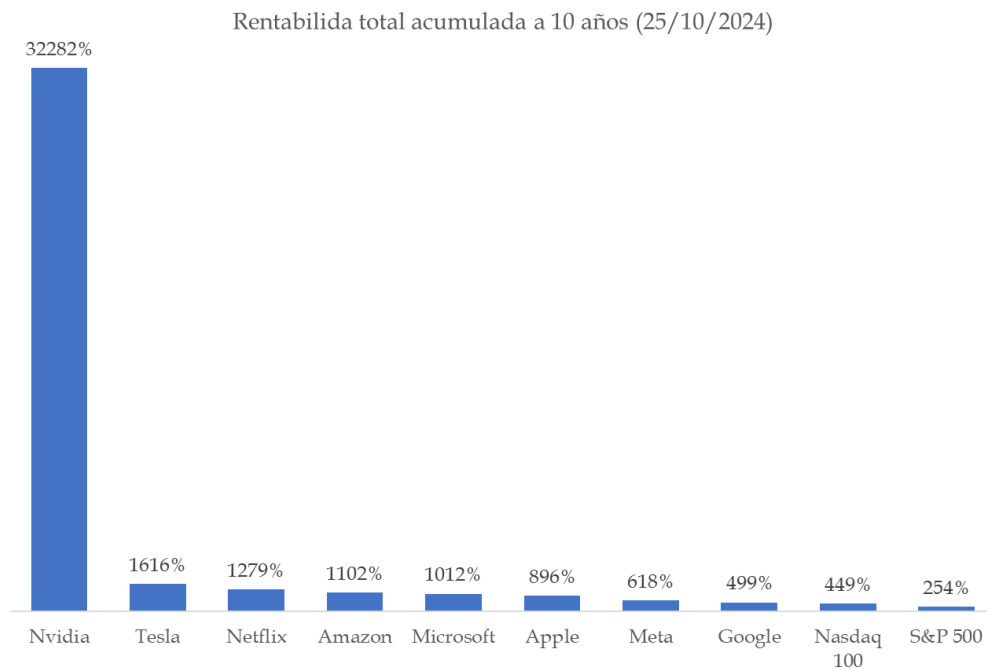
Cuando se comparan los mercados financieros europeos y estadounidenses, emergen diferencias nada más verlos. No solo por su diferente composición, mucho más centrada en innovación el americano y más sesgado a financieras e industriales el europeo. Nos referimos a la rentabilidad. Basándonos en el gráfico siguiente, vamos a intentar arrojar un poco de luz sobre esta más que notable disparidad.



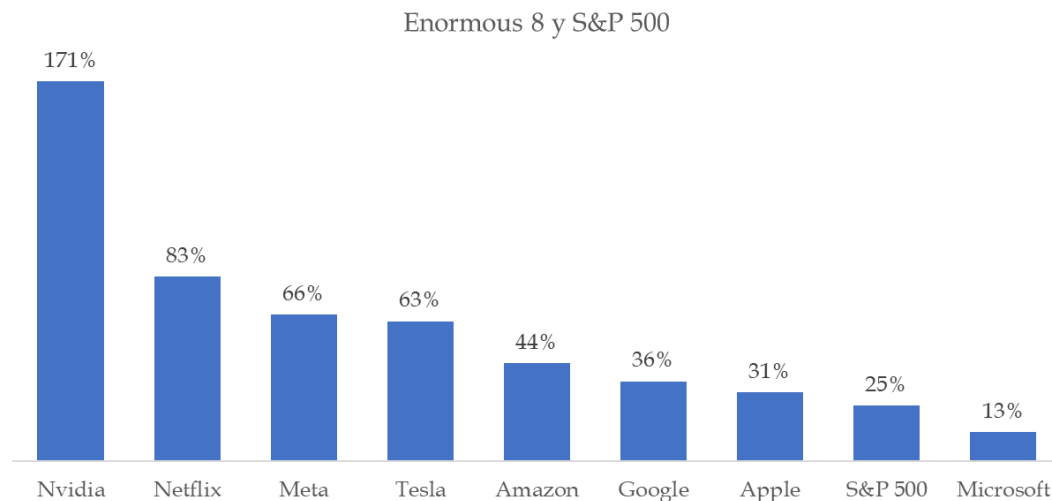
Fuente: Carlos Arenas Laorga

El **mercado estadounidense, especialmente en los últimos años, ha liderado el crecimiento en términos de rentabilidad**. Este fenómeno se debe a muchos factores, pero hay uno que destaca por encima de todos: el **dominio absoluto de las grandes tecnológicas**. Incluimos aquí compañías no necesariamente catalogadas como tecnológicas, pero que obviamente lo son, como Tesla o Amazon, por ejemplo. Hemos oído hablar de las “7 magníficas”, de las “enormous 8”. Claro, son compañías que, a cierre de octubre llevaban, cuando menos, un +500% en los últimos 10 años. Pero es que NVIDIA ha obtenido un, coje aire, ¡32.282%! Otras “solo” han retornado más del 1.000%. Vamos que, si invertiste en Netflix, por ejemplo, tus ahorros de 10 mil euros, hoy tendrías más de 136 mil euros. No está nada mal, ¿verdad? Esto ha hecho que los gigantes

hayan acaparado más del 30% del índice. Por supuesto, en Europa cuesta pensar en una empresa tecnológica puntera. ASML o Spotify nos pueden venir a la cabeza, pero estilo prueba final de la Ruleta de la Suerte en 10 segundo, ¿se te ocurre alguna otra?



Fuente: Carlos Arenas Laorga



Fuente: Carlos Arenas Laorga

Esta prevalencia de las compañías tecnológicas y su capacidad para capitalizar los cambios estructurales que se están produciendo en nuestras economías es la

principal diferencia entre los mercados bursátiles a ambos extremos del Atlántico.



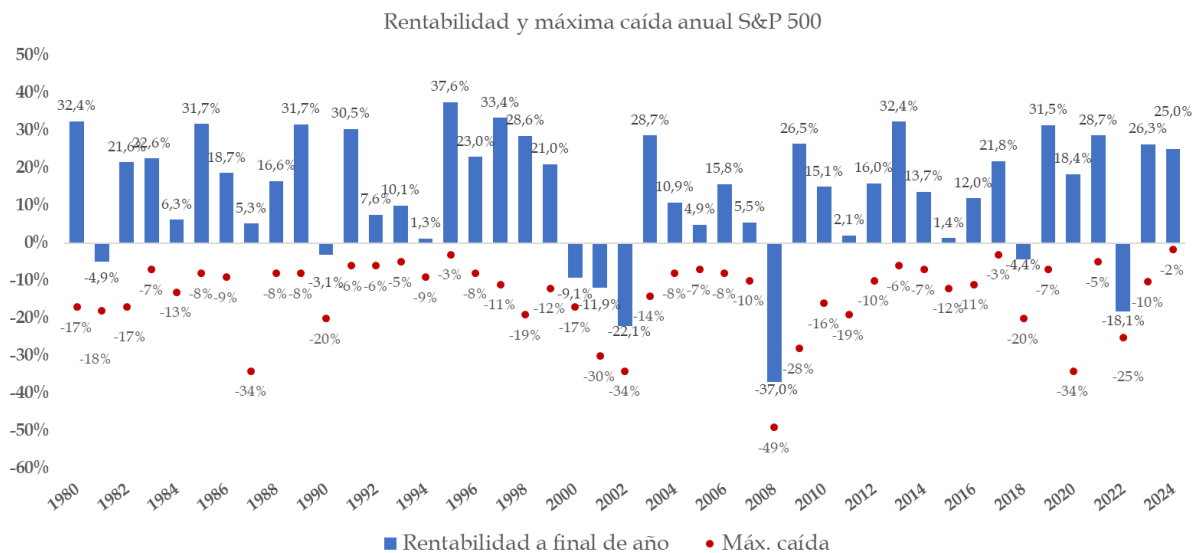
Fuente: Carlos Arenas Laorga

Otro aspecto clave es la **profundidad del mercado estadounidense**, que permite mayor acceso a una financiación más sólida, estable y cuantiosa. La **innovación empresarial americana tiene su innovación fiscal y regulatoria en Europa**. Cada uno innova en lo que sabe y así nos luce el pelo. En cualquier caso, esta profundidad facilita a las empresas seguir creciendo y resistir mejor los impactos económicos. Además, la política monetaria de la Reserva Federal ha sido un catalizador importante, al menos mucho más que el Banco Central Europeo para nuestro continente.

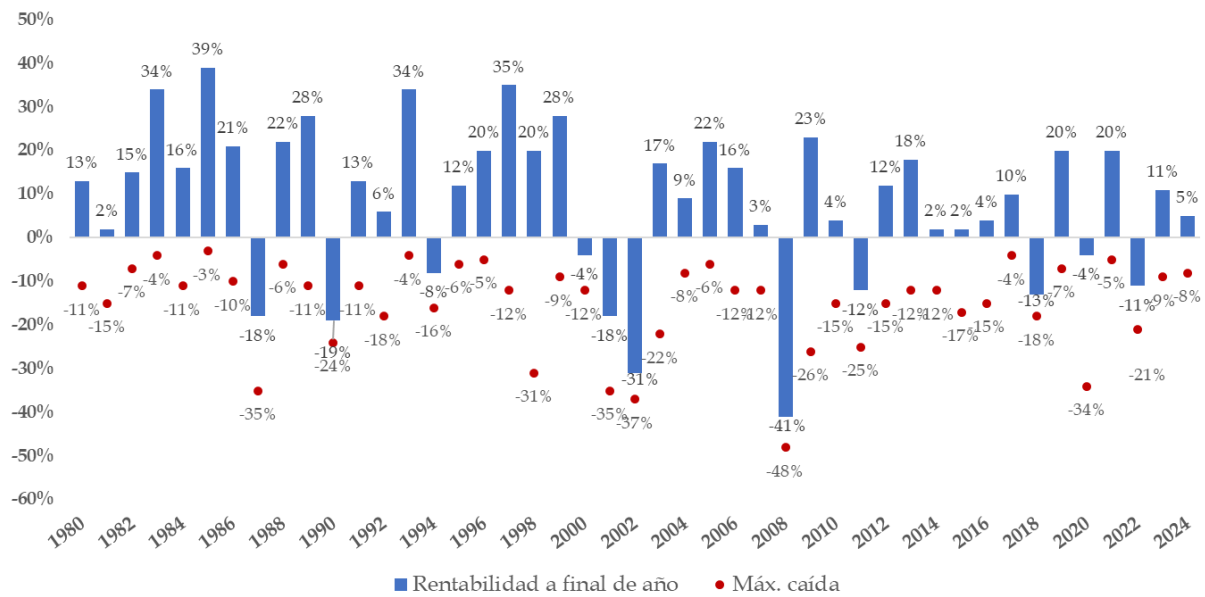
Otro de los principales motivos, pero sobre el que no diremos nada so riesgo de alargarnos, es **la economía**. El contexto empresarial está muy influido por la economía, y viceversa. De tal modo que podemos entrar en círculos virtuosos o viciosos. Los buenos datos de empleo, el crecimiento del PIB, la fortaleza de las compañías, la resiliencia (no me gusta esta palabra) ante la volatilidad, el dinamismo ante las crisis, el dólar como moneda de reserva, la producción energética y un sinfín de otros elementos de la economía americana, hacen que

tienda a recuperar más rápido, incluso a pesar de haber podido caer puntualmente más como consecuencia del sesgo *growth* de su mercado bursátil.

Incluso se dice que **Europa, al estar más centrada en sectores tradicionales es menos explosiva pero más constante, conservadora y estable**. Falso. Es menos volátil, eso sí. El promedio de caídas en el MSCI Europe es del -15,2% y el del S&P 500 del -16,2%. Pero si nos vamos a casi cualquier otra métrica, el mercado americano es casi imbatible. Por ejemplo, la media de subida tras un año de caída (sin contar la crisis de los 2000) es del 17% en Europa, nada mal. Pero en Estados Unidos es del 29,3%. No daremos los datos de las rentabilidades anualizadas por no caer en mayor vergüenza con la Navidad tan reciente.



Rentabilidad y máxima caída anual MCSI Europe



Fuente: Carlos Arenas Laorga

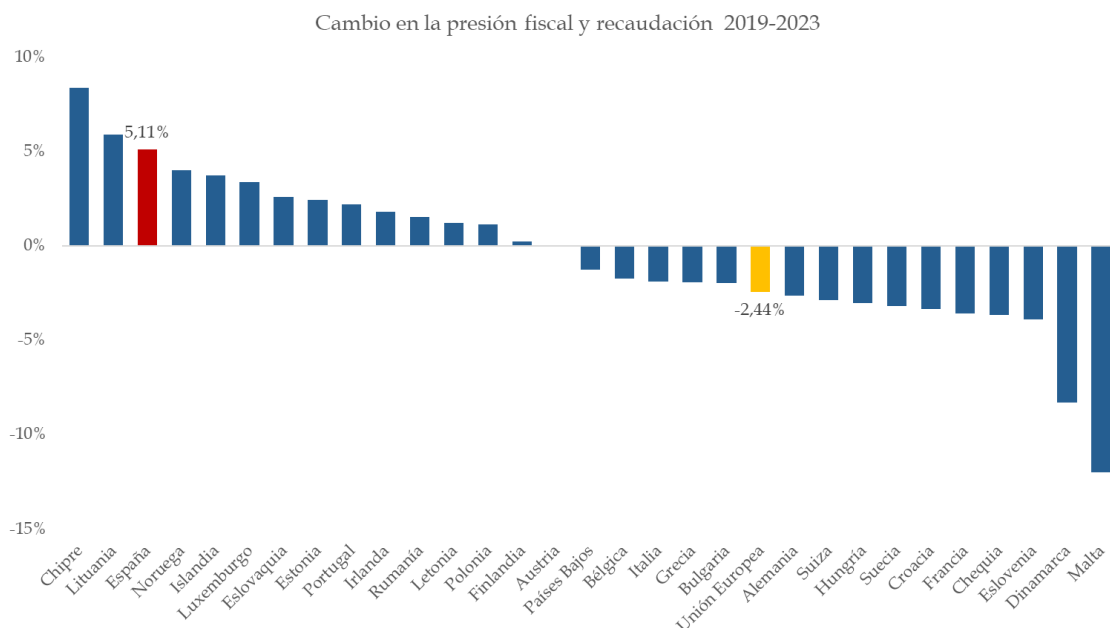
No obstante, los inversores europeos podemos beneficiarnos de la **menor volatilidad relativa de nuestro mercado**. Eso vaya por delante. De todos modos, si estamos buscando buenos rendimientos, el pasado nos dice dónde sí y dónde no. La buena noticia es que el futuro no lo conocemos.

La elección entre Europa y Estados Unidos **dependerá del perfil del inversor, de su tolerancia al riesgo, del sesgo de conocimiento por cercanía del mercado, de los sectores que queramos sobreponderar y de muchos más factores**. Pero, con independencia de la región favorita, diversificar geográficamente es importante. Que si hubiésemos invertido todo en el Nasdaq o en Netflix hace 10 años hoy seríamos ricos, sí. Y ya no te digo en NVIDIA. Pero **la cultura del pelotazo es muy española y no suele funcionar salvo que hayamos podido viajar al futuro**. Tendremos que buscar nuestra mezcla perfecta de crecimiento y descuento. De potencial y de estabilidad. En el fondo, **entender cada uno de los mercados, sabiendo aprovechar las ventajas que pueda ofrecer cada uno de ellos**. Aplaudo a quien quiera una exposición casi exclusiva a Estados Unidos. Pero, si hay estudio detrás, también entenderé a quien prefiera invertir un porcentaje mayor en mercados más cercanos.

5. El peso del expolio fiscal en España

España, tierra de sol, vinos, arte, cultura y... una de las mayores cargas fiscales de Europa y de la OCDE. Personalmente creo que, cuanto más dinero haya en el bolsillo del ciudadano y menos en el del político, tanto mejor. No obstante, cada cual es libérrimo de pensar lo que quiera. Ahora bien, los datos indican que en España quizá nos estemos pasando un poco.

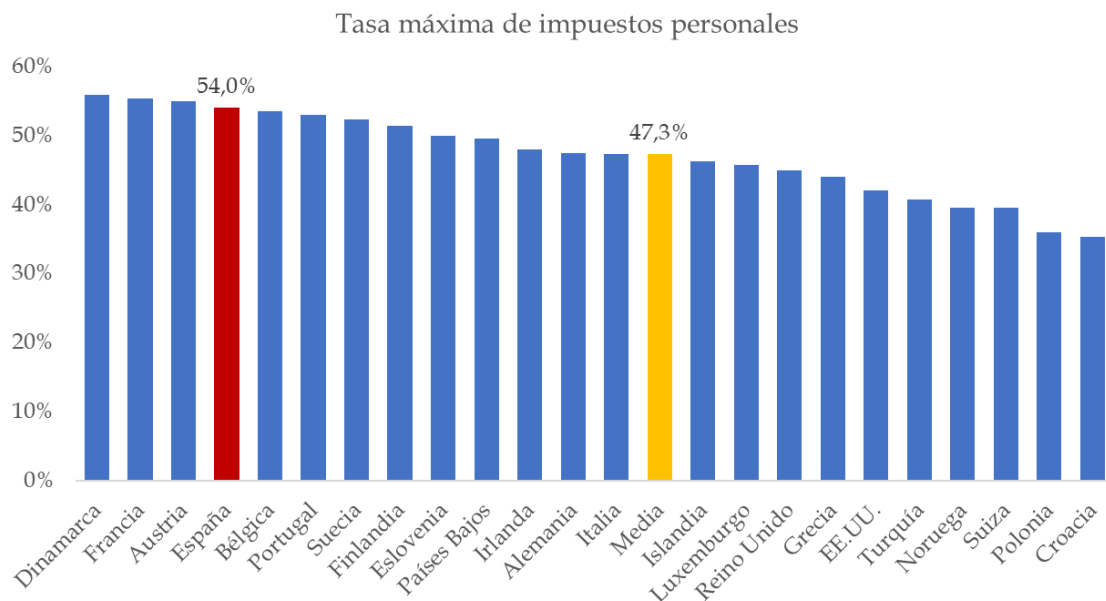
Desde luego, en el periodo 2019-2023, somos podio en los países europeos en subir la presión fiscal. Mientras que la media de la unión ha bajado esta presión en 2,4 puntos, en España la hemos subido más de 5. Este dato no contabiliza aun las nuevas subidas impositivas aprobadas durante el año pasado ni el comienzo de este, por lo que el dato que nos encontraremos el año que viene será aun más doloroso para nuestro bolsillo.



Fuente: Carlos Arenas Laorga, con datos de Eurostat

Uno podría pensar que esta recaudación, asfixiante en ciertos tramos de renta (59,5% solo en IRPF y cotizaciones sociales, sin contar IVA ni otros impuestos y el 70,3% para el ingreso marginal sobre la renta al trabajo para salarios iguales a 167% la renta media del país) sirve para que no haya colas en la sanidad pública. O para que el sistema de enseñanza sea uno de los mejores de la OCDE según PISA. O quizá para que haya una cantidad ingente de vivienda social para que

los jóvenes puedan emanciparse. Bueno, quizá todo esto no esté funcionando. Pero igual podemos pensar que, por lo menos, tenemos la tasa de paro más baja de la OCDE y de la UE y que los salarios suben mucho por esa presión del mercado laboral. Pero tampoco, tenemos la peor tasa de desempleo. Entonces ¿qué? ¿Estamos acaso convergiendo en renta con la media de la Unión Europea? Pues desde hace años no, y eso que la presión fiscal ha aumentado mucho.



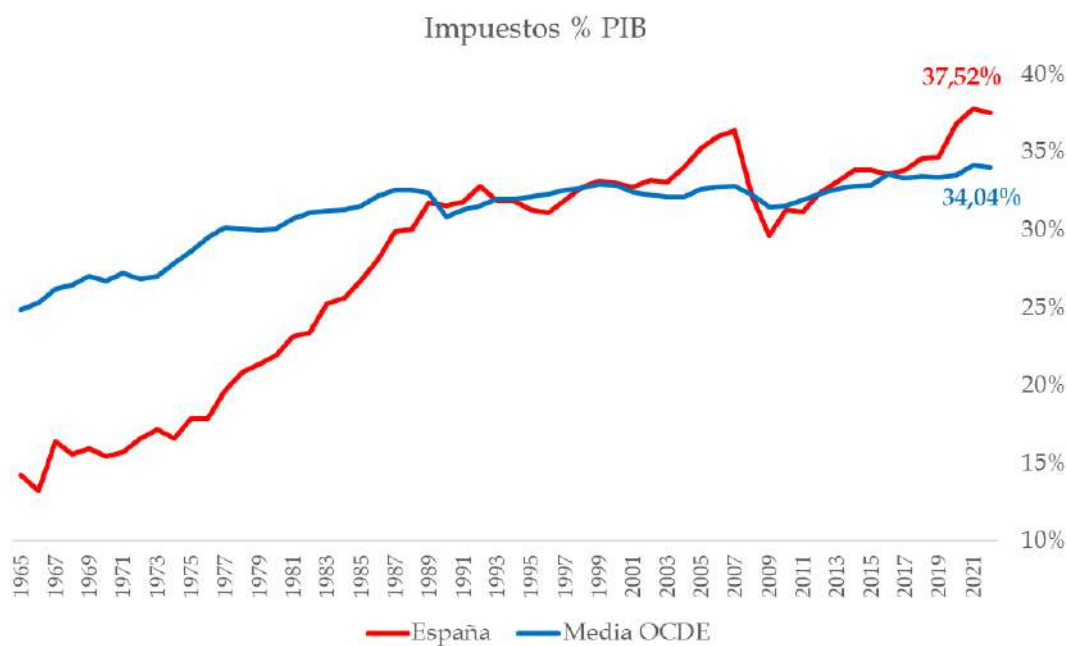
Fuente: Carlos Arenas Laorga

A menudo, los españoles nos encontramos con que una parte considerable de nuestro dinero se destina al pago de impuestos. Se ha hecho viral el vídeo de dos personas jugando a las cartas en el que uno es un ciudadano y el otro representa al estado y le va cobrando por todo, hasta que el ciudadano decide dejar de trabajar y entonces el estado le tiene que dar una paga. Por duro que suene, así es. Y el incentivo no es el más adecuado para favorecer el trabajo, el esfuerzo, la creación de empresas, la inversión, etc.

Imaginemos la economía como un coche de carreras. Para que alcance un buen desempeño, necesita combustible (y del bueno), un mantenimiento adecuado y, por supuesto, que el conductor no pise el freno constantemente o, que, por lo menos conduzca bien. En este contexto, los impuestos serían ese freno, que puede

impedir que avance nuestro cochazo. Es más, lo que más me preocupa es que el conductor sea el estado y no cada uno de nosotros.

Si bien es cierto que en España llevamos unas subidas impositivas muy importantes en los últimos años, no siempre hemos estado en estos niveles. Es más, tradicionalmente España ha sido uno de los países con menores impuestos. No soy partidario de que toda época pasada fue mejor, la mejor es la que nos toca vivir a cada uno. Pero el sistema de enseñanza era de más calidad antes, la tasa de desempleo apenas existente y la vivienda muy accesible, por poner algunos ejemplos. Cuidado, no estoy diciendo que no hayamos mejorado en muchos aspectos. Pero desde luego no es proporcional el crecimiento económico con el crecimiento de los impuestos. He mirado en la OCDE un histórico amplio de la recaudación de impuestos de los países miembros y de España, que resumo en un gráfico. A mí me ha sorprendido.

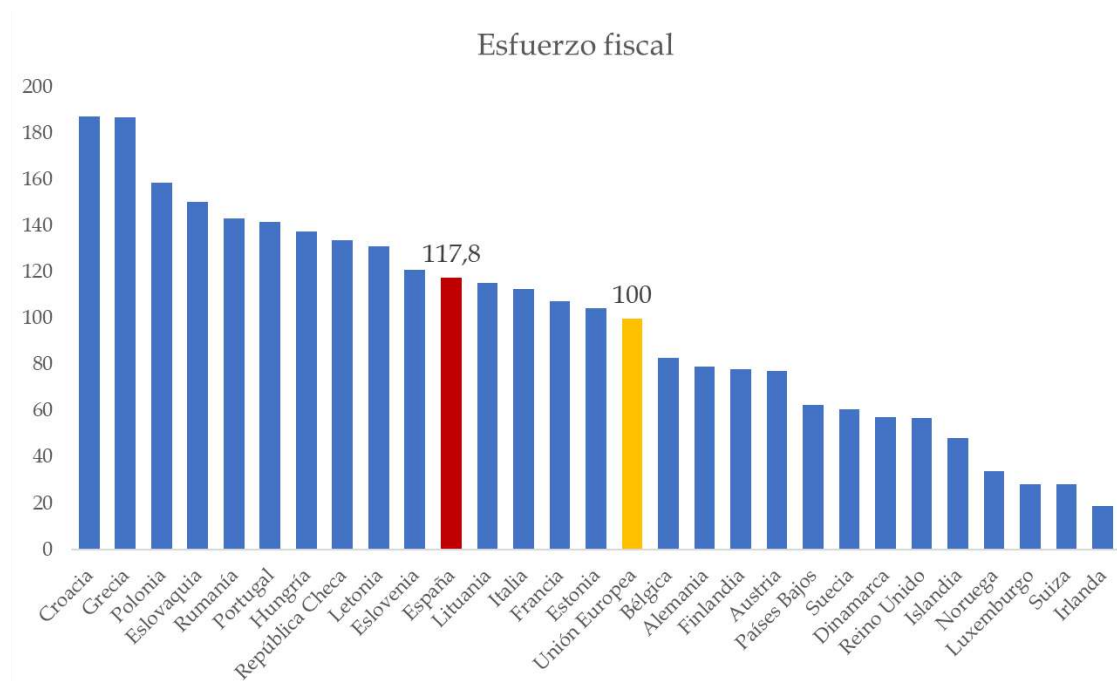


Fuente: Carlos Arenas Laorga, con datos de la OCDE

Para el contribuyente medio, la realidad fiscal es como una segunda hipoteca. Aunque nuestros gobernantes se han encargado de que no lo sintamos como tal. Por eso conviene recordar plataformas que nos indican el día de la liberación fiscal, por ejemplo. Según datos del año 2024, un trabajador español dedica más

de la mitad de su sueldo bruto anual al pago de impuestos y cotizaciones. Esto implica que, hasta el día 30 del mes de julio, los ingresos generados por su trabajo están destinados exclusivamente al estado. Y aunque los impuestos permiten financiar servicios esenciales, el debate se centra en si el nivel actual es sostenible y justo. Sobre todo, después de ver cómo en Valencia, con la desgracia de la DANA se siguen sin recibir ayudas. Es más, en La Palma quedan muchas familias viviendo en casetas. Pero es que, en Lorca, a más de 13 años del seísmo, quedan ayudas por entregar.

Por ejemplo, en otros países europeos con una presión fiscal similar, como Dinamarca o Suecia, el ciudadano percibe un retorno evidente en forma de servicios públicos de calidad superior. En España, sin embargo, el nivel de satisfacción con estos servicios es notablemente más bajo, alimentando la percepción de que el esfuerzo fiscal no siempre se traduce en beneficios palpables. Y digo esfuerzo y no presión, porque si la presión en España ya es elevada, el esfuerzo lo es aun más. El esfuerzo fiscal (presión fiscal calculada por el Producto Interior Bruto per cápita) ha sido 17,8 puntos superior al de la Unión Europea.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

Por lo menos, las cotizaciones sociales no nos las quitan de la cuenta corriente, sino que la mayor parte las abona el empresario y no duele. Por cierto, que la patronal ha propuesto que sea el trabajador quien la pague y el gobierno se niega porque los trabajadores verían la ingente cantidad que está pagando el empresario por ellos o, visto de otro modo, la enorme cantidad que se le va del sueldo en cotizaciones sociales. ¡Más de una tercera parte de su sueldo bruto!

	SMI+S/S empr	20.715,00 €
IVA	12,40%	1.968,62 €
Imp. Especiales	2%	317,52 €
IBI	1,64%	260,37 €
S/S empresa	6,47%	1.027,18 €
S/S trabajador	30,48%	4.839,00 €
Total impuestos (8.412,69 €/20.715 €)	40,6%	8.412,69 €

Fuente: Carlos Arenas Laorga

Las empresas, especialmente las pymes, representan otro segmento golpeado por la fiscalidad. Mientras que en otros países las políticas fiscales buscan estimular la inversión y la innovación, en España muchas empresas sufren los impuestos como una barrera para crecer. Según el Banco de España, la carga fiscal promedio para una empresa supera el 25% de sus beneficios, sin contar con las contribuciones adicionales al sistema de Seguridad Social.

Un sistema fiscal excesivo no solo afecta el crecimiento económico, sino que también fomenta la evasión fiscal. Ya conocemos la curva de Laffer. España ocupa uno de los primeros lugares en economía sumergida dentro de Europa, como resulta lógico. Esto crea un círculo vicioso: el estado sube impuestos para cubrir el déficit provocado por la evasión, lo que a su vez incentiva más actividades fuera del sistema.

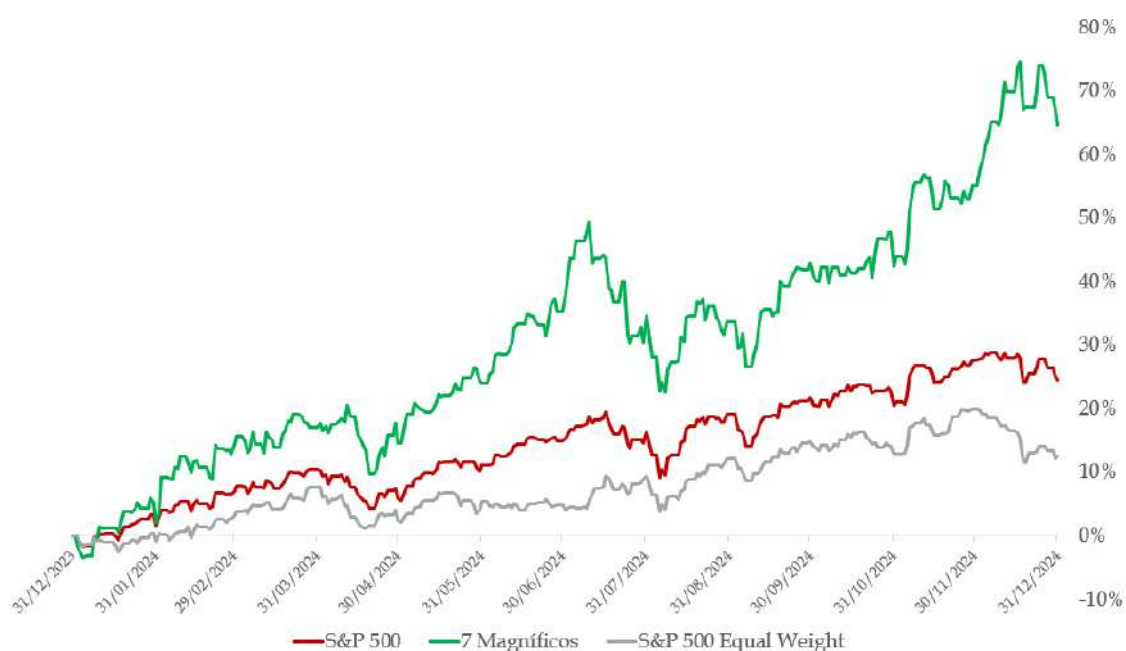
El debate sobre la fiscalidad en España necesita un enfoque más amplio. No se trata solo de reducir impuestos, sino de hacer que estos sean más eficientes. Esto pasa por simplificar el sistema tributario, reducir el fraude fiscal y garantizar que cada euro recaudado se utilice de manera efectiva. ¿Auditoría de ingresos y

gastos? De verdad, no solo la información de la IGAE. Muy buena, pero solo informa. El verdadero éxito de un sistema fiscal no se mide por cuánto recauda, sino por cómo contribuye al bienestar y al progreso de sus ciudadanos.

¿Qué opinas tú? ¿Crees que España está en el camino correcto o necesitamos un cambio urgente en nuestra política fiscal?

6. ¿Es el momento de apostar por el S&P 500 Equal Weight en lugar del S&P 500?

En los últimos años, el S&P 500 viene creciendo a tasas importantes, con alguna excepción, como en el 2018. Pero este crecimiento ha venido de la mano de las grandes compañías conocidas con distintos nombres (Enormous 8, FAANG, 7 Magníficas...). Esto ha hecho que, quitando estas compañías, el S&P 500 no haya crecido tanto. Sin ir más lejos, este año no habría superado el 5%, habiendo hecho un +25% ponderando por capitalización. Pero las 7 Magníficas se han llegado a superar el 70%. Impresionante. La pregunta que resulta lógica es, ¿hasta cuándo pueden aguantar estas compañías el peso de la rentabilidad de todo el índice? No sabemos la respuesta, pero lo que sí sabemos es que comprar en máximos no es lo ideal. Siempre es bueno hacerlo cuanto antes, pero si no es en máximos, tanto mejor. Recordemos que este año pasado hemos alcanzado ni más ni menos que 57 máximos. Y hemos comenzado el 2025 registrando subidas. Todo parece muy bueno, hasta que un día deja de serlo.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

Ya llevamos [tiempo avisando](#) de que, si bien este índice resulta muy atractivo, existe otra opción muy interesante llamada S&P 500 Equal Weight (EQ). Esto no es más que un S&P 500 equiponderado. Con sus numerosas ventajas y sus

desventajas. Por ejemplo, estos dos últimos años, un EQ habría obtenido una rentabilidad muy inferior al S&P 500. Pero no sucede lo mismo si lo vemos en plazos más largos.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

Aunque algunas de estas compañías no estén catalogadas como tecnológicas, en el fondo todas lo son. Tesla o Amazon no están en el sector tecnológico, pero quién diría que no lo son. Amazon tiene la mayor parte de sus *revenues* del *hosting* y Tesla gracias a sus tecnologías de movilidad y conectividad. Sin embargo, ¿es esto realmente representativo del mercado o estamos mirando un espejismo de tecnología concentrada? Si las empresas del S&P fueran un equipo de fútbol, estaríamos viendo un partido donde solo Mbappé o Alexia Putellas tocan el balón, mientras los demás jugadores miran desde el banquillo, como mucho, calentando. Este crecimiento desproporcionado también plantea riesgos si estas compañías pierden impulso o enfrentan correcciones en el futuro, que vendrán, sin duda.

Por otro lado, al analizar la segunda gráfica, que abarca dos décadas, vemos que el EQ ha tendido a superar al S&P 500 en el largo plazo. Esto se debe a su enfoque más equilibrado, que otorga igual importancia a todas las empresas del índice, permitiendo que sectores y empresas más pequeñas también contribuyan al

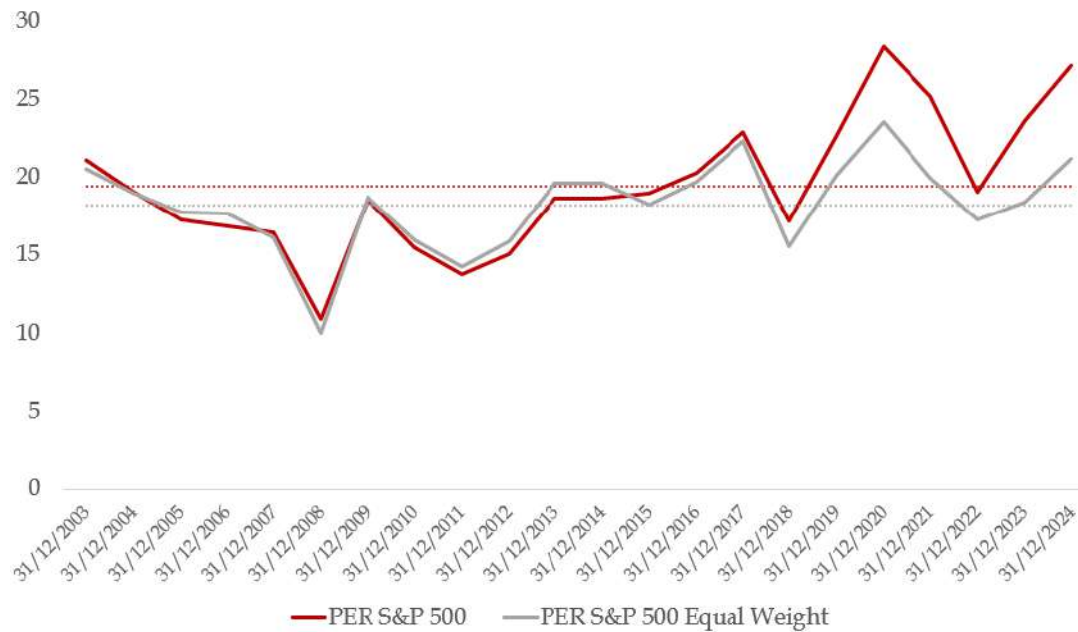
rendimiento en momentos en los que las grandes empresas lo hacen menos o evitando caídas muy concentradas. Por velo con otro ejemplo, imagina que tienes un huerto. El S&P 500 tradicional es como dedicar todos tus recursos a cuidar un solo árbol frutal porque da las manzanas más grandes, pero si ese árbol se enferma, tu cosecha se arruina. El Equal Weight, en cambio, es como cuidar cada árbol por igual: tal vez las manzanas no sean tan grandes, pero siempre habrá fruta suficiente, incluso si alguno tiene una mala temporada.

La tabla de históricos que ponemos a continuación refuerza esta tendencia. Aunque en algunos años el S&P 500 supera al EQ, la consistencia del último en rendimientos positivos en distintos ciclos económicos lo hace atractivo.

Año	S&P	EQ	S&P - EQ	Año	S&P	EQ	S&P - EQ	Año	S&P	EQ	S&P - EQ
1971	14,2%	16,6%	-2,4%	1989	31,7%	25,8%	5,9%	2007	5,5%	1,5%	4,0%
1972	18,8%	9,8%	9,0%	1990	-3,1%	-11,9%	8,8%	2008	-37,0%	-39,7%	2,7%
1973	-14,3%	-21,5%	7,2%	1991	30,5%	35,5%	-5,0%	2009	26,5%	46,3%	-19,8%
1974	-25,9%	-22,9%	-3,0%	1992	7,6%	15,6%	-8,0%	2010	15,1%	21,9%	-6,8%
1975	37,0%	54,4%	-17,4%	1993	10,1%	15,1%	-5,0%	2011	2,1%	-0,1%	2,2%
1976	23,8%	35,7%	-11,9%	1994	1,3%	1,0%	0,3%	2012	16,0%	17,7%	-1,7%
1977	-7,0%	-2,0%	-5,0%	1995	37,6%	32,0%	5,6%	2013	32,4%	36,2%	-3,8%
1978	6,5%	8,2%	-1,7%	1996	23,0%	19,0%	4,0%	2014	13,7%	14,5%	-0,8%
1979	18,5%	28,7%	-10,2%	1997	33,4%	29,0%	4,4%	2015	1,4%	-2,2%	3,6%
1980	31,7%	30,2%	1,5%	1998	28,6%	12,2%	16,4%	2016	12,0%	14,8%	-2,8%
1981	-4,7%	4,8%	-9,5%	1999	21,0%	12,0%	9,0%	2017	21,8%	18,9%	2,9%
1982	20,4%	30,2%	-9,8%	2000	-9,1%	9,6%	-18,7%	2018	-4,4%	-7,6%	3,2%
1983	22,3%	30,3%	-8,0%	2001	-11,9%	-0,4%	-11,5%	2019	31,5%	29,2%	2,3%
1984	6,1%	3,6%	2,5%	2002	-22,1%	-18,2%	-3,9%	2020	18,4%	12,8%	5,6%
1985	31,2%	30,6%	0,6%	2003	28,7%	41,0%	-12,3%	2021	28,7%	29,6%	-0,9%
1986	18,5%	17,9%	0,6%	2004	10,9%	17,0%	-6,1%	2022	-18,1%	-11,4%	-6,7%
1987	5,8%	4,9%	0,9%	2005	4,9%	8,1%	-3,2%	2023	26,3%	13,9%	12,4%
1988	16,6%	20,2%	-3,6%	2006	15,8%	15,8%	0,0%	2024	25,0%	13,0%	12,0%

Fuente: Carlos Arenas Laorga

Uno de los principales argumentos a favor del EQ radica en las valoraciones muchos más atractivas. Con un mercado liderado por unas pocas compañías, el S&P 500 tradicional refleja múltiplos de precio-beneficio (PER) altos que pueden no ser sostenibles. El PER del SP 500 ronda los 27 puntos, mientras que el de las 7 Magníficas es de 41,6 (cálculo aproximado a enero de 2025). El del EQ apenas supera los 21 puntos.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

Además, el EQ tiende a sobreponderar (en términos relativos, claro está) empresas de mediana capitalización, que a menudo tienen valoraciones más razonables y mayores oportunidades de crecimiento.

Aunque el S&P 500 tradicional sigue siendo una opción popular y muy interesante, los datos muestran que el EQ podría ser una alternativa más atractiva en el contexto actual. La valoración de las grandes tecnológicas y la necesidad de diversificación hacen que el EQ sea una opción a tener en cuenta en estos momentos.

Los inversores que buscan reducir riesgos y aprovechar oportunidades más allá de las grandes empresas deberían echar un ojo a esta estrategia.

7. Mitos sobre el mercado: las grandes compañías del S&P y su concentración

Es normal que hayas escuchado que las mayores compañías del S&P500 suponen alrededor del 30% del índice. Eso es cierto. Habrás oído decir que su peso se ha incrementado mucho. Es verdad; **suponen un 33,5% del índice un puñado de compañías** que se pueden contar con los dedos de las manos; las conocidas como 7 Magníficas. Pero de ahí no se deriva la conclusión de que el S&P500 sea un mercado muy concentrado.

Primera pregunta. ¿Qué es un mercado concentrado? Si todos los mercados del mundo tienen un 30% de concentración, ¿podríamos decir que el S&P500 está concentrado? Concentrado, ¿respecto a qué? Los alemanes son altos, miden de media 1,85 metros. Si la media mundial fuese 1,85 metros, entonces no es que sean altos. Quizá podamos decir que son más altos que antes.

Lo mismo sucede con el S&P500. Lo bueno es que los datos están ahí. Así que vamos a mirarlos.



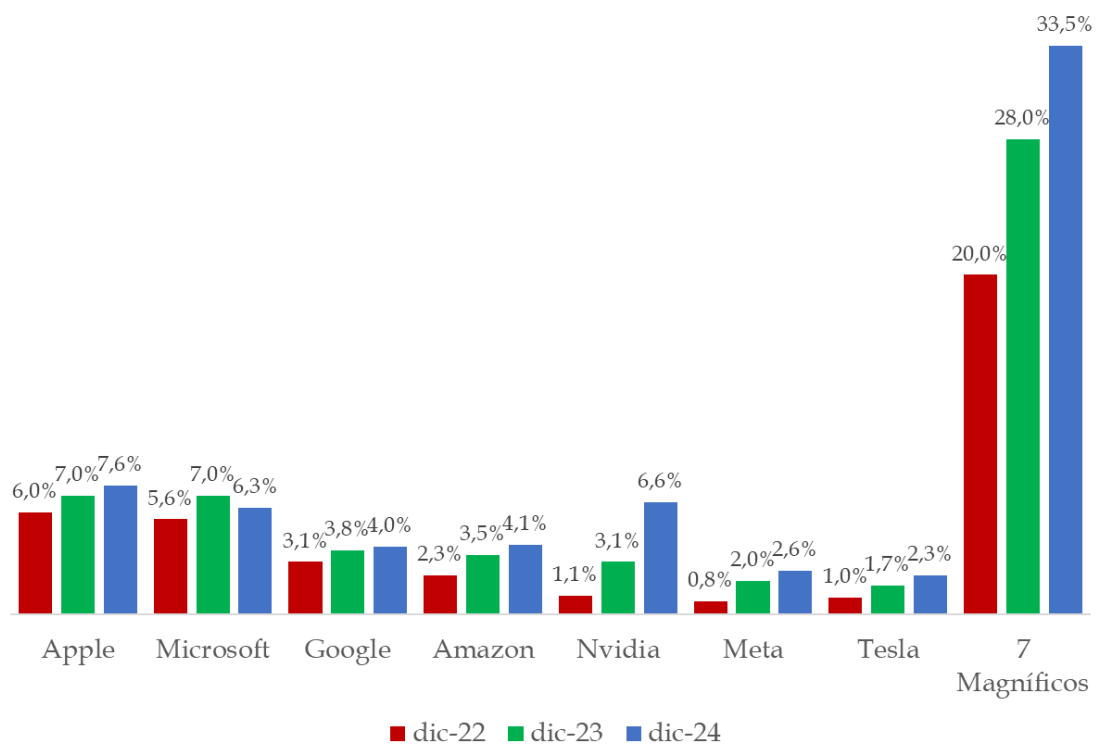
Fuente: Carlos Arenas Laorga con datos de MSCI

Pues vaya, no hay nada como ir a los datos... quizá nos gustase un mercado menos concentrado; para gustos, colores. Pero de ahí a decir que Estados Unidos es un mercado altamente concentrado...

Segunda pregunta. ¿Por qué se dice entonces que el S&P500 está muy concentrado? Por dos motivos. El primero de ellos es que su **concentración ha ido en aumento en los últimos años** debido a unas pocas compañías. Grupos a los que cambiamos el nombre según nuestra conveniencia: las FAANG, las 7 Magníficas, las Enormous 8... El segundo motivo es que se dice que la rentabilidad de estas compañías es lo que hace que el S&P haya crecido tanto. Que sin ellas apenas estaría plano en los últimos tiempos. Ambas afirmaciones son correctas, pero la conclusión a la que llegan es falsa.

El peso de unas pocas compañías no ha dejado de crecer, pero ya lo hizo en el 2022 y en el 2023, baste ver el siguiente gráfico. Asimismo, el PER del mercado estadounidense no es especialmente caro si descontamos esas compañías.

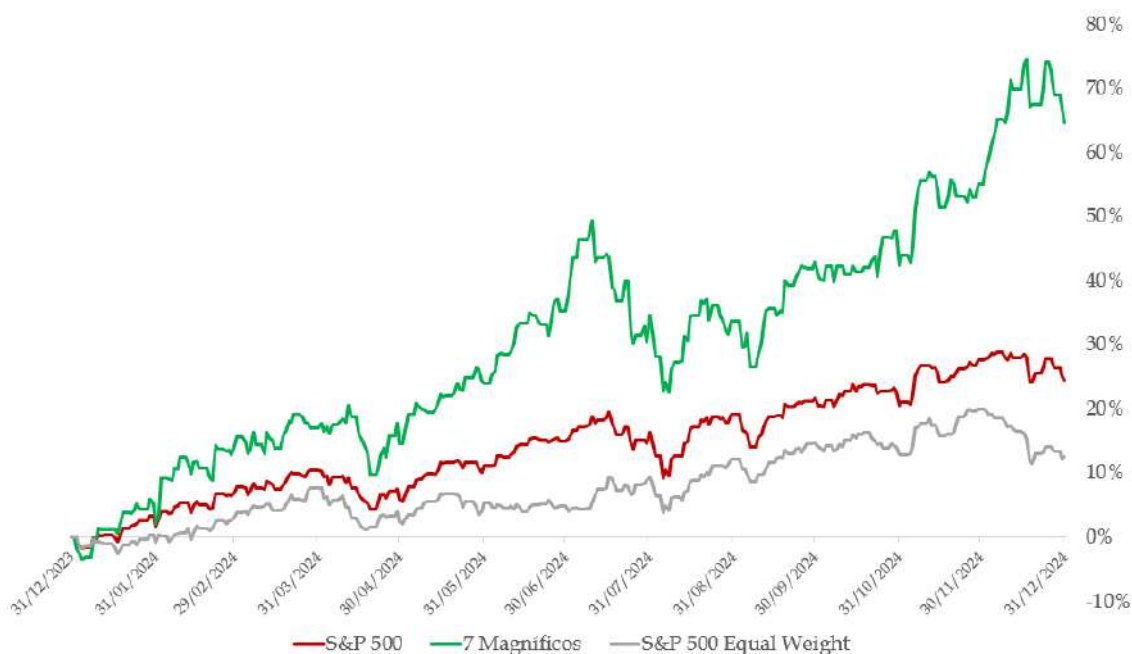
Peso de los 7 Magníficos en el S&P 2022-2024



Fuente: Carlos Arenas Laorga

No cabe discusión ninguna: la concentración ha crecido mucho. Cuidado, esto no quiere decir que el mercado esté muy concentrado. Perdonad otro ejemplo. Un joven de 1,50 metros de estatura no es alto. Pero si pega un estirón hasta los 1,65 metros, se podrá decir que ha aumentado mucho su altura, pero no que sea alto.

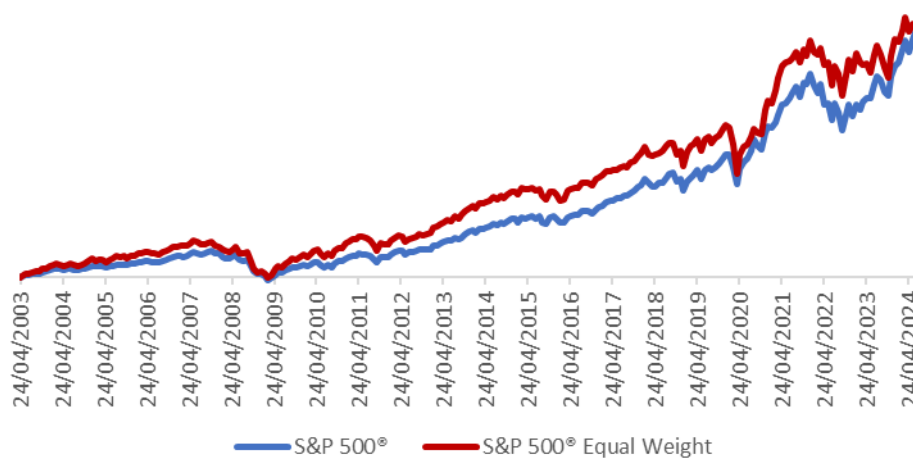
Si miramos el rendimiento del S&P 500 y del grupo de empresas más grandes, veremos que también es cierto que el mercado, prácticamente, lo han movido estas. Concretando, en este pasado 2024, el S&P 500 terminó con un impresionante 25%. Pero si descontamos las 7 Magníficas, nos quedamos con un triste 4,1%. Por el contrario, esta 7 empresas han obtenido más de un 70% de rentabilidad.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

Ahora bien, ¿qué sucede si todas las compañías tuviesen el mismo peso? Es decir, lo que se conoce como **S&P Equal Weight**. Lógicamente tendría un rendimiento muy inferior. Y, si bien últimamente está siendo así, a largo plazo... ¡se comporta mejor el equiponderado!

S&P 500® VS S&P 500® Equal Weight



Fuente: Carlos Arenas Laorga

Cuando cae el mercado por excesiva valoración de las grandes compañías, el S&P se va a ver más afectado. Si siguen los *rallies* de las empresas más grandes, recupera antes el S&P 500 que el equiponderado. Pero aquí viene la **tercera pregunta**. ¿Merece la pena estar expuesto a más riesgos por no diversificar? Un mayor riesgo suele venir acompañado de una mayor rentabilidad. Pero en el largo plazo, la diversificación dentro del índice americano hemos visto que aporta una mayor rentabilidad. Por tanto, aprovecha los beneficios y las rentabilidades de las grandes compañías, pero recuerda que esto es una carrera de largo plazo. Dormir tranquilo también es un activo importante. No inviertas solo en las grandes compañías americanas. Este mercado está plagado de empresas estupendas. No te dejes llevar por el ruido a corto plazo.

8. El R-cuadrado en fondos de inversión: ¿qué es y por qué es importante?

Puede que te sorprenda, pero el R^2 es un término muy buscado en el sector financiero. Es normal, es un concepto estadístico que el inversor no tiene por qué conocer.

En nuestro [diccionario económico y financiero](#) lo explicamos y en los dos últimos años hemos recibido más de 100 mil entradas. Aquí vamos a tratar de explicarlo centrándonos en la importancia que tiene para los fondos de inversión.

Imagina que vas de Madrid a Málaga. Cada curva, cada ascenso o descenso, es el movimiento del mercado. ¿Cómo podemos saber si nuestro fondo de inversión va por la carretera que nosotros queremos o está tomando vías alternativas? Pues esto es lo que nos indica el R^2 .

El R-cuadrado (R^2) es un número que va de 0 a 1 (o en porcentaje, de 0% a 100%) y **nos dice qué tan bien sigue un fondo el comportamiento de su índice de referencia o *benchmark***. Para simplificar, piensa en el R-cuadrado como un termómetro de correlación. Si el R^2 es **100% (o 1)**, el fondo sigue al índice de referencia perfectamente, como una sombra. Si el índice sube o baja, el fondo hace exactamente lo mismo. Si es **0% (o 0)**, el fondo no tiene nada que ver con el índice. Es como comparar un coche con un avión: funcionan diferente. Por ejemplo, si un fondo tiene un R^2 del 85%, quiere decir que el 85% de las subidas y bajadas del fondo pueden explicarse por los movimientos de su índice. El otro 15% corresponde a decisiones o estrategias del gestor.

El R^2 es una brújula para entender el tipo de fondo que estás mirando. Si es un fondo más indexado, si es más activo, o si es activo del modo que tú quieres. Si es un fondo de gestión indexada, el R^2 será cercano a 100% y eso es una buena señal. Significa que está cumpliendo su objetivo. Si estamos buscando un fondo de gestión activa que tenga un rendimiento adicional al índice, un R^2 muy alto (por encima del 90%) podría indicar que el gestor no está aportando demasiado valor, ya que el fondo sigue casi todo el tiempo al índice. Pero un R^2 demasiado

bajo (por debajo del 70%) podría significar que el gestor se está inventando su propia carretera para llegar a Málaga. No quiere decir que sea malo necesariamente, pero es bueno que lo sepas antes de darle el volante a ese conductor.

Aunque útil, el R^2 no es suficiente por sí solo. Piensa en él como una pista más en el rompecabezas. Úsalo junto a métricas como la **beta** (qué tan volátil es el fondo frente al índice) y el *Alpha* (rendimiento adicional ajustado al riesgo). Si un fondo tiene un R^2 alto y un *Alpha* positivo, probablemente esté gestionado eficientemente. Si un fondo de grandes compañías *value* europeas tiene un R^2 muy bajo, es que algo está haciendo distinto y la beta o el *Alpha* nos dirán si es asumiendo más riesgos y si realmente está aportando esa gestión diferente. Ten en cuenta que hay fondos de retorno absoluto o mixtos flexibles que no tienen un *benchmark* tan definido como un “grandes compañías *value* europeas”. En estos casos el R^2 no nos va a aportar tantas pistas. Habrá que ver cuál es el índice contra el que se compara, pero lo normal es que tengan valores muy bajos y eso no significa nada malo.

Al final, el R^2 es como un GPS adicional de tus inversiones: no te dice si llegarás más rápido o más lejos, pero sí si estás siguiendo el camino que esperabas. Así que la próxima vez que revises un fondo, no olvides mirar este indicador.

9. Lo que ha funcionado en 2024 y lo que no, cuidado en 2025

Desde hace unos días hemos estado comentando en vídeos y artículos algunos datos de cierre de 2024, explicando cómo han terminado los principales activos. Además, esto nos ha servido para ver oportunidades y riesgos de cara al año 2025. Pero algunos avezados lectores han preguntado por algo muy concreto. **¿Por qué no recomendamos activamente los largos plazos en renta fija y estamos cautos en renta variable *growth*?** Y esta pregunta no puede ser más certera. Tiene mucho, mucho, mucho sentido.

Vamos a ir paso a paso. Aunque tácitamente lo hemos comentado, es mejor hacerlo de forma explícita y concreta para entender bien este posicionamiento, porque no es habitual que haya existido tal discrepancia entre estos activos.

Activo	2011-24														2011-24		Variación desde 6 dic
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Acumulado	Anualizado	
Bitcoin (\$BTC)	1473,0%	186,0%	5507,0%	-58,0%	35,0%	125,0%	1331,0%	-73,0%	95,0%	301,0%	66,0%	-65,5%	155,8%	121,0%	31476895,2%	147,0%	-15,0%
US Growth	2,3%	15,2%	33,1%	12,8%	5,5%	7,0%	30,0%	-1,7%	35,9%	38,3%	27,4%	-29,3%	42,6%	33,1%	720,1%	16,2%	-3,6%
Gold	9,6%	6,6%	-28,3%	-2,2%	-10,7%	8,0%	12,8%	-1,9%	17,9%	24,8%	-4,2%	-0,8%	12,7%	26,7%	74,6%	4,1%	-0,4%
US Nasdaq 100	3,4%	18,1%	36,6%	19,2%	9,5%	7,1%	32,7%	-0,1%	39,0%	48,6%	27,4%	-32,6%	54,9%	25,6%	966,7%	18,4%	-3,5%
US Large Caps	1,9%	16,0%	32,2%	13,5%	1,2%	12,0%	21,7%	-4,5%	31,2%	18,4%	28,7%	-18,2%	26,2%	24,9%	502,3%	13,7%	-4,2%
US Value	0,1%	17,5%	32,1%	13,2%	-4,0%	17,3%	13,5%	-8,5%	26,1%	2,7%	25,0%	-7,7%	11,4%	14,2%	291,0%	10,2%	-6,0%
US Mid caps	-2,1%	17,8%	33,1%	9,4%	-2,5%	20,5%	15,9%	-11,3%	25,8%	13,5%	24,5%	-13,3%	16,1%	13,6%	312,3%	10,6%	-7,4%
US Small Caps	-4,4%	16,7%	38,7%	5,0%	-4,5%	21,6%	14,6%	-11,1%	25,4%	20,0%	14,5%	-20,5%	16,8%	11,4%	242,6%	9,2%	-8,7%
Convertible Bonds	-7,7%	15,9%	20,5%	7,7%	-0,8%	10,6%	15,7%	-2,0%	22,4%	53,4%	2,2%	-20,8%	14,5%	10,1%	230,9%	8,9%	-5,1%
High Yield Bonds	6,8%	11,7%	5,8%	1,9%	-5,0%	13,4%	6,1%	-2,0%	14,1%	4,5%	3,8%	-11,0%	11,5%	8,0%	91,1%	4,7%	-1,1%
Preferred Stocks	-2,0%	17,8%	-1,0%	14,1%	4,3%	1,3%	8,1%	-4,7%	15,9%	7,9%	7,2%	-18,2%	9,2%	7,2%	82,2%	4,4%	-3,2%
EM Stocks	-18,8%	19,1%	-3,7%	-3,9%	-16,2%	10,9%	37,3%	-15,3%	18,2%	17,0%	-3,6%	-20,6%	9,0%	6,5%	18,9%	1,2%	-3,3%
EM Bonds (USD)	7,7%	16,9%	-7,8%	6,1%	1,0%	9,3%	10,3%	-5,5%	15,5%	5,4%	-2,2%	-18,6%	10,6%	5,5%	60,3%	3,4%	-3,2%
US Cash	0,0%	0,0%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	0,1%	0,7%	1,7%	2,2%	0,4%	-0,1%	1,4%	4,9%	5,2%	17,2%	1,1%	0,3%
US REITs	8,6%	17,6%	2,3%	30,4%	2,4%	8,6%	4,9%	-6,0%	28,9%	-4,7%	40,5%	-26,2%	11,8%	4,8%	178,8%	7,6%	-6,6%
EAFE Stocks	-12,2%	18,6%	21,4%	-6,2%	-1,0%	1,4%	25,1%	-13,8%	22,0%	7,6%	11,5%	-14,4%	18,4%	3,5%	97,4%	5,0%	-4,7%
Commodities	-2,6%	3,5%	-7,6%	-28,1%	-27,6%	18,6%	4,9%	-11,6%	11,8%	-7,8%	41,4%	19,3%	-6,2%	2,2%	-11,1%	-0,8%	2,8%
TIPS	13,3%	6,4%	-8,5%	3,6%	-1,8%	4,7%	2,9%	-1,4%	8,3%	10,8%	5,7%	-12,2%	3,8%	1,7%	40,1%	2,4%	-2,0%
US Total Bond Market	7,7%	3,9%	-2,1%	5,8%	0,6%	2,5%	3,6%	-0,1%	8,8%	7,7%	-1,9%	-13,1%	5,7%	1,4%	32,4%	2,0%	-2,2%
Investment Grade Bonds	9,7%	10,6%	-2,0%	8,2%	-1,3%	6,2%	7,1%	-3,8%	17,4%	11,0%	-1,8%	-17,9%	9,4%	0,9%	61,1%	3,5%	-3,2%
Long Duration Treasuries	34,0%	2,6%	-13,4%	27,3%	-1,8%	1,2%	9,2%	-1,6%	14,1%	18,2%	-4,6%	-31,2%	2,8%	-8,1%	35,3%	2,2%	-7,1%
Mayor rentabilidad	BTC	BTC	BTC	VNQ	BTC	BTC	BTC	BIL	BTC	BTC	BTC	DBC	BTC	BTC	BTC	BTC	
Menor rentabilidad	EEM	BIL	GLD	BTC	DBC	BIL	BIL	BTC	BIL	DBC	TLT	BTC	DBC	TLT	DBC	DBC	
% de activos en positivo	62%	95%	52%	71%	38%	100%	100%	5%	100%	90%	67%	10%	95%	95%	95%	95%	

Fuente: Carlos Arenas Laorga

Tanto la renta fija de largo plazo como las compañías tipo *growth* son, teóricamente activos que se van a revalorizar con las bajadas de tipos. Aunque esto ya lo sabes, querido lector, ante una bajada de tipos los activos de más largo plazo son los que más se revalorizan por el simple hecho del descuento de flujos. Entonces, **¿cómo es posible que las acciones tipo *growth*, que suelen ser de mayor plazo y los *treasuries* de largo plazo hayan tenido comportamientos tan dispares en el 2024?** Esto tiene una explicación. En la tabla puede que no lo veas bien, pero las acciones *US growth* son el activo que más se ha revalorizado en el 2024 después del Bitcoin. Y los *treasuries* de largo plazo, el único activo en negativo. De hecho, desde el 6 de diciembre hasta fin de año, la renta fija a largo

plazo cayó un 7,1% y las acciones de más largo plazo un 3,6%, ante el anuncio de la Reserva Federal sobre la moderación en las bajadas de tipos y los datos de inflación.

Primer punto: es cierto que en **los últimos días** de año han tendido a comportarse de un modo más o menos similar, al menos con una **correlación positiva**. Esto se debe a las mayores tensiones inflacionarias esperadas por las políticas de Trump y las declaraciones de Powell sobre las próximas rebajas en los tipos de interés. **Pero el resto del año no ha sido así.** Esto nos lleva al segundo punto.

Segundo punto: una **disparidad** tal entre dos activos de largo plazo solo puede **deberse a dos cosas**, que no son necesariamente excluyentes. Una de ellas es que las **compañías hayan presentado resultados tan espectaculares** que hagan divergir de la renta fija a largo plazo. Efectivamente, ha sido así, pero solo con el impulso de las bajadas de tipos ya hubiese servido para una rentabilidad más que aceptable. El otro motivo de la disparidad nos indica que **los inversores de renta variable y los de renta fija tienen expectativas diferentes sobre el futuro.**

Tercer punto: la disparidad de expectativas entre inversores de renta variable y renta fija tenderá a converger. Es decir, unos tendrán más razón que otros en las previsiones que esperan sobre la inflación y las bajadas de tipos. Vamos, que unos se equivocan.

Cuarto punto: los **inversores en renta fija están anticipando que las bajadas de tipos no van a darse.** Incluso algunos abogan por subidas. Ven malos datos de inflación. No se creen que los tipos vayan a estar bajos. Por el contrario, los **inversores en renta variable “se creen” que habrá más bajadas de tipos y que la inflación va a estar más o menos controlada.**

Quinto punto: **unos se equivocan y otros no;** o bien las acciones tipo *growth*, o bien la renta fija a largo plazo, van a tener un comportamiento malo. Pero el **riesgo es asimétrico**. Si se van bajando los tipos de interés y la inflación va entrando en el objetivo de largo plazo, las acciones tipo *growth* crecerán, aunque ya lo han hecho bastante. Y la renta fija a largo plazo obtendrá, por fin, unas

rentabilidades importantes. Pero, si no es así y la inflación no se termina de controlar y los tipos no bajan tanto o incluso puede que lleguen a subir, las acciones tipo *growth* van a corregir de forma brusca (de ahí la insistencia en un *Equal Weight*) y la renta fija a largo plazo caerá más moderadamente.

Sexto punto: tengan razón unos u otros, la **volatilidad en la renta fija a largo plazo va a estar presente**. Con menos oscilaciones que la renta variable, seguramente. Pero con volatilidad y riesgo innecesario para este tipo de activo. De ahí la insistencia en que los largos plazos los vemos como oportunidad, pero con mucha, mucha cautela. No es la recomendación para el inversor moderado. Enorme cuidado, repetimos. No es un activo para estar positivos per se. Es menor el riesgo en cortos plazos. Por el lado de la renta variable, vemos que hay que andarse con más ojos todavía. **Vemos recorrido en renta variable, pero las valoraciones están bastante ajustadas**. Y las perspectivas difieren de los inversores de renta fija. Luego, no todos piensan que vaya a controlarse la inflación y los tipos sigan cayendo.

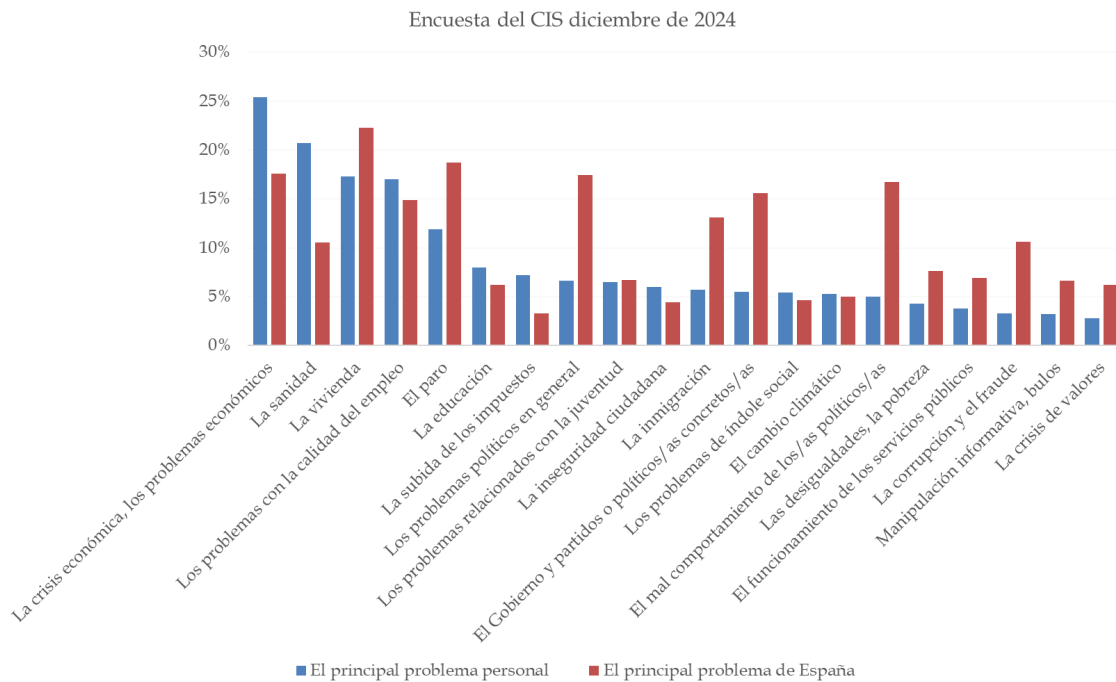
¿Tú que piensas? ¿Tienen razón los inversores de renta variable o los de renta fija?

10. España ¿un cohete rumbo al “estrellato” económico?

Es difícil no emocionarse con las cifras que nos inundan desde las encuestas, gráficos y titulares sobre la economía española. Según ciertos análisis, parece que estamos en un momento estelar; si no fuera por el pequeño detalle de que, al aterrizar en la realidad, nos damos cuenta de que España avanza como un cohete... pero quizás uno al que le falta combustible, la ruta está mal trazada, o simplemente alguien olvidó encender los motores.

Ya analizamos en un [artículo previo](#) la ilusión de algunos datos macro que no acaban de llegar al bolsillo de los españoles. Con la renta per cápita congelada, con niveles de riesgo de pobreza y exclusión social disparados, con el precio de la vivienda inasumible, o la inflación constante. Los salarios, ajustados por inflación, todavía no han recuperado su poder adquisitivo de hace una década. El acceso a la vivienda parece una carrera de obstáculos, más propia de un *reality show* que de una aspiración noble y asequible. Y eso sin hablar de la deuda, que sigue creciendo, haciendo de España el país del ya veremos cómo lo pagamos.

Según **datos recientes del CIS**, los **españoles no piensan que la economía vaya tan bien**. De hecho, se destaca como **el mayor problema**, por encima de todo el que se pueda imaginar. A nivel del conjunto de España, destacan también los problemas económicos, aunque se antepone el de la **vivienda** (que no deja de ser una parte del problema económico) y se cuela con fuerza el **comportamiento (malo) de los políticos**. Lo cual nos debería hacer reflexionar sobre los representantes que tenemos. Se suele decir que tenemos lo que nos merecemos. ¿Será así?



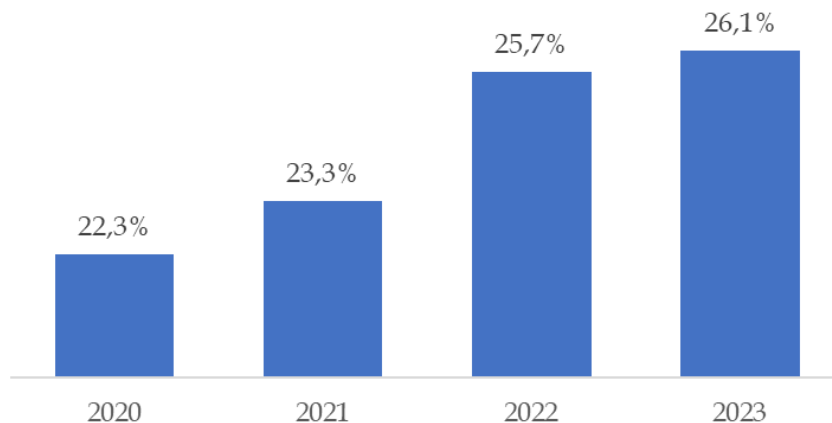
Fuente: Carlos Arenas Laorga con datos del CIS de diciembre de 2024

En términos macroeconómicos, España se asemeja a un funambulista que intenta cruzar un alambre sobre un barranco económico. La inflación, aunque bajo control según los números oficiales, sigue haciendo mella en la cesta de la compra. Mientras tanto, **el paro se mantiene como un vergonzoso líder europeo (y de la OCDE)**, recordándonos que nuestros jóvenes (cuya tasa de desempleo es incluso mucho mayor) no solo aspiran a ser astronautas, sino también a emigrar.

No falta quien desde fuera nos aplaude, calificándonos de “motor del crecimiento europeo” (una metáfora optimista, dado que muchos motores tienen averías). A esto se suma la recuperación del turismo, que vuelve a ser nuestra joya de la corona, aunque más precaria que nunca. Pero, cuidado, depender en exceso de esta industria es como construir un rascacielos sobre arena: puede quedar precioso, pero es inestable. Recordemos el COVID...

Para muchos españoles, la economía sigue siendo una asignatura pendiente. Llegar a fin de mes, según la **tasa AROPE** es más una gesta heroica que algo normal. Pero este no es el peor indicador, ni de lejos. No hagamos leña del árbol caído.

Cierta dificultad para llegar al mes



Fuente: Carlos Arenas Laorga con datos de la tasa AROPE

La clase media se encuentra cada vez más delgada, y no por ir al gimnasio, sino por soportar el peso de una [fiscalidad agresiva](#) que no siempre se traduce en mejores servicios públicos, por decirlo finamente.

A pesar de todo, el humor español nunca falla. España va bien, se escucha en las cafeterías. Y es que, como buenos supervivientes, nos enfrentamos al día a día con creatividad. Mientras unos llenan el depósito con cuentagotas, otros se plantean si las reparaciones en el motor económico llegarán a tiempo.

España parece ese cohete gripado que todos miramos con ilusión, pero que necesita más realidad y políticas efectivas para alcanzar las estrellas. Nos queda mucho por mejorar. Mucho, mucho, mucho.

11. España, un modelo único de pluralidad

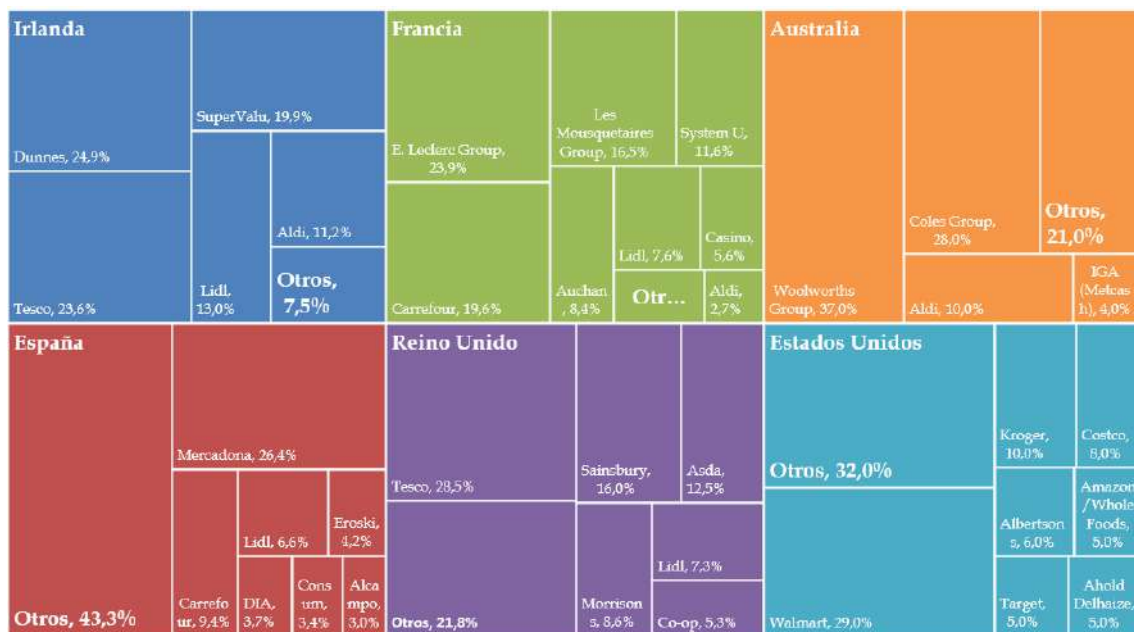
Desde hace años, he escuchado a muchos políticos criticar la **elevada concentración de los supermercados en España**, “ese oligopolio que sube los precios para ahogar a los españoles”. Lo cierto es que los márgenes de beneficio apenas han subido. Pero es políticamente más rentable echarle la culpa de la subida de la leche al distribuidor que a las políticas de gasto llevadas a cabo por el propio gobierno. Sale mucho más a cuenta decir que defendemos los intereses de nuestros ganaderos y agricultores y vamos contra el malvado empresario, que se forra a costa de los pobres españoles. Cabe recordar que los márgenes son más bien pequeños; estamos hablando de unos 3 céntimos por euro vendido. La distribución es una cuestión de volumen, no de márgenes. Apuran al máximo. Si bajan mucho los precios, les acusan de *dumping*, si los suben, de oligopolio. En cualquier caso, siempre tienen la culpa. Realmente es muy injusto. No vamos a analizar el balance de ninguna cadena, pero son públicos. Quien quiera los datos puede acceder. Y si os da pereza, os lo digo yo: apenas incrementan el margen de beneficios. Ni siquiera la enorme subida de precios que hemos vivido como consecuencia de la inflación se ha debido a un crecimiento del margen neto.

Hace poco llegaron a mis manos unas cifras sobre la elevada concentración del mercado de distribución en España. Así que he ido a consultar fuentes actualizadas, como Kantar, y me he encontrado con una sorpresa.

Resulta que **las críticas a la elevada concentración también son del todo infundadas**. En realidad, no sé de qué me sorprende. Si la de los márgenes es una mentira de las grandes, por qué no iba a serlo la de la concentración. Así que, os traigo los datos de algunas economías para que comparemos con el “concentrado” mercado español de la distribución.

“La excesiva concentración del mercado español en los supermercados dificulta la libre competencia”, según algún político. Y, por cierto, según algún medio de comunicación a quien se le ha pasado revisar los datos. Concretamente, España es uno de los mercados más atomizados en la distribución minorista. Vamos a verlo.

Por ponerle collar al perro: en **España** los 7 principales actores (Mercadona, Carrefour, Lidl, Eroski, DIA, Consum y Alcampo) concentran el 56,7% del mercado; en **Francia**, las 7 primeras cadenas (E. Leclerc, Carrefour, Les Mousquetaires, System U, Auchan, Lidl y Casino) concentran el 91% del mercado; en **Reino Unido**, las principales cadenas (Tesco, Sainsbury, Asda, Morrisons, Lidl y Co-op) alcanzan el 78,2% de cuota de mercado; en **Estados Unidos**, los principales actores (Walmart, Kroger, Costco, Albertsons, Amazon/Whole Foods, Target y Ahold Delhaize) tienen una concentración del 68%; en **Irlanda**, los 5 principales actores (Dunnes, Tesco, SuperValu, Lidl y Aldi) concentran el 92,6% del mercado; en **Australia**, los 4 principales (Woolworths, Coles, Aldi e IGA) agrupan el 79% del mercado. Demasiado dato, que podemos ver resumido en este gráfico.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

Ya sé que no se ve muy bien, pero estamos hablando de un recuadro de “otros” del 43,3% en España, frente al siguiente en la cola, que es Estados Unidos, con un 32%. Y después bajamos a porcentajes del entorno del 20%. Es decir, a diferencia de muchos mercados occidentales, **España cuenta con una pluralidad de cadenas que no existe en otros lugares**. Las cadenas regionales, como Consum en la Comunidad Valenciana o Eroski en el País Vasco, compiten directamente

con los líderes nacionales como Mercadona o Carrefour. Esta situación es única y difícil de encontrar en otros países en donde la concentración es muchísimo mayor.

Incluso, **en algunas comunidades autónomas, las cadenas regionales superan en cuota de mercado a los grandes grupos**, creando un arcoíris de distribución que refleja la diversidad del mercado español. Esta sana competencia beneficia al consumidor. Por ejemplo, la competitividad en precios, la diversificación en la oferta de productos, la innovación que les diferencie, y otras que podríamos añadir. En resumen, **más variedad a precios más competitivos**. Repito, a precios más “competitivos”.

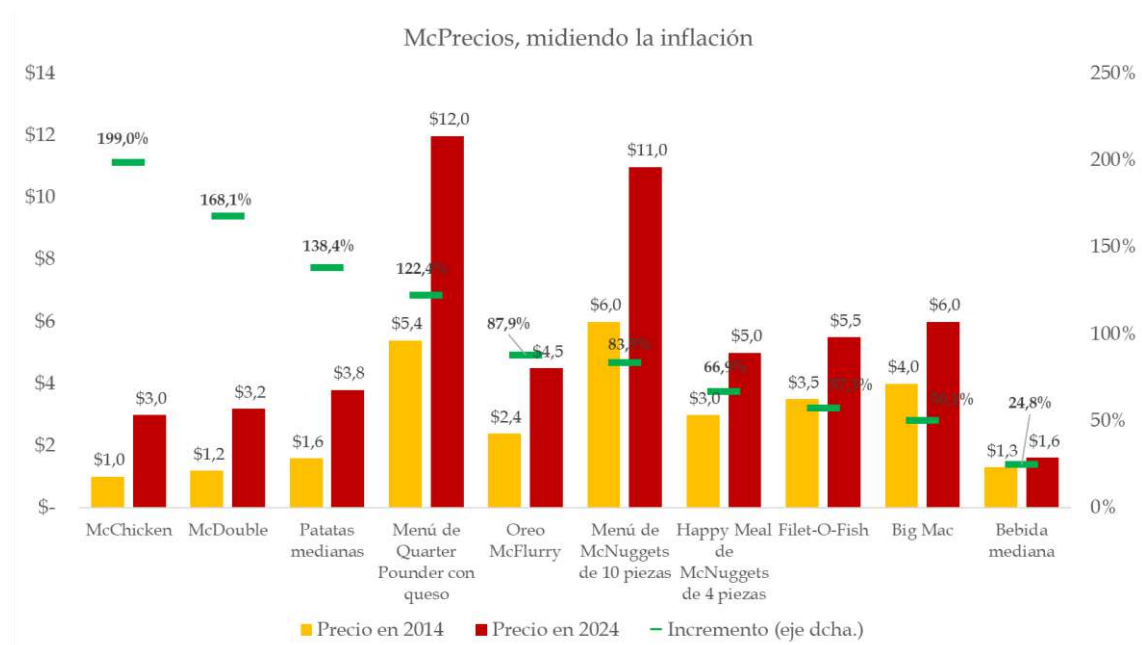
Es esencial que las opiniones públicas y políticas se basen en datos concretos y no en percepciones erróneas o dogmáticas que nos quieran imponer. España, lejos de ser un mercado concentrado, puede considerarse **uno de los mercados más competitivos del mundo occidental**.

12.Comerse a la inflación o ser comido por ella

Cuando observamos cómo suben los precios en nuestra vida diaria, desde un café hasta el de un menú de comida rápida, muchas veces olvidamos cómo nos afecta más allá de esa compra. Solemos pensar, por deformación política, que nos están subiendo los precios esas empresas. Por tanto, ese producto quizá lo compre menos. Y el problema no es ese...

Ya hemos tenido la oportunidad de ver en dos artículos qué es el IPC (**Silvia, no encuentro el artículo en la web**) y la [inflación](#). Pero no quería dejar pasar la oportunidad de hablar, ya que estamos en faena, de cómo evitar que la inflación te coma el ahorro.

Una buena forma de simplificar la información sobre la inflación es el conocido Índice Big Mac, creado por The Economist, que utiliza el precio de esta hamburguesa en distintas partes del mundo para medir la paridad del poder adquisitivo entre países. Pero ¿qué nos dice este tipo de indicadores sobre la subida de precios y cómo podemos relacionarlo con nuestras decisiones financieras?



Fuente: Carlos Arenas Laorga

La inflación ya sabemos que hace disminuir el poder adquisitivo de una moneda, lo que, a su vez, hace que los productos cuesten más. Es como intentar llenar un vaso con una jarra más agujereada: necesitas más agua para lograr lo mismo. Y el vaso es igual, el problema es la jarra, que tiene más agujeros.

No quiero extenderme en el proceso de la inflación, que ya hemos tratado en artículos anteriores, pero no hemos dicho qué hacer para que nuestra capacidad adquisitiva no sufra.

A veces, sin darnos cuenta, estamos pagando 12 euros por un menú que antes valía 10. Bueno, no es tanto. Pues sí lo es, ni más ni menos que un 20%. Y, claro, en alimentación y suministros básicos, en donde sí ha sido brutal la inflación (estamos hablando de tasas de más del 100% en periodos no tan largos) y lo pagamos todos los meses, sí nos damos cuenta, pero muchas otras cosas nos pasan más desapercibidas. Sobre todo, el dinero que tenemos en el banco en depósitos. Ese dinero pierde la totalidad del valor equivalente a la inflación. Pero como está en el banco, ni nos damos cuenta. Y los españoles tenemos más de ¡un billón! en depósitos (máximos históricos) con remuneración prácticamente nula.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

La subida de precios, aunque molesta, es un fenómeno que forma parte de la dinámica económica (desgraciadamente). Entender sus causas y cómo impacta

en nuestras decisiones diarias nos permite navegar mejor estas aguas. Si bien no podemos evitar que los precios suban, sí podemos adaptarnos con estrategias inteligentes y prepararnos para reducir su impacto. Así que la próxima vez que pagues un poco más por tu hamburguesa, recuerda que es una oportunidad para reflexionar sobre cómo mantener tu economía bajo control.

Y esto no tiene más misterio que la **inversión**. Nos podríamos extender en qué tipo de activos son más interesantes (lo haremos) o en hablar de las bondades de la denostada deflación (lo haremos). Pero el primer paso es básico y fundamental. **Hay que pasar de ser ahorrador a inversor.** La inflación beneficia al deudor porque en términos reales su deuda vale menos (el principal deudor de las economías son los estados, que curioso, ¿no?) y perjudica al acreedor y ahorrador. Por tanto, hay que pasar de ahorrador a inversor. Cuanto antes. ¡Ya!

Desde 1975, la inflación acumulada en España es del 1.444,5%. Esto quiere decir que los precios se han multiplicado más de 14 veces. Por ejemplo, un buen ordenador de 1.444,5 euros costaría 100 euros en ausencia de inflación. Parece ciencia ficción, pero no lo es. Y es que la inflación acumulada actúa con interés compuesto. Aunque parezca pequeña un año, el efecto exponencial del interés compuesto es tan terrible para nuestra capacidad adquisitiva como formidable para nuestras inversiones. Necesitas invertir para que el mismo nivel de vida que requería 1.000 euros en 1975 y ahora más de 14.000 euros, no solo no lo pierdas, sino que ganes mucho más. Por ejemplo, si invertiste en el S&P 500 en 1975, tendrías una rentabilidad acumulada de 3.1594,9%. Te habrías comido tú a la inflación, no la inflación a ti. Ahora serías mucho, mucho, muchísimo más rico, no mucho más pobre. Así que cuidado con el dinero en el banco. Insisto, cuando vayas a comprar tu hamburguesa, recuerda revisar tus finanzas personales. Pasa de ahorrador a inversor.

Tiempo	Inflación acumulada en España
10 años	23,2%
20 años	51,1%
30 años	104,6%
40 años	268,6%
Desde 1975	1.444,5%

Fuente: Carlos Arenas Laorga con datos del INE

13.Las nuevas sanciones a Rusia

El pasado viernes, 10 de enero de 2025, **Estados Unidos y Reino Unido anunciaron una nueva batería de sanciones a Rusia**, concretamente al sector energético. El objetivo sigue siendo el mismo que el de todas las anteriores sanciones, es decir, limitar la capacidad de generar ingresos para financiar la guerra contra Ucrania. Estas medidas, aunque **han pasado más desapercibidas** que otras, son de las más contundentes para la economía rusa, afectando esencialmente a las exportaciones de gas y petróleo.

El foco de las sanciones ha ido dirigido hacia Gazprom y Surgutneftegas, dos de las mayores compañías energéticas de Rusia. De hecho, entre ambas compañías producen más de un millón de barriles diarios, lo que equivaldría a unos 23 mil millones de dólares anuales. Estamos hablando de unos auténticos gigantes que son capaces de mover el precio del petróleo a nivel mundial.

Otra de las sanciones ha sido hacia **la flota marítima**, conocida como “flota en la sombra”. Son 183 buques petroleros. Estas sanciones van encaminadas a complicar la operativa logística de estas empresas, lo que se traduce en mayores dificultades para eludir las sanciones previas mediante intermediarios o rutas paralelas.

También se ha sancionado a **más de dos centenares de entidades y particulares que tienen relación con el sector energético ruso**, afectando también a algunos vinculados con la exportación de gas natural licuado.

Estas sanciones se han hecho notar de forma inmediata en los mercados de la energía. El **precio del Brent subió un 1% como consecuencia de estas sanciones**, lo que ha llevado el precio del barril a sus máximos desde agosto del año pasado.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

No se trata solo del impacto de las sanciones sino, sobre todo, de las **preocupaciones que se han suscitado en los inversores** por la posible reducción de la oferta de crudo que estas sanciones pueden conllevar. Por ejemplo, India podría modificar su actual postura con respecto a los petroleros sancionados, lo cual puede ser un golpe importante en las exportaciones rusas y una contracción de la oferta mundial.

Desde Rusia se ha calificado a esta batería de sanciones como una amenaza al mercado global de la energía. No obstante, las medidas están más encaminadas a dañar a la economía rusa que a un efecto importante en la oferta mundial, pero **los riesgos han vuelto a aumentar**, de eso no cabe duda.

Resulta **difícil prever las consecuencias de estas sanciones** porque no se conocen oficialmente las posturas de terceros países que tradicionalmente han sido aliados comerciales de Rusia. Pero sí sabemos que son medidas que están causando -y seguirán causando- bastante revuelo en el sector energético. Veremos qué sucede con los precios energéticos, pero supone un elevado **riesgo para la inflación**. Si estas sanciones producen efectos de segunda ronda no deseados, contrayendo la oferta o generando más volatilidad de lo previsto, el alza de los índices de precios sería el primer golpe. De este golpe, aparentemente no tan peligroso, podrían derivarse otros mucho peores. **A mayor precio de la**

energía, menor crecimiento europeo, mayor inflación y menores recortes de tipos en Estados Unidos (y quizá, Europa).

Unas sanciones que no van más allá de hacer daño a la economía rusa en su sector energético, **pueden llegar a traducirse en una contracción mundial**. No es el escenario principal, pero habrá que vigilar más de cerca este sector.

14. ¿Qué es el PMI? un dato muy utilizado y poco conocido

Seguro que has escuchado que el PMI de la eurozona o de Estados Unidos ha sido tal o cual. Y que es bueno o malo. Pero, ¿qué son los PMI, en qué consisten y qué significan?

El **PMI** (Purchasing Managers' Index o Índice de Gestores de Compras) es uno de los indicadores económicos más seguidos en el mundo financiero. Su relevancia radica en que ofrece una **perspectiva adelantada sobre el estado de la economía en sectores clave como manufactura y servicios**. Es decir, es un indicador adelantado. Por eso se le presta tanta atención.

El PMI es una **métrica basada en encuestas realizadas a los gestores de compras de empresas**. Estos profesionales tienen una visión privilegiada del funcionamiento interno de sus compañías, ya que están directamente involucrados en decisiones clave como adquisiciones, inventarios y producción. Y se suelen distinguir el PMI manufacturero (del sector industrial) y el PMI de servicios (mide la actividad en sectores como comercio, finanzas, tecnología, etc.).

El **PMI se elabora a partir de encuestas realizadas a cientos de empresas**. Los gestores de compras responden preguntas sobre cinco áreas clave:

1. **Nuevos pedidos:** ¿han aumentado o disminuido?
2. **Producción:** ¿está creciendo o reduciéndose?
3. **Empleo:** ¿se está contratando o recortando personal?
4. **Tiempos de entrega de proveedores:** ¿se están alargando o acortando?
5. **Inventarios:** ¿están aumentando o disminuyendo?

Cada respuesta recibe un valor que se combina para generar un índice agregado.

- **PMI > 50:** expansión económica.
- **PMI < 50:** contracción económica.

Por ejemplo, si el PMI es 54, significa que la actividad económica está creciendo a un ritmo saludable. Si es 47, indica que la actividad no es buena. Podría ser un

dato bueno si venimos de un PMI de 45, por ejemplo, pero no se considera que estamos en terreno de expansión hasta que llegamos a 50.

El PMI **se publica mensualmente**, lo que lo convierte en un indicador adelantado recurrente y que nos permite ver, cada mes, cuáles son las perspectivas de estos gestores de compra. En comparación con otros datos económicos, como el PIB (que se publica trimestralmente), el PMI permite detectar cambios económicos de manera más rápida y adelantada.

El PMI no deja de ser un **termómetro para la economía**. Un **PMI alto sugiere un aumento en la confianza empresarial**, la demanda de productos y servicios, y la expansión económica. Un **PMI bajo, en cambio, puede reflejar desaceleración económica**, caída en la demanda y ajustes en el empleo.

Con esta base, analicemos los datos recientes del PMI de servicios de diciembre en comparación con noviembre.

Región	Diciembre	Noviembre	Interpretación
EE. UU.	54,1	52,1	Crecimiento sólido, impulsado por la demanda interna.
Eurozona	51,6	49,5	Salida de la contracción, una señal positiva para 2025.
Francia	49,3	46,9	Contracción moderada, aunque con mejoras.
Alemania	51,2	49,3	Recuperación lenta pero consistente.
Japón	50,9	50,5	Crecimiento modesto, liderado por servicios tecnológicos.
China	52,2	51,5	Demanda interna robusta, beneficiada por estímulos.

Reino Unido	51,1	50,8	Expansión leve, a pesar de los desafíos económicos.
--------------------	------	------	---

Por ejemplo, en **Estados Unidos**, el sector servicios, que representa casi el 80% del PIB estadounidense, muestra un crecimiento saludable. Esto puede atribuirse a la **fortaleza del mercado laboral y a un consumo sostenido**. El PMI nos lo está indicando. En la **eurozona**, se ven **pasos alentadores hacia una recuperación** especialmente en Alemania. Conocidos los problemas de la economía **China**, podemos observar cómo los **estímulos monetarios y fiscales se están traduciendo en un sentimiento más positivo**.

Para los **inversores**, los datos del PMI ayudan a **identificar regiones y sectores con mayor potencial de crecimiento**. Por ejemplo, los servicios tecnológicos en Asia o el consumo en Estados Unidos. Para los bancos centrales, el crecimiento en servicios podría dar margen para ajustar tipos de interés, buscando un equilibrio entre crecimiento e inflación.

En cualquier caso, **el repunte del PMI de servicios es una buena noticia para la economía global**. Sin embargo, es esencial recordar que este indicador no refleja el panorama completo. La inflación, las políticas fiscales y las tensiones geopolíticas seguirán siendo factores a monitorizar. Pero ahora ya contamos con un **indicador adelantado clave**.

15. Value Investing

El **Value Investing** o inversión en valor es una de las más **importantes** y laureadas **estrategias de inversión de todo el mundo**, popularizada por Benjamin Graham y David Dodd en su libro *Security Analysis* (1934). Simplificando mucho, esta estrategia busca **identificar y adquirir activos infravalorados por el mercado**. Esta metodología se basa en la premisa de que los precios de las acciones no siempre reflejan su valor intrínseco debido a múltiples factores. Algunos de **los mejores inversores del mundo** han sido inversores value, como **Warren Buffett**. Pero también se destacan nombres como Benjamin Graham, Charlie Munger, Joel Greenblatt, o Peter Lynch, reconocidos como los inversores más importantes de su momento.

En **España** contamos con nombres como **Francisco García Paramés**, conocido como el Warren Buffett español, Fernando Bernad, o Beltrán Parages.

El value investing se puede simplificar resumiéndolo en 4 puntos esenciales:

1. **Valor intrínseco:** se refiere al valor real de los activos. Los inversores value tratan de aproximar este valor real de un activo para compararlo con su precio de cotización.
2. Los inversores value son conocidos por su **horizonte temporal de largo plazo**. Este enfoque exige una disciplina férrea y no ir sumándose a las modas, a las que se puede llegar tarde, sino basarse en el estudio y el trabajo realizados.
3. El concepto de **margen de seguridad** es otro elemento clave. Se trata de que el valor intrínseco de un activo sea muy inferior al precio al que cotiza. De este modo se genera un margen amplio en el que es más complicado no conseguir rentabilidades extraordinarias.
4. El **análisis fundamental** es su herramienta principal, olvidándose del ruido de corto plazo que distorsiona la realidad del precio de los activos. Este análisis fundamental permite estudiar el descuento de flujos de caja, los modelos de negocio, o las ventajas competitivas.

Aunque los inversores value suelen comprar empresas con un PER muy bajo, **comprar barato no es necesariamente value investing**. Suponga que una empresa tiene un valor intrínseco estimado de 100 euros, cotizando a un precio de 50 por una rotación sectorial que ha afectado a su sector. Si el **exhaustivo estudio y análisis value** confirma ese valor intrínseco y cumple con el margen de seguridad, será posible comprar participaciones de esta compañía. El mercado tardará más o menos en dar la razón al inversor, que se podrá considerar un inversor value.

16.ETFs más rentables de 2024

En el mundo de las inversiones, los ETFs son esenciales para acceder a sectores, regiones y activos específicos a los que no se puede acceder a través de fondos convencionales o la alternativa del ETF resulta mucho mejor. No es un producto que excluya a los fondos de inversión, sino que se complementan para formar una cartera óptima. Además, los ETFs están experimentando un crecimiento de flujos enorme, cerrando el año pasado como otro año de récord.

Sin embargo, no todo es de color de rosa. Uno de los inconvenientes de los ETFs es que tienen que cumplir ciertas características para poder ejecutar órdenes por un cliente español minorista no profesional. La normativa UCITS, el domicilio, y cien cosas más hay que tenerlas en cuenta porque miles y miles de ETFs no los podemos comprar.

Y he leído algunos artículos hablando de los ETFs más rentables cuando la mayor parte de ellos ¡no se pueden comprar! Aquí te presentamos un listado de los mejores de las 3 principales categorías y que puedes contratar sin problema en cualquier bróker que los tenga disponibles. Para facilitar y no liar, hemos excluido también los inversos y los apalancados, porque algunos de esos ETFs han obtenido una rentabilidad del 1.000% el año pasado. Un ETF apalancado por 3 de un activo ya de por sí volátil no es la mejor de las opciones para la mayor parte de los inversores.

Categoría de acciones

Amundi S&P 500 ETF D-EUR (LYPS) 33,23%

Este ETF replica el índice S&P 500, lo que no requiere muchas más explicaciones teniendo en cuenta que el índice se ha revalorizado un 25%. Con un tamaño de más de 21.200 millones USD, este ETF se ha beneficiado de lo que ya conocemos todos: los 7 magníficos y la economía americana.

Xtrackers LPX Private Equity Swap ETF 1C (DX2D) 33,05%

Centrado en el private equity, este ETF aprovecha el auge de las inversiones en empresas no cotizadas. Todavía no es una tipología de inversión muy conocida,

de hecho el ETF tiene menos de 600 millones USD, pero es la unión de una tendencia alcista como el private equity vehiculizado a través de un tipo de activo en crecimiento constante como los ETFs.

WisdomTree Japan Equity ETF - USD Hedged (DXJ) 30,54%

Los flujos hacia Japón han sido constantes durante casi todo el 2024. El mercado nipón ha obtenido rentabilidades muy atractivas. Además, la cobertura en USD elimina el riesgo de fluctuaciones del yen, atrayendo inversores extranjeros que buscan aprovechar la recuperación económica de Japón sin exponerse a riesgos cambiarios.

Categoría de criptoactivos

VALOUR BITCOIN ZERO ETN (BTC ZERO EUR) 139,84%

Representa una inversión directa en Bitcoin, otro activo que no hace falta explicar demasiado. Cada vez tiene más peso por su mayor aceptación institucional y su papel como reserva de valor.

Valour Solana (VALOURSOLANA) 93,93%

Solana, conocida por su eficiencia energética y velocidad, ha ganado notoriedad en el desarrollo de aplicaciones descentralizadas. Este ETF permite captar este crecimiento exponencial sin necesidad de comprar directamente la cripto: mucho más eficiente y cómodo.

Categoría de materias primas

WisdomTree Cocoa ETC (COCO) 336,14%

Las malas condiciones climáticas y el aumento de la demanda han disparado el precio del cacao. Este ETC se ha visto muy beneficiado, siendo el más rentable, de lejos, de todo el mundo en 2024 (con la excepción de los ya mencionados apalancados).

WisdomTree Coffee ETC (COFF) 85,28%

La adversa meteorología en zonas clave de producción, como Brasil, han reducido la oferta, mientras que la demanda de café de alta calidad sigue creciendo en todo el mundo. Seguro que lo has notado en tu ambiente más cercano. Para los inversores, este ETC ha sido el modo de vehiculizar este aumento de la demanda y contracción de la oferta.

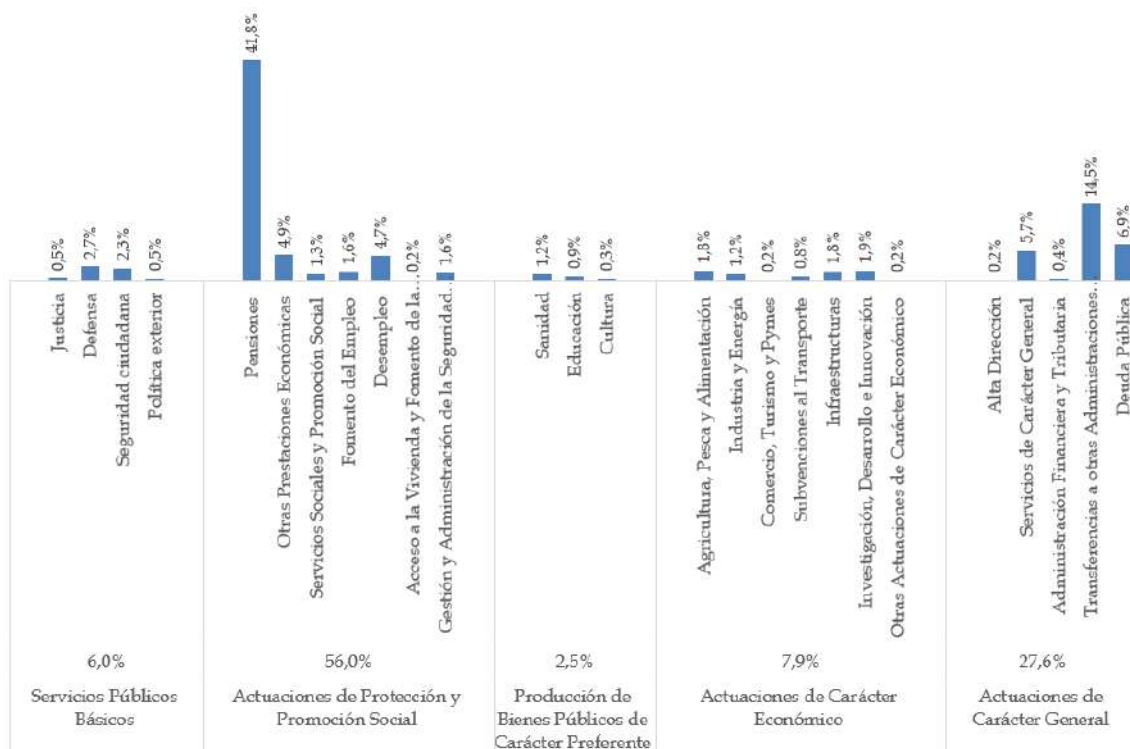
Invertir en ETFs no es una cuestión de buscar el que va a dar “el pelletazo”, una insana costumbre de nuestra península. Se trata más bien de entender el lugar que deben ocupar dentro de una estrategia de diversificación en nuestra cartera y el acceso a determinados subyacentes más complejos de invertir con fondos tradicionales. Estos ETFs han destacado por ser una ventana a las dinámicas macroeconómicas o tendencias de este año y han sido oportunidades únicas. Pero recuerda que debes adaptar las inversiones a tu perfil de riesgo y con una visión de largo plazo. Tenemos que evitar dejarnos deslumbrar por los fuegos artificiales y hacer una estrategia sólida, olvidándonos del ruido de las modas y el corto plazo.

17.El gigante con pies de barro

En la Biblia, hay un pasaje que cuenta el sueño del famoso rey de Babilonia Nabucodonosor. El rey sueña con una enorme estatua que tiene oro en la cabeza y reduce la calidad de los materiales hasta llegar a los pies, que son de barro. El sueño es desentrañado por el profeta Daniel, que indica cómo cualquier pequeña piedra que golpee a la enorme estatua, hará que esta caiga y se destruya sin remedio.

Algo parecido sucede con las funambulistas cuentas del Estado español. Cualquier pequeño desajuste hará que los problemas se acucien de manera exponencial. Por un lado, el gasto público es el mayor de toda la historia de España, la deuda pública también, y los impuestos ¡también! Si recaudamos más que nunca y nos estamos endeudando más que nunca y durante la última década el PIB per cápita a disminuido. ¿En qué nos estamos gastando el dinero?

El dinero no crece en los árboles, pero las prioridades de gasto parecen sacadas de un bingo presupuestario. En esta montaña rusa de millones, vamos a ver en qué se gastan nuestro dinero los políticos.

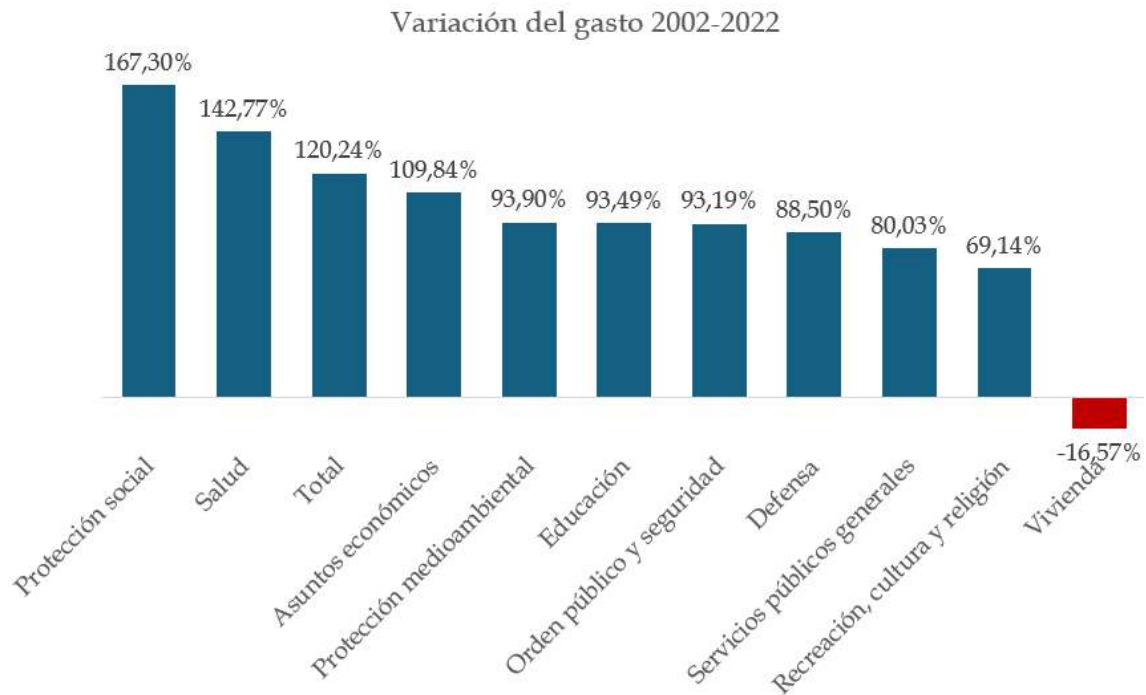


Fuente: Carlos Arenas Laorga con datos de la IGAE

Aunque el Estado gaste más que nunca en toda la historia, más no necesariamente es mejor. ¿Presupuesto alto suena a progreso? La realidad dice lo contrario. Podemos presumir de un coche deportivo hasta arriba de gasolina, pero si no funciona el motor, presumir es lo único que vamos a poder hacer.

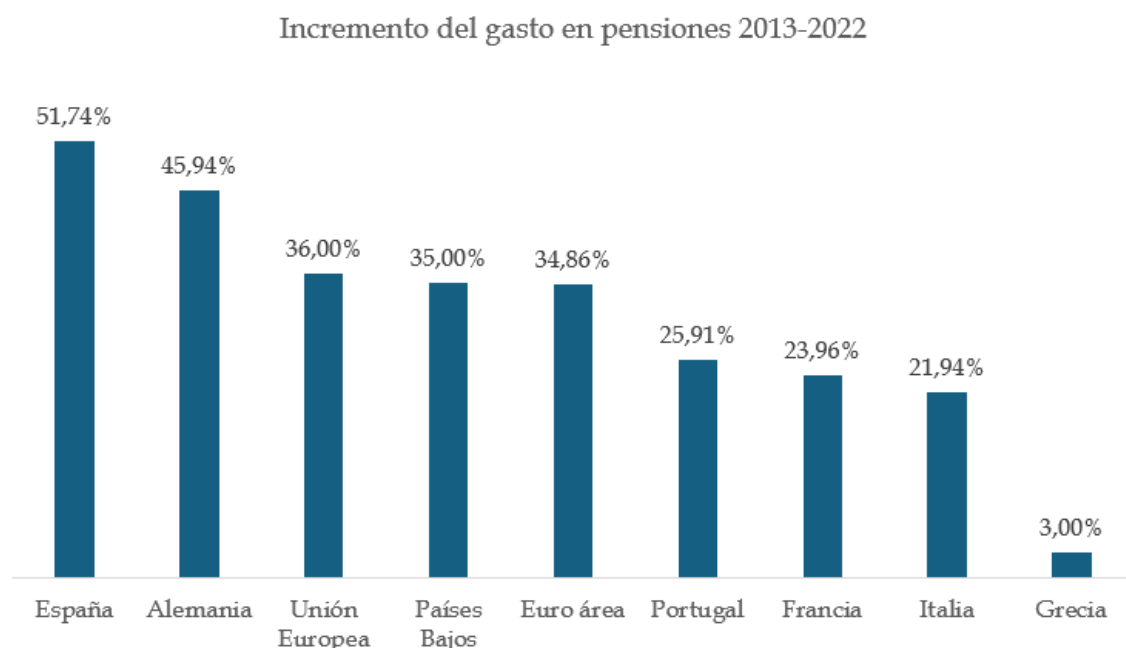
Los gobiernos se llenan la boca de palabras bonitas. Invertir en sanidad y educación, por ejemplo. La realidad suele ser otra. Lo mismo sucede con las subvenciones y ayudas. Siempre es más bonito hablar de los más necesitados, claro. La realidad es que el gasto político se come buena parte del dinero que pagamos en impuestos. Y otra cuantiosa suma se nos va en los amigos, enchufes y distintos chiringuitos más o menos útiles que se van creando a lo largo de los años. Y, como los presupuestos nunca son base cero, siempre caminamos hacia un “más que antes”.

La realidad de los datos es que sanidad y educación no son el fuerte de España. Los autónomos y las pymes tampoco. Es como un Robin Hood al revés. Pero la fiesta se acaba y luego hay resaca. Por poner un ejemplo, el gasto de España en empleados públicos es de un 11,5% del PIB. En cambio, en Alemania, es el del 7,9%. Y es que todo no se puede. Como decíamos, el dinero no crece de los árboles y las restricciones presupuestarias sí existen. Es decir, si tengo 10 euros y me gasto 5 en chuches, no podré gastarme 6 en cenar. Podré atracar a alguien, lo cual no es bueno. En el mejor de los casos, podré pedir prestado. Quizá una vez, dos, tres, pero tampoco puedo pedir siempre. Insisto, las restricciones presupuestarias existen. Por eso, no hay que extrañarse de que el principal problema de España sea el precio de la vivienda.



Fuente: Carlos Arenas Laorga con datos de Eurostat

Por el contrario, el gasto que más crece es, casualmente, el del grupo de votantes mayoritario. A saber, los pensionistas. Me parece fenomenal que las pensiones crezcan, aunque está comprobado que un sistema mixto sería mucho más beneficioso y menos caro. Es más, soy partidario de que las pensiones deberían ser muchísimo más elevadas (según lo que cada cual vaya capitalizando). Pero todo no se puede.



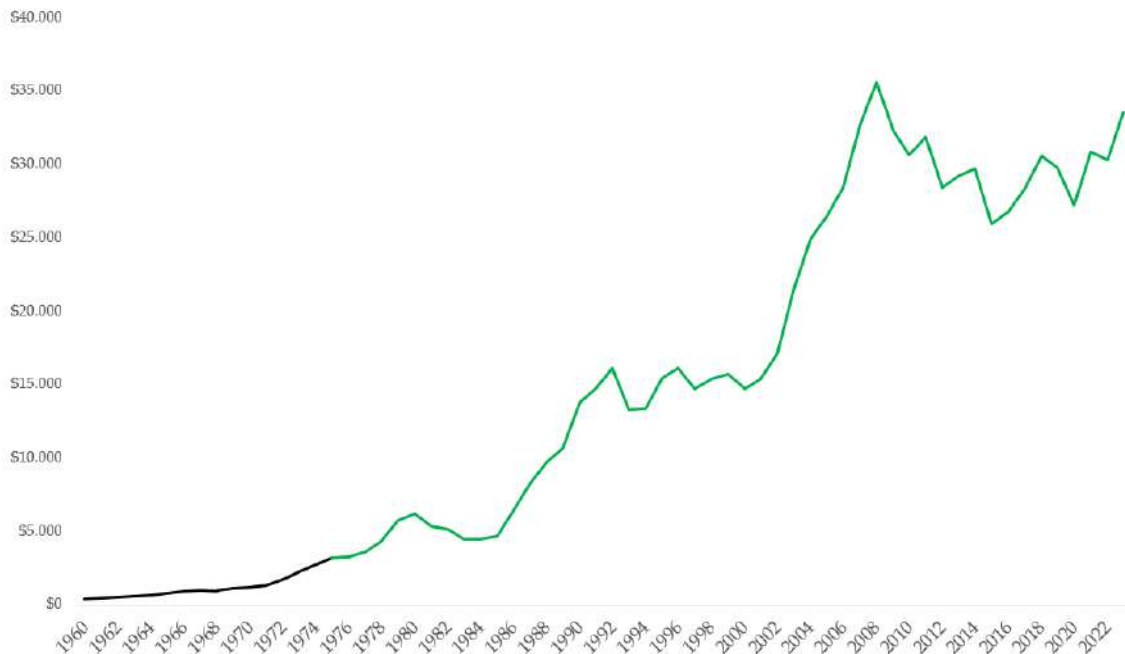
Fuente: Carlos Arenas Laorga con datos de Eurostat

Tenemos un gigante llamado presupuesto, cuyos pies de barro quisiéramos fueran también de oro. Pero no lo son. Baste mirar el primer gráfico para apreciar el gigantillo de las pensiones. Se come más del 40% del total del gasto.

Sin perdernos en millones. ¿El gigante está mejorando nuestra vida? Parece que llenar titulares con cifras récord y eslóganes grandilocuentes es el fin y no la mejora de las vidas de los españoles. El triunfo de anunciar una nueva cifra récord cada año se ha convertido en el pan de cada presupuesto que se aprueba. Pero el gasto hay que hacerlo eficiente y sostenible. La fiesta se puede terminar y con un sufrimiento terrible para millones de ciudadanos. Gastemos menos en fuegos artificiales porque cuando llegue la piedra a los pies de barro, no habrá presupuestos para levantar al gigante caído.

18.El crecimiento roto de España

Hace unos días publiqué en una conocida red social profesional el siguiente gráfico con motivo de unas declaraciones del presidente del Gobierno.



Fuente: Carlos Arenas Laorga, con datos del Banco mundial

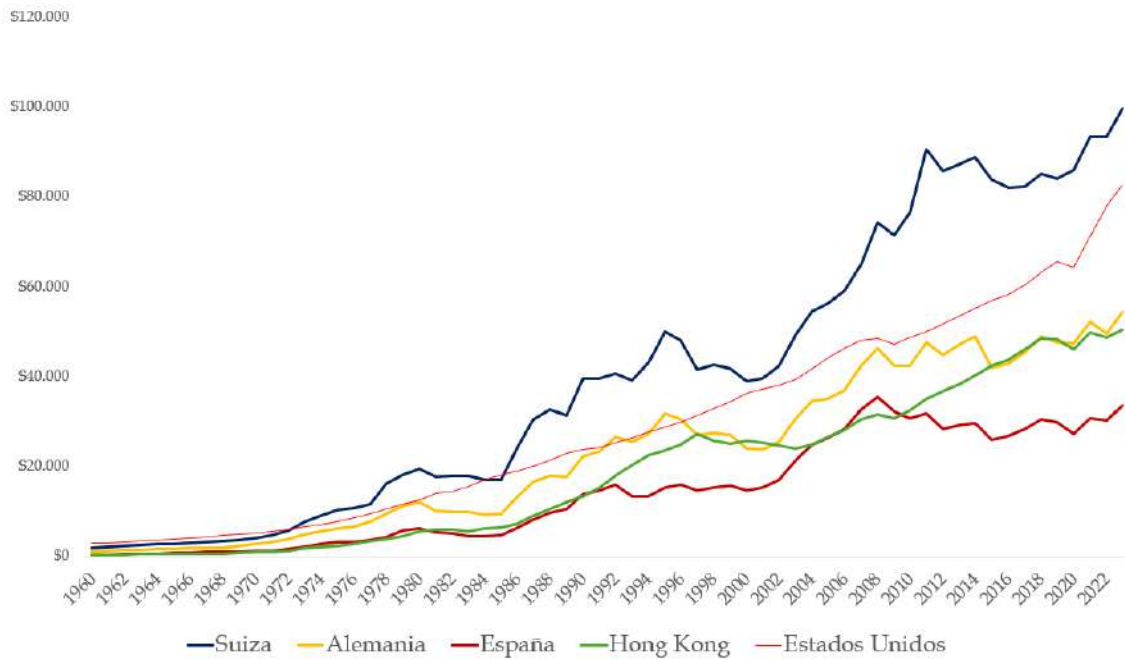
Se trata, simplemente, del **crecimiento del PIB per cápita en España (US\$ a precios actuales) desde 1960**. El dato es bastante aséptico. Nos puede gustar más o menos, pero es lo que hay. El motivo de la publicación era matizar que las declaraciones del presidente diciendo que la democracia es mejor que la dictadura porque la renta per cápita se ha duplicado en los últimos 50 años, es muy pobre. Efectivamente, hemos pasado de una renta per cápita de unos 15 mil euros en 1975 a una de 31 mil euros. Y ajustado por la inflación y todo. Hasta aquí todo bien. El primer problema lo encontramos en que en aquella época en la que éramos muy pobres la gente tenía trabajo y podía acceder a una vivienda de manera más sencilla que ahora. Y podemos dirigir nuestra mirada, por ejemplo, a la presión fiscal, más del doble ahora que entonces.

Pero el gráfico suscitó una polémica no buscada. Me acusaron de hacer “demagogia del dato”. La verdad es que no sé por qué. Soy más partidario de una democracia que de una dictadura, como imagino que lo serán todos los

lectores. Pero no se puede defender que la democracia en España es mejor que la dictadura por el crecimiento económico. Anda que no hay argumentos morales o de libertad para defender una democracia, pero el presidente fue a dar con el peor ejemplo.

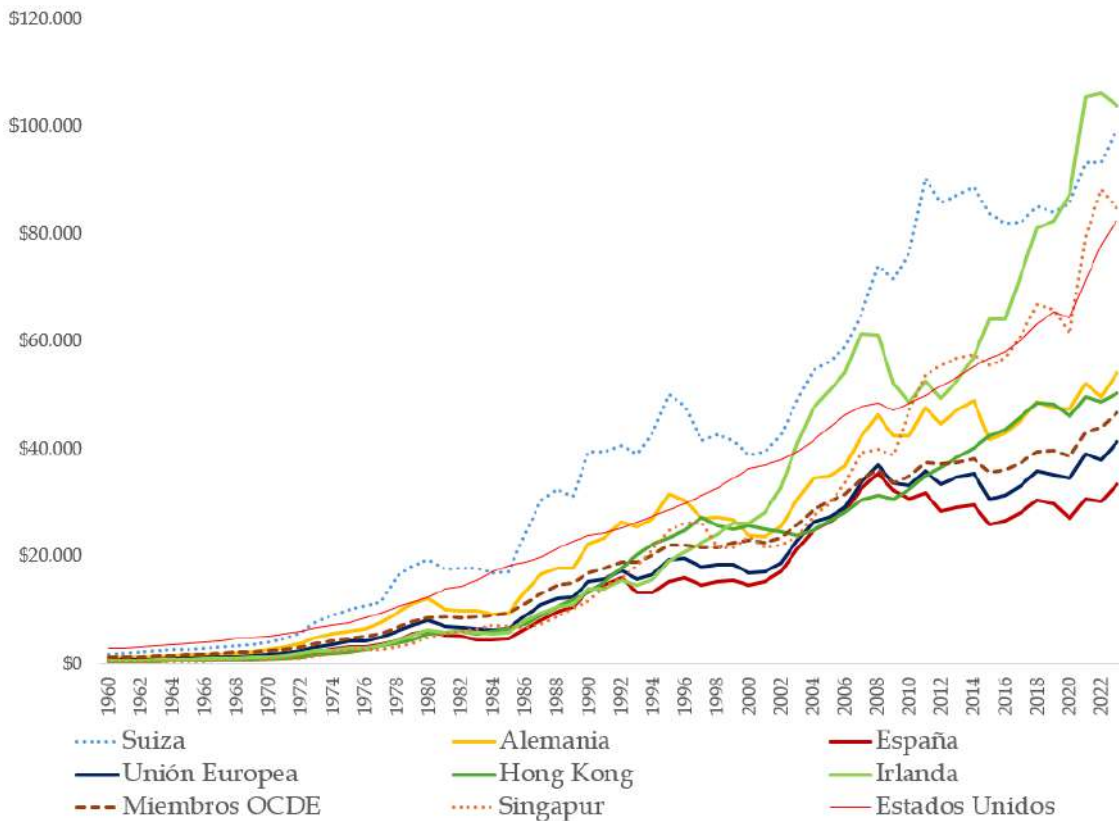
Resulta que el crecimiento del PIB per cápita en 36 años de dictadura fue multiplicado por 4,4 veces, mientras que en 50 años de democracia solo por 2. Si nos vamos a los últimos 15 años del franquismo, veremos que la variación del PIB per cápita es enorme, mientras que en los último 15 años de la democracia es ¡negativa!

No pasa nada, es un dato. Tendremos que ver cómo logramos revertir esto. Pero aquí los ataques me llegaron por dos argumentaciones. La primera de ellas es que es más fácil crecer cuando partes de más abajo. En efecto, muchas economías que parten de más abajo tienen más fácil el crecimiento. De hecho, Corea del Sur era mucho más pobre que España, pero en los últimos 50 años ha multiplicado su renta per cápita por 12,5 vs 2 de España. Pero al parecer, comparar con Corea del Sur es trampa. Entonces pensé que sería mejor comparar con algún país bastante más rico que España en 1960 para explicar que, a pesar de ser más sencillo crecer cuando partes de más abajo, hay economías desarrolladas que crecen más, como la americana. De hecho, mucho más. Y otras economías más pobres que lo han hecho de forma mucho más eficiente que España.



Fuente: Carlos Arenas Laorga, con datos del Banco mundial

Pero, al parecer, ninguno es ejemplo válido. No sé exactamente por qué. Pero parece ser que he hecho “demagogia del dato”. Y esta fue la segunda crítica que me hicieron, pero sin rebatir nada. Simplemente palabras poco amigables y sentencias tipo “Estados Unidos y España no son comparables”, o que “la economía de Corea del Sur estaba dopada por Estados Unidos”. Por lo que solo me queda tratar de comparar a España con grupos de países amplios o con países que pueden asemejarse más. Así que comparé con la Unión Europea, con la OCDE, o con Irlanda, para agregar más datos y dejar de hacer demagogia. Y me encontré con esto:



Fuente: Carlos Arenas Laorga, con datos del Banco mundial

Efectivamente, el crecimiento del PIB per cápita de España se asemeja más al de la UE o al de la OCDE (no al de Irlanda o Suiza, ni mucho menos al demagógico dato de Estados Unidos). Y también queda claro que España lo hace peor. ¿Hay países que lo han hecho peor que España? Desde luego, aunque en los últimos años no es fácil encontrar a uno. Pero desde los años 60 sí encontramos economías como Portugal o Grecia que no han crecido tanto. Eso sí, la mayor parte, nos supera, sobre todo, desde 2008, en donde se agravan las diferencias en perjuicio de España. De hecho, la UE y OCDE tenían el mismo PIB per cápita que nosotros en el 2008. Por tanto, creo que no es demagogia leer tal cual el dato. Desde 2008 lo hemos hecho peor que la media de una serie de países muy amplia. La UE, contando con países mucho más pobres que España, tiene una renta per cápita de casi 10 mil euros más, y la OCDE de casi 15 mil. Solo leo la gráfica.

La conclusión no debe ser política, sino técnica. No busco un análisis de los fundamentos de un estado de derecho, sino soluciones para crecer mucho más. Porque, a pesar de las críticas, ser desarrollado no impide crecer a tasas mucho

mayores, ser pobre tampoco, ser europeo tampoco. No nos escondamos en la comodidad de la excusa y tratemos de impulsar medidas que nos dejen prosperar y no ser tan pobres.

19. Perspectivas 2025 de JP Morgan Asset Management

Esta semana he tenido la oportunidad de estar en la **presentación de las perspectivas macroeconómicas de JP Morgan**, todo un lujo. Me han gustado mucho, y no porque coincidan con las de Estrategias de Inversión en casi todo, lo cual es motivo de orgullo, sino porque la explicación ha estado muy bien argumentada y muy bien explicada. Resulta imposible hacer un resumen sucinto de tanta información, así que me voy a quedar con lo que considero **más importante para los inversores**. Además, pido perdón por adelantado porque apenas utilizaré gráficos, que tan útiles son para “ver” algo con una sola imagen. Y mezclaré sus previsiones con explicaciones propias. Al final, lo resumimos en una frase.

En primer lugar, muy atentos a las **políticas de Trump, resumidas en tres puntos: bajada de impuestos y desregulación, aranceles, e inmigración**. Cada una de ellas con distintas consecuencias. No obstante, en términos generales **siguen viendo dinámicas favorables a una reducción de la inflación a nivel global**. Personalmente creo que la desregulación de la industria energética y la explotación de Alaska permitirá una reducción de costes con su correspondiente efecto en los precios de muchos bienes y servicios. Además, Trump ha explicado en uno de sus primeros discursos que durante la etapa Biden, un claro signo del empobrecimiento de las familias norteamericanas se debe a la inflación y no va a dejar que eso vuelva a pasar. Veremos de las palabras a los hechos, pero ya hemos visto que es una persona que, generalmente, hace lo que dice.

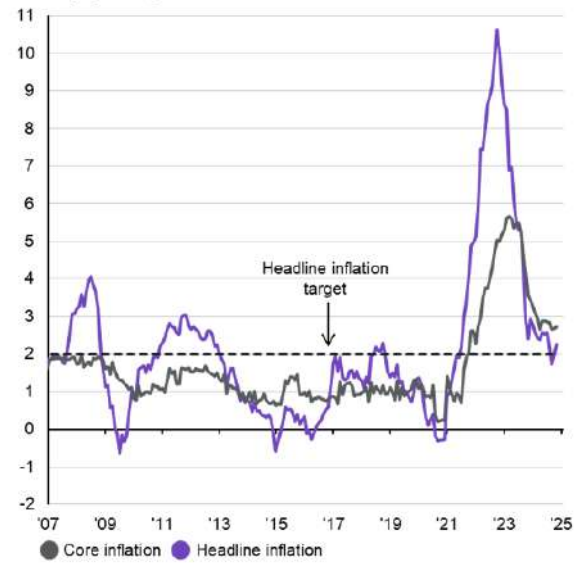
US goods and services inflation

% change year on year



Eurozone headline and core inflation

% change year on year

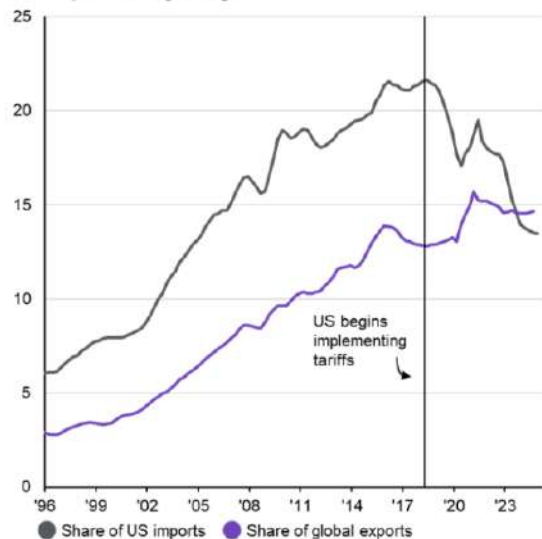


Fuente: JP Morgan Asset Management

Han mencionado también las implicaciones de estos aranceles, no solo en Estados Unidos, sino en las exportaciones desde Europa o China. Este impacto puede resultar negativo en el crecimiento europeo, lo que daría alas para potenciar la idea de las bajadas de tipos más agresivas en Europa.

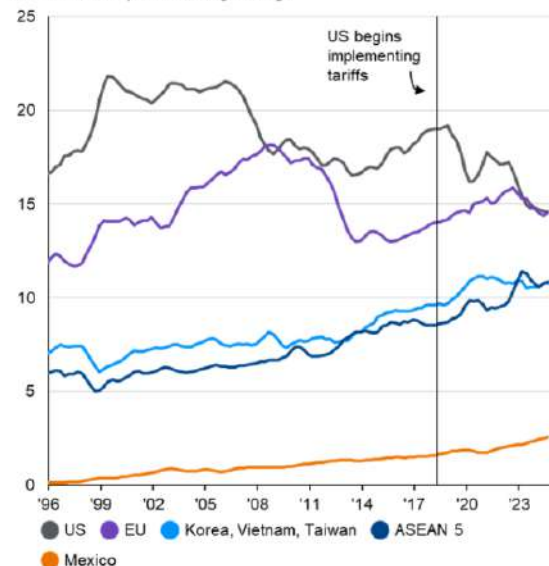
China exports

%, four-quarter moving average



China exports by destination

% of total, four-quarter moving average

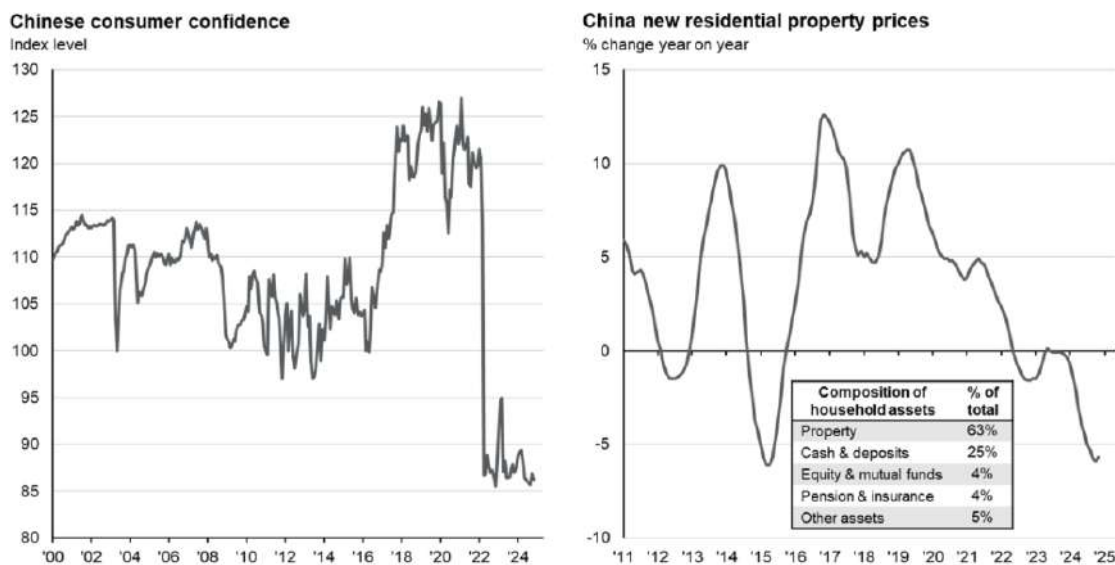


Fuente: JP Morgan Asset Management

El consumo lo siguen viendo fuerte en la región americana y esperan que la ingente cantidad de depósitos a nivel mundial empiece a ser invertido poco a poco a medida que los activos monetarios van perdiendo rentabilidad por las bajadas de tipos. Asimismo, el empleo, aunque ligeramente por detrás del año pasado, sigue estando muy fuerte.

Bancos centrales. Desde JP Morgan prevén, como piensa el consenso de mercado venimos recordando desde hace tiempo en Estrategias de Inversión, **más bajadas de tipos en Europa**, hasta niveles cercanos o por debajo del 2%. El crecimiento tan escaso de Europa urge a seguir bajando tipos, a pesar de que el mandato del BCE no es el crecimiento económico.

En los mercados asiáticos, particularmente en China, ven buenas oportunidades de entrada por valoración, pero escaso apetito inversor local en China. Esto se debe principalmente al efecto riqueza que, tras la crisis inmobiliaria no digerida todavía y las rentabilidades de los mercados financieros, hace que muchos se sientan más pobres.



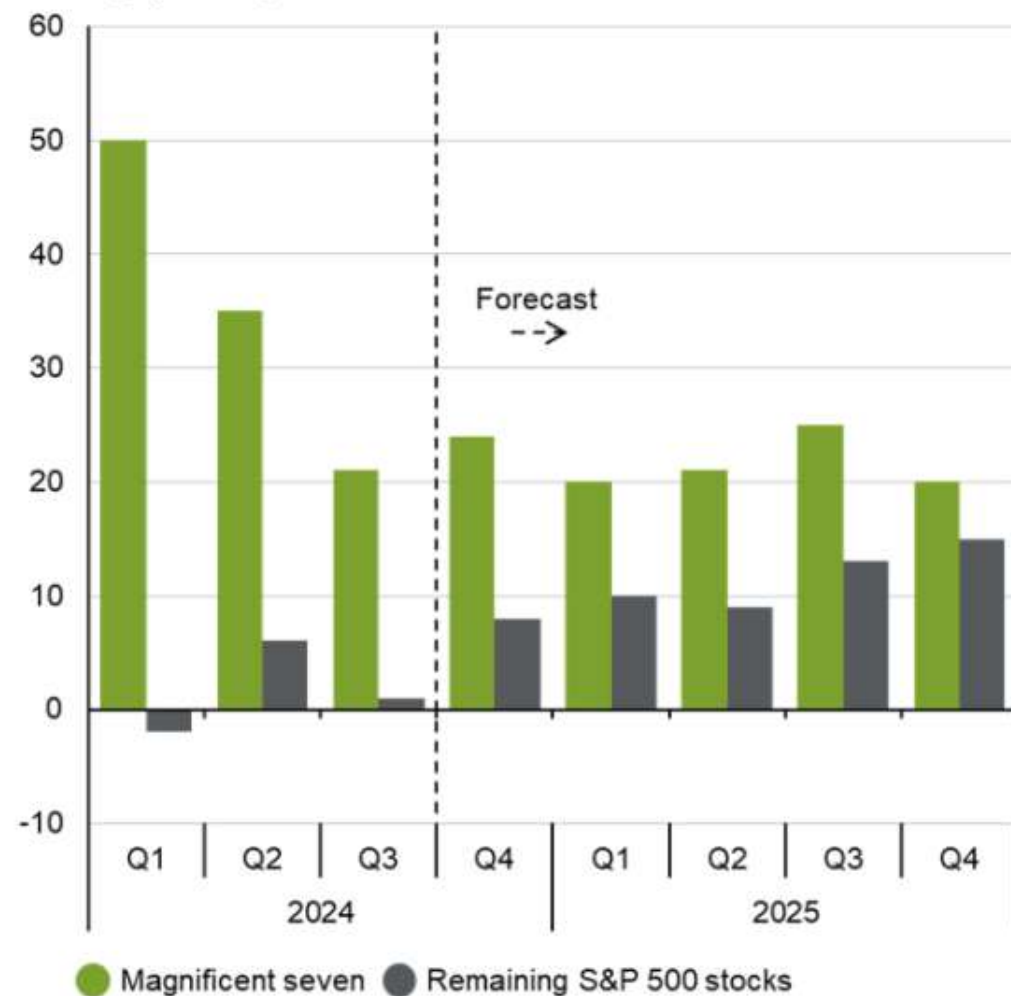
Fuente: JP Morgan Asset Management

Podríamos seguir hablando largo y tendido sobre la fabulosa explicación de sus perspectivas, pero no quiero extenderme demasiado. Aun así, me quiero detener en **un punto que considero especialmente relevante**. Desde finales de 2024 venimos diciendo que, sin perder la exposición a los grandes (7 Magníficos,

principalmente) quizá sea bueno ir **rotando hacia compañías de menor capitalización**. Pues resulta que desde JPM están haciendo lo mismo, pero no solo por valoraciones y diferenciales en máximos, sino con un motivo adicional y mejor: sus previsiones. JPM tiene equipos locales expertos en Estados Unidos, cosa que no solemos tener los analistas en España. Nuestra visión, insisto, es mantener cierta exposición a los 7 Magníficos, pero añadir peso a pequeña y mediana capitalización. En este sentido hemos analizado recientemente los fondos más consistentes de este estilo en Estados Unidos. Por cierto, región a sobreponderar por JPM y por Estrategias de Inversión. Porque, aunque es relativamente sencillo tener una visión a final de año que coincida con las perspectivas que nos señalan ahora muchas gestoras (por consenso de mercado), en el caso de regiones a sobreponderar no está tan claro. Y en este punto volvemos a coincidir plenamente con JPM. Pero volviendo al punto que considero clave, la capitalización, **el equipo de JPM ha hecho las siguientes previsiones**.

S&P 500 earnings growth

% change year on year



Fuente: JP Morgan Asset Management

Es decir, ya no es que las valoraciones de las grandes sean muy exigentes; ya no es que el diferencial de PER esté casi en máximos; tampoco que el entorno macro sea favorable a las medianas. Es que **las previsiones del crecimiento de beneficios de las no tan grandes se van estrechando a lo largo del 2025**. Por tanto, **el potencial de revalorización es fantástico**, a la vez que no es prudente alejarse del todo de las 7 Magníficas.

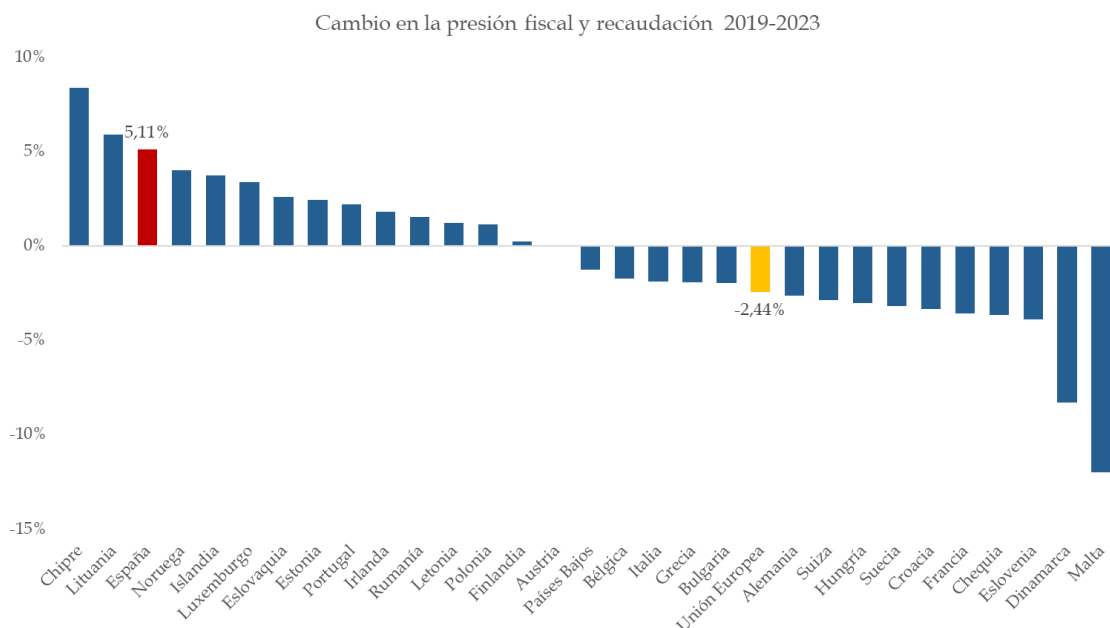
En **renta fija** están neutrales en duración y ven oportunidades en high yield (aquí no coincidimos).

Ven buen año 2025, pero con volatilidad.

20.El peso del expolio fiscal en España

España, tierra de sol, vinos, arte, cultura y... una de las mayores cargas fiscales de Europa y de la OCDE. Personalmente creo que, cuanto más dinero haya en el bolsillo del ciudadano y menos en el del político, tanto mejor. No obstante, cada cual es libérrimo de pensar lo que quiera. Ahora bien, los datos indican que en España quizá nos estemos pasando un poco.

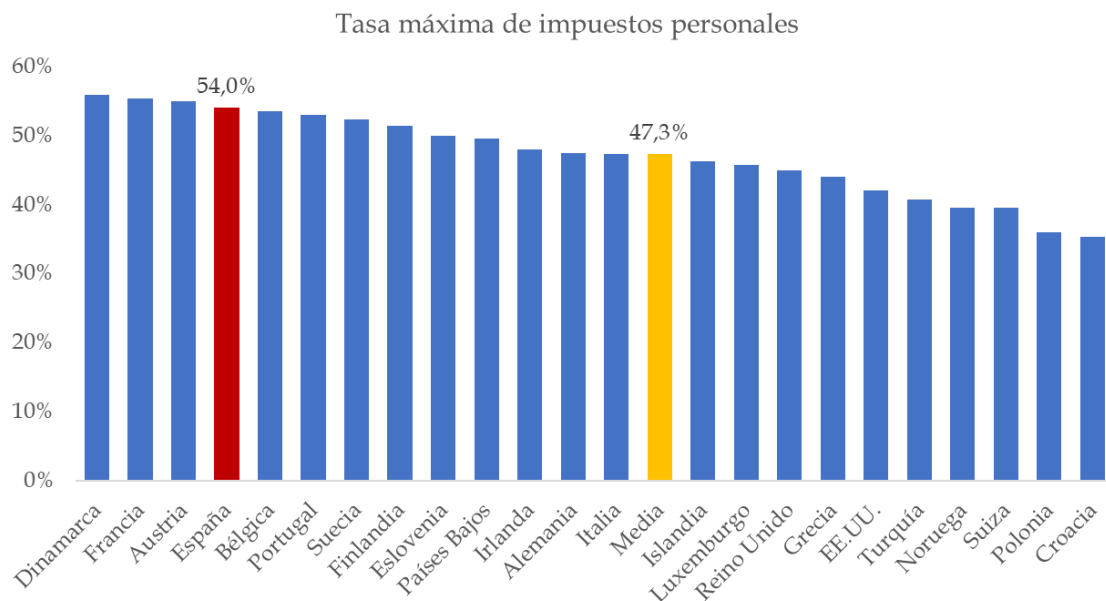
Desde luego, en el periodo 2019-2023, somos podio en los países europeos en subir la presión fiscal. Mientras que la media de la unión ha bajado esta presión en 2,4 puntos, en España la hemos subido más de 5. Este dato no contabiliza aun las nuevas subidas impositivas aprobadas durante el año pasado ni el comienzo de este, por lo que el dato que nos encontraremos el año que viene será aún más doloroso para nuestro bolsillo.



Fuente: Carlos Arenas Laorga, con datos de Eurostat

Uno podría pensar que esta recaudación, asfixiante en ciertos tramos de renta (59,5% solo en IRPF y cotizaciones sociales, sin contar IVA ni otros impuestos y el 70,3% para el ingreso marginal sobre la renta al trabajo para salarios iguales a 167% la renta media del país) sirve para que no haya colas en la sanidad pública. O para que el sistema de enseñanza sea uno de los mejores de la OCDE según PISA. O quizá para que haya una cantidad ingente de vivienda social para que

los jóvenes puedan emanciparse. Bueno, quizá todo esto no esté funcionando. Pero igual podemos pensar que, por lo menos, tenemos la tasa de paro más baja de la OCDE y de la UE y que los salarios suben mucho por esa presión del mercado laboral. Pero tampoco, tenemos la peor tasa de desempleo. Entonces ¿qué? ¿Estamos acaso convergiendo en renta con la media de la Unión Europea? Pues desde hace años no, y eso que la presión fiscal ha aumentado mucho.



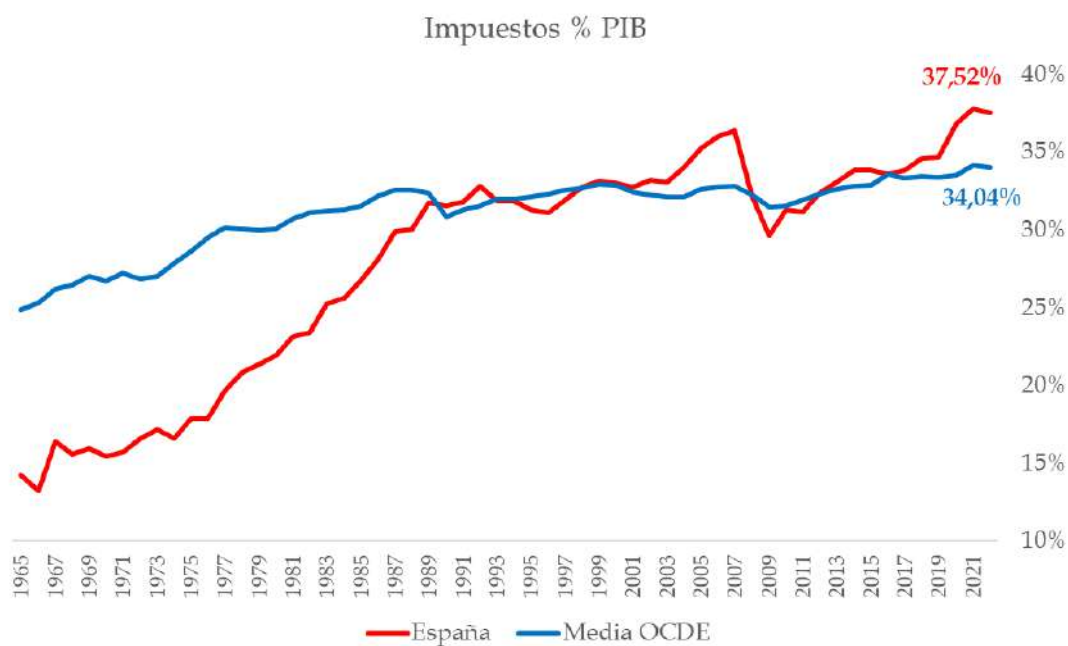
Fuente: Carlos Arenas Laorga

A menudo, los españoles nos encontramos con que una parte considerable de nuestro dinero se destina al pago de impuestos. Se ha hecho viral el vídeo de dos personas jugando a las cartas en el que uno es un ciudadano y el otro representa al estado y le va cobrando por todo, hasta que el ciudadano decide dejar de trabajar y entonces el estado le tiene que dar una paga. Por duro que suene, así es. Y el incentivo no es el más adecuado para favorecer el trabajo, el esfuerzo, la creación de empresas, la inversión, etc.

Imaginemos la economía como un coche de carreras. Para que alcance un buen desempeño, necesita combustible (y del bueno), un mantenimiento adecuado y, por supuesto, que el conductor no pise el freno constantemente o, que, por lo menos conduzca bien. En este contexto, los impuestos serían ese freno, que puede

impedir que avance nuestro cochazo. Es más, lo que más me preocupa es que el conductor sea el estado y no cada uno de nosotros.

Si bien es cierto que en España llevamos unas subidas impositivas muy importantes en los últimos años, no siempre hemos estado en estos niveles. Es más, tradicionalmente España ha sido uno de los países con menores impuestos. No soy partidario de que toda época pasada fue mejor, la mejor es la que nos toca vivir a cada uno. Pero el sistema de enseñanza era de más calidad antes, la tasa de desempleo apenas existente y la vivienda muy accesible, por poner algunos ejemplos. Cuidado, no estoy diciendo que no hayamos mejorado en muchos aspectos. Pero desde luego no es proporcional el crecimiento económico con el crecimiento de los impuestos. He mirado en la OCDE un histórico amplio de la recaudación de impuestos de los países miembros y de España, que resumo en un gráfico. A mí me ha sorprendido.

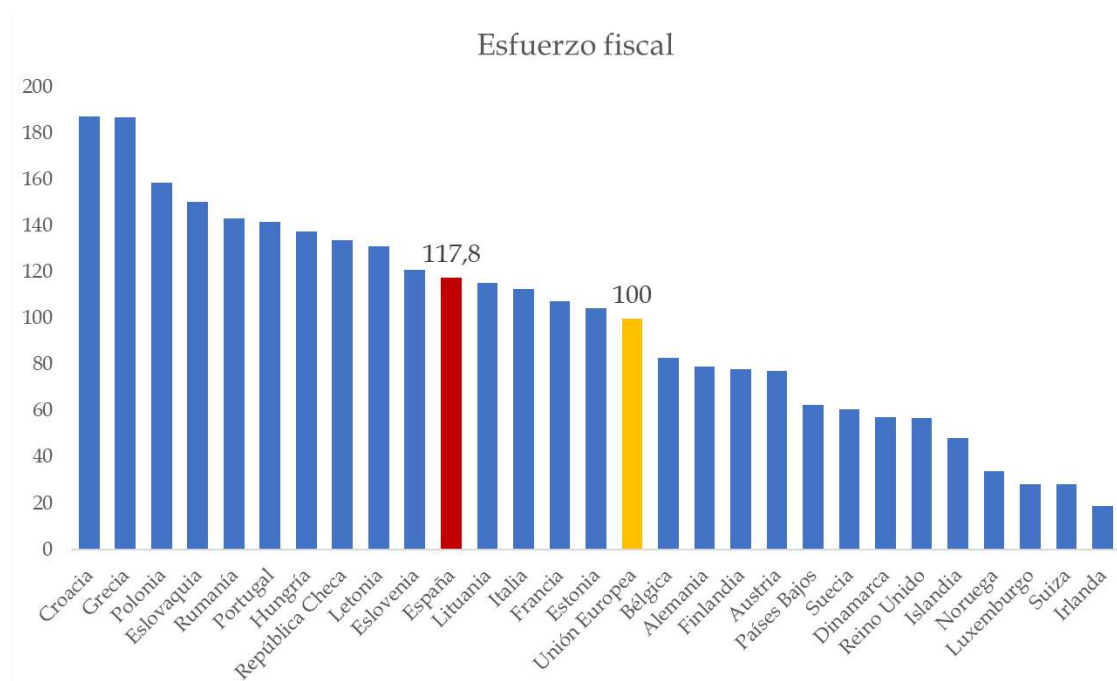


Fuente: Carlos Arenas Laorga, con datos de la OCDE

Para el contribuyente medio, la realidad fiscal es como una segunda hipoteca. Aunque nuestros gobernantes se han encargado de que no lo sintamos como tal. Por eso conviene recordar plataformas que nos indican el día de la liberación fiscal, por ejemplo. Según datos del año 2024, un trabajador español dedica más

de la mitad de su sueldo bruto anual al pago de impuestos y cotizaciones. Esto implica que, hasta el día 30 del mes de julio, los ingresos generados por su trabajo están destinados exclusivamente al estado. Y aunque los impuestos permiten financiar servicios esenciales, el debate se centra en si el nivel actual es sostenible y justo. Sobre todo, después de ver cómo en Valencia, con la desgracia de la DANA se siguen sin recibir ayudas. Es más, en La Palma quedan muchas familias viviendo en casetas. Pero es que, en Lorca, a más de 13 años del seísmo, quedan ayudas por entregar.

Por ejemplo, en otros países europeos con una presión fiscal similar, como Dinamarca o Suecia, el ciudadano percibe un retorno evidente en forma de servicios públicos de calidad superior. En España, sin embargo, el nivel de satisfacción con estos servicios es notablemente más bajo, alimentando la percepción de que el esfuerzo fiscal no siempre se traduce en beneficios palpables. Y digo esfuerzo y no presión, porque si la presión en España ya es elevada, el esfuerzo lo es aún más. El esfuerzo fiscal (presión fiscal calculada por el Producto Interior Bruto per cápita) ha sido 17,8 puntos superior al de la Unión Europea.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

Por lo menos, las cotizaciones sociales no nos las quitan de la cuenta corriente, sino que la mayor parte las abona el empresario y no duele. Por cierto, que la patronal ha propuesto que sea el trabajador quien la pague y el gobierno se niega porque los trabajadores verían la ingente cantidad que está pagando el empresario por ellos o, visto de otro modo, la enorme cantidad que se le va del sueldo en cotizaciones sociales. ¡Más de una tercera parte de su sueldo bruto!

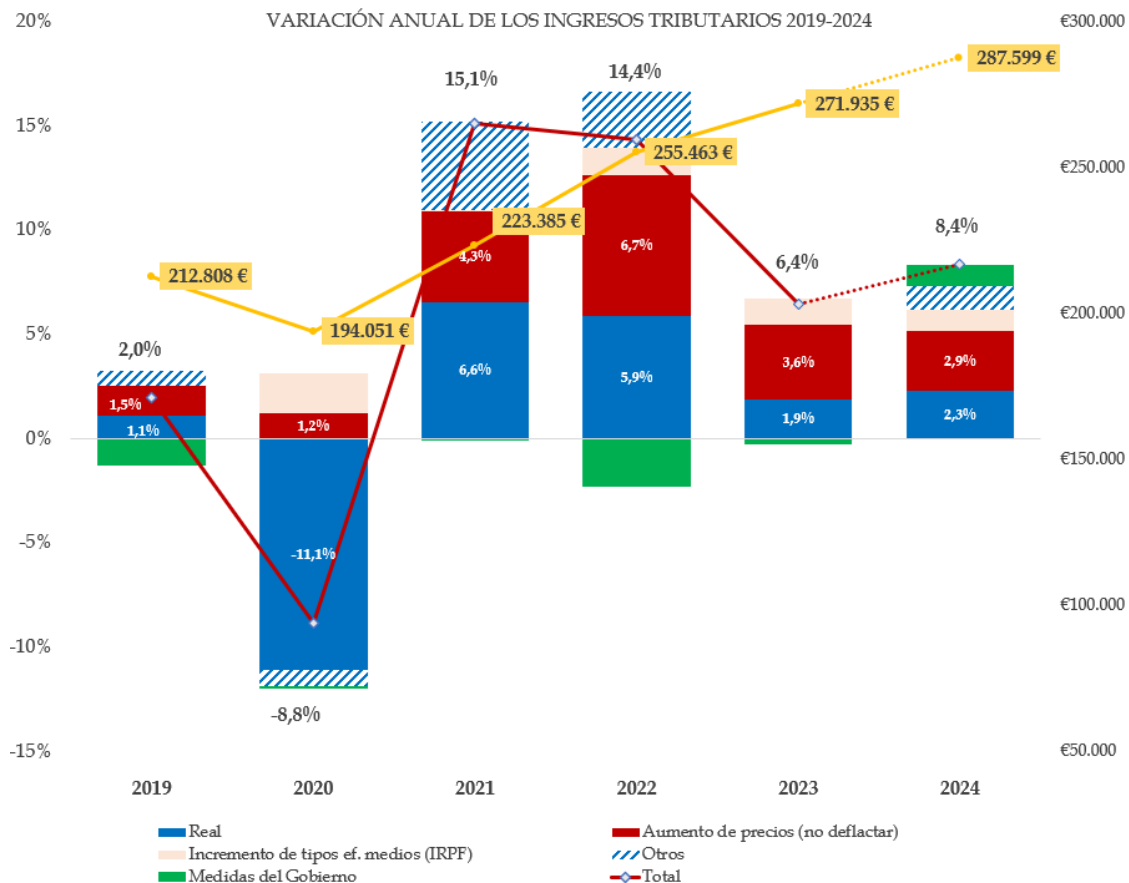
	SMI+S/S empr	20.715,00 €
IVA	12,40%	1.968,62 €
Imp. Especiales	2%	317,52 €
IBI	1,64%	260,37 €
S/S empresa	6,47%	1.027,18 €
S/S trabajador	30,48%	4.839,00 €
Total impuestos (8.412,69 €/20.715 €)	40,6%	8.412,69 €

Fuente: Carlos Arenas Laorga

Las empresas, especialmente las pymes, representan otro segmento golpeado por la fiscalidad. Mientras que en otros países las políticas fiscales buscan estimular la inversión y la innovación, en España muchas empresas sufren los impuestos como una barrera para crecer. Según el Banco de España, la carga fiscal promedio para una empresa supera el 25% de sus beneficios, sin contar con las contribuciones adicionales al sistema de Seguridad Social.

Un sistema fiscal excesivo no solo afecta el crecimiento económico, sino que también fomenta la evasión fiscal. Ya conocemos la curva de Laffer. España ocupa uno de los primeros lugares en economía sumergida dentro de Europa, como resulta lógico. Esto crea un círculo vicioso: el estado sube impuestos para cubrir el déficit provocado por la evasión, lo que a su vez incentiva más actividades fuera del sistema.

Estamos en niveles máximos de deuda, de recaudación y estamos donde estamos. Algo no cuadra.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

El debate sobre la fiscalidad en España necesita un enfoque más amplio. No se trata solo de reducir impuestos, sino de hacer que estos sean más eficientes. Esto pasa por simplificar el sistema tributario, reducir el fraude fiscal y garantizar que cada euro recaudado se utilice de manera efectiva. ¿Auditoría de ingresos y gastos? Sí, pero de verdad, no solo la información de la IGAE. El verdadero éxito de un sistema fiscal no se mide por cuánto recauda, sino por cómo contribuye al bienestar y al progreso de sus ciudadanos.

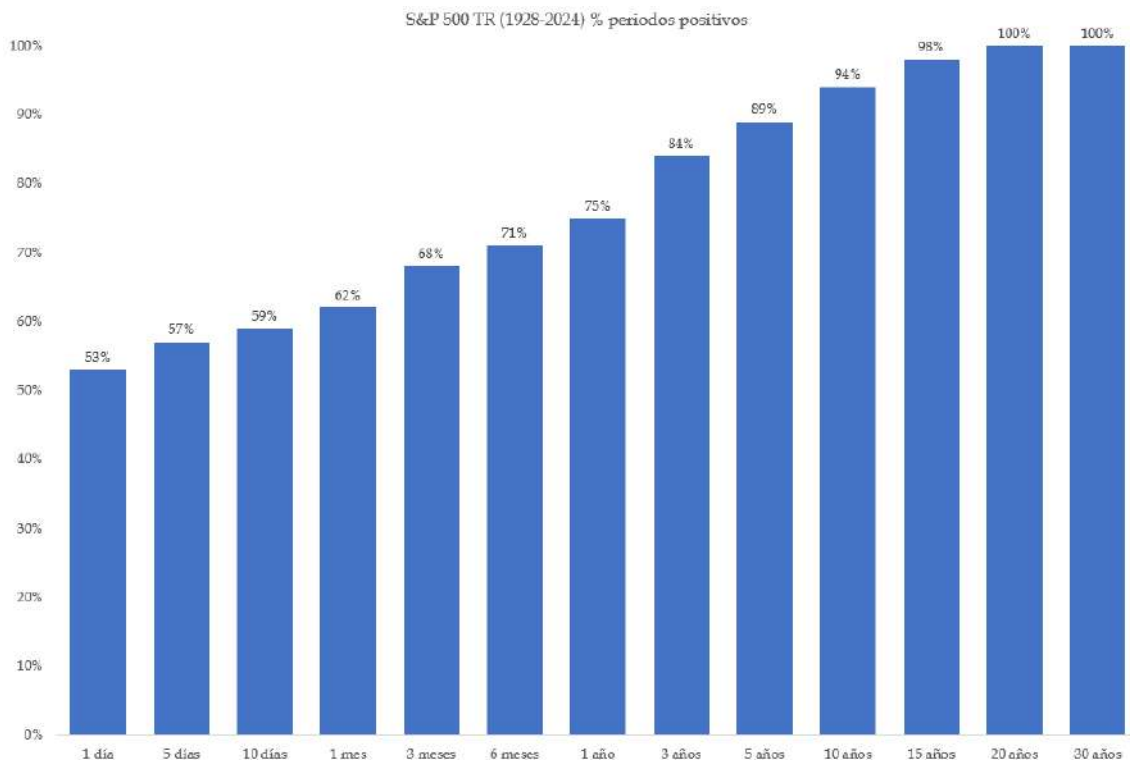
¿Qué opinas tú? ¿Crees que España está en el camino correcto o necesitamos un cambio urgente en nuestra política fiscal?

21. Quiero invertir, pero ¿dónde?

Todos sabemos que es bueno invertir y que hay que hacerlo cuanto antes. Ayer mejor que hoy y hoy mejor que mañana. Pero no vale hacerlo a lo loco. No se trata de ir al casino de la inversión, sino de hacerlo con criterio. Quizá una de las primeras preguntas que nos tengamos que hacer es dónde queremos invertir. En este primer “dónde” podemos encontrar múltiples respuestas: fondos de inversión, regiones, sectores, tipos de compañía, estilos de inversión, bróker, cantidad, suscripciones periódicas... Son muchas las incógnitas. Aquí vamos a tratar de resolver una que, a mi juicio, es de las más importantes: la región.

No es bueno poner todos los huevos en una misma cesta, pero es mejor sobreponderar aquellas cestas que pensamos que darán mejor rendimiento. Por eso, la región a invertir es esencial. Nunca sabremos si estamos acertando, pero existen indicadores que nos pueden ayudar. Por ejemplo, la región americana muestra síntomas de ser una de las mejores actualmente. Y eso que las valoraciones son bastante exigentes.

No se puede hacer teoría de la historia, pero ayuda. Los datos estadísticos no aseguran que eso se vaya a repetir en la actualidad, ni mucho menos en el futuro, pero sí nos da un termómetro de información pasada que es muy relevante. En el caso de Estados Unidos, en un plazo de 20 años es imposible haber perdido dinero. Podemos coger cualquier día que queramos y, 20 años después habríamos obtenido rentabilidad positiva. Incluso quien invirtió todo antes del crack del 29. Ese también.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

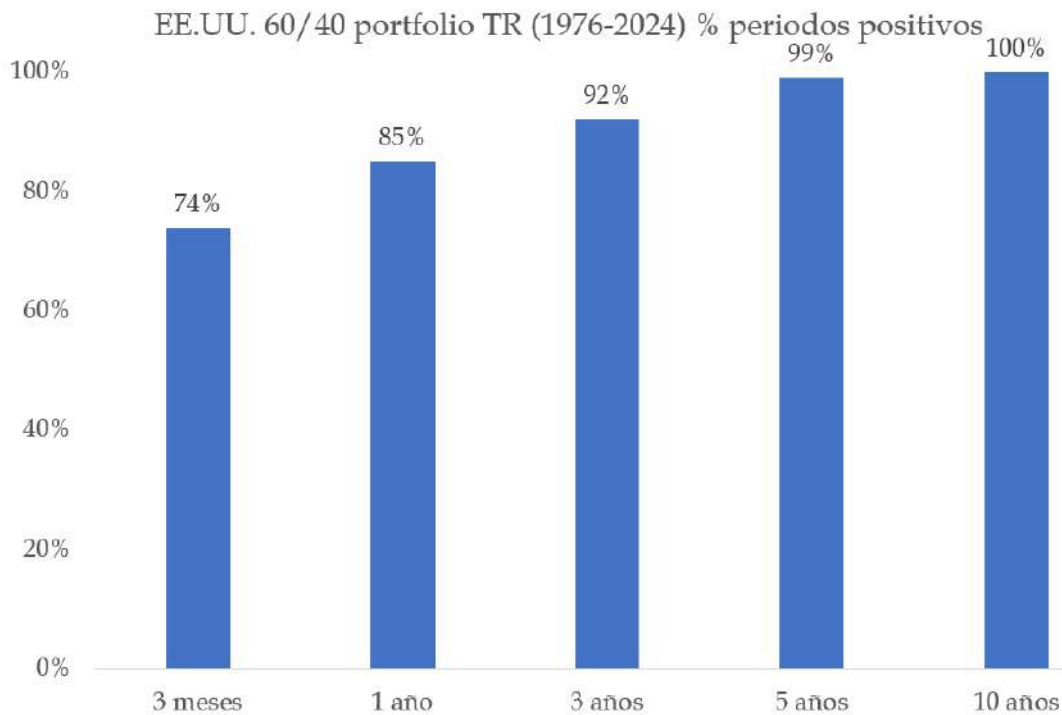
Para verlo de forma más clara. El peor inversor del mundo, en un año habría podido cosechar unas pérdidas del 44%. Es decir, el que compró más caro en el año en que cayó más el mercado. El mejor habría obtenido un 53%, pero más del 70% de los inversores habrían obtenido rentabilidades positivas.

A 15 años, el peor inversor del mundo, ese que compra en el máximo y vende en el mínimo, habría perdido un 3%, mientras que el mejor tendría un +1.246%. Eso sí, el 99% de los inversores obtuvieron una rentabilidad positiva. Y a 20 años, todos, ¡todos! Han tenido rentabilidades interesantes. Ese inversor gafe, haciéndolo lo peor que se pueda hacer, tuvo unas plusvalías del 60% a 20 años y el 100% de los inversores obtuvo una ganancia, de más del 2.500% en ciertos casos. Por cierto, la rentabilidad anualizada del S&P 500 (1928-2024) es del 10%, nada mal, ¿no?

S&P 500		Retorno	Retorno	%	Década	% anualizado
Periodo	(1928 a 2024)	mínimo	máximo	positivos		
1 año		-44%	53%	73%	1930-39	-1%
3 años		-62%	126%	84%	1940-49	9%
5 años		-49%	251%	88%	1950-59	19%
7 años		-25%	352%	93%	1960-69	8%
10 años		-15%	525%	94%	1970-79	6%
15 años		-3%	1246%	99%	1980-89	17%
20 años		60%	2543%	100%	1990-99	18%
25 años		257%	5165%	100%	2000-09	-1%
30 años		898%	4596%	100%	2010-19	13%
35 años		1489%	6480%	100%	2020-24	15%

Fuente: Carlos Arenas Laorga

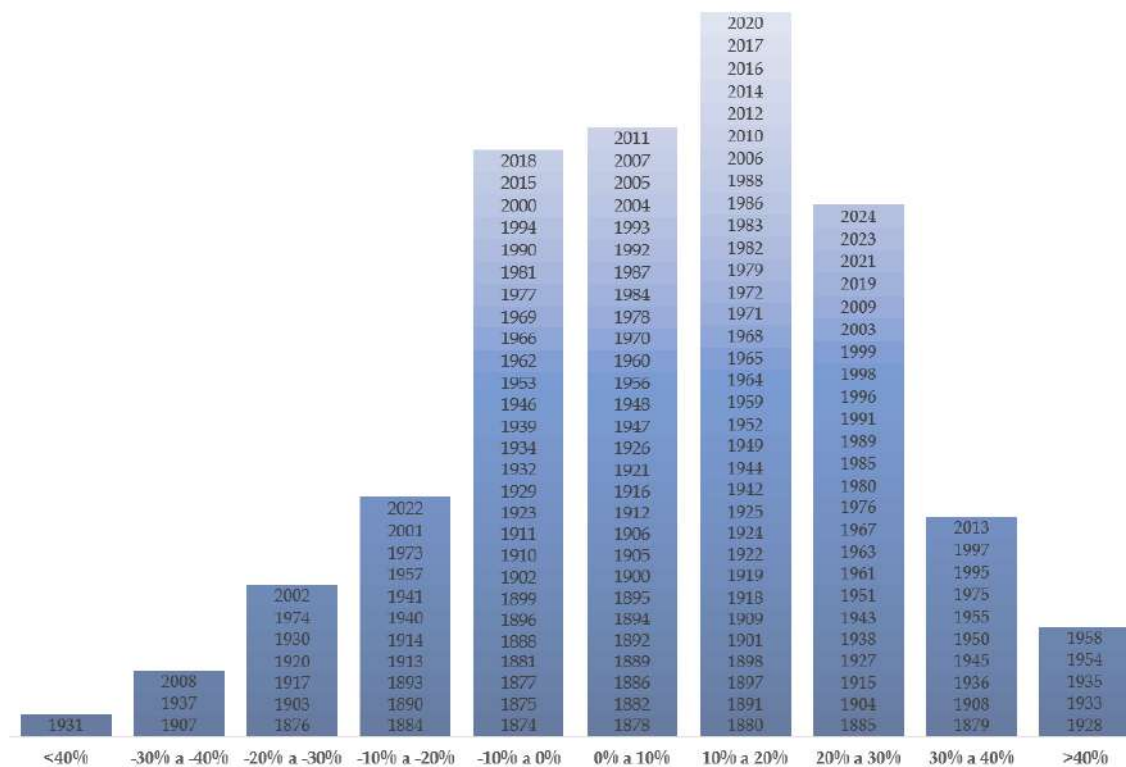
Pero si lo hacemos combinando renta variable y renta fija, el resultado es todavía más impresionante, porque en periodos de 5 años, el 99% de los inversores obtienen plusvalías y a 10 años el 100%. Insisto en que esto que ha sucedido en el pasado no tiene que repetirse ahora. Pero cuando ponemos datos desde 1928, algo de seguridad da. Por lo menos a mí.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

Podríamos poner decenas de gráficos y tablas que nos ayudan a defender la inversión en Estados Unidos como una garantía del éxito en el medio plazo. Tampoco quiero cansar, pero sí demostrar que, cuando uno tiene muchos datos, estos suelen distribuirse como una distribución normal. Y es lo que vemos en las rentabilidades del S&P 500. Y esto me parece relevante porque quiere decir que contamos con datos suficientes para establecer la significancia de los datos que, aunque no se vayan a repetir en el futuro, nos da bastante seguridad en que es muy posible que sigan un patrón similar. Por supuesto, esto no es lo único que hay que analizar. De hecho, no es lo más importante. Pero si observamos los datos macroeconómicos clave de la economía americana, veremos que sigue contando con un potencial muy bueno: bajada impositiva, recorte del gasto público, crecimiento del PIB sólido, inflación relativamente controlada, fortaleza de la divisa, crecimiento de la renta per cápita, buenos datos de empleo, resultados empresariales de sus compañías más que aceptables, etc.

S&P 500 TR (1874-2024)

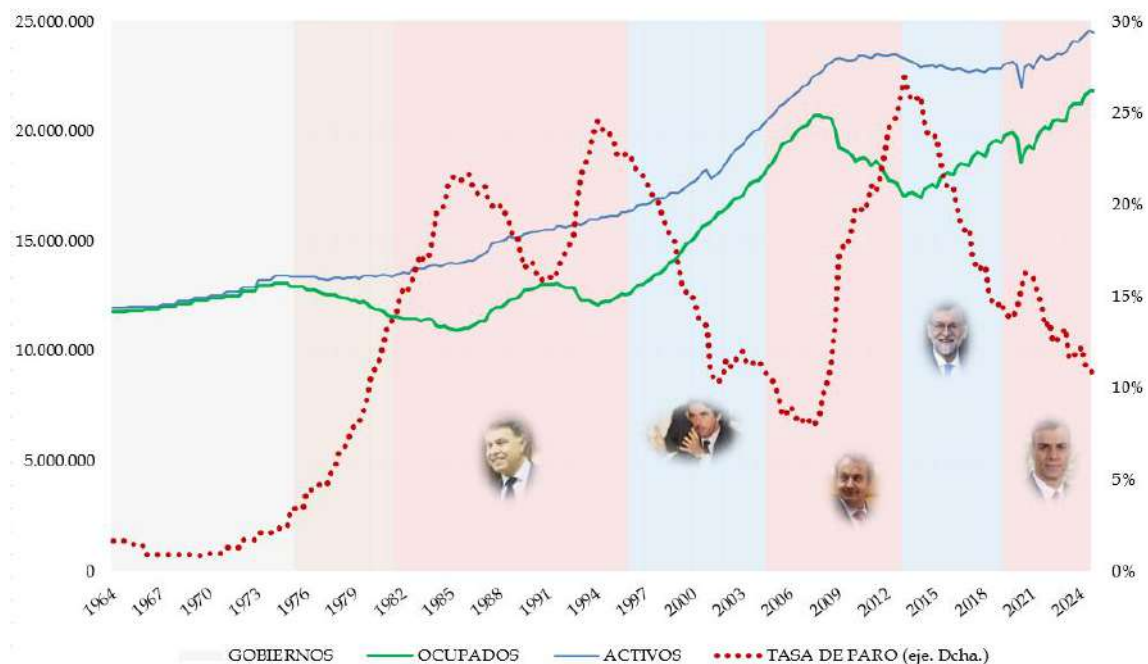


Fuente: Carlos Arenas Laorga

Por tanto, si quieres invertir, aun no poniendo todos los huevos en la misma cesta, revisa qué sitios son más rentables y cuáles tienen mayor potencial. Hay muchas variables y datos en los que te puedes fijar. Los que hemos puesto son solo algunos, pero te pueden servir para un análisis rápido de la situación. Si quieres profundizar más, hay que estudiar más. Lo que mucho vale mucho cuesta. Y si no sabes qué datos mirar, para estamos los analistas. Pregunta, que nunca está de más, en general, y particularmente en tus inversiones. Nadie es experto en muchas cosas. Yo sé muy poco, aunque sepa un poquito más de inversiones. Aun así, no sé qué pasará en el futuro -y tampoco lo saben otros asesores y analistas, así que no te fíes de ellos si te venden que saben lo que va a suceder-.

22.El desempleo en España: una foto con letra pequeña

Cuando se habla de desempleo en España, lo primero que suele venir a la mente es el titular de una tasa que, a menudo, no nos deja en buen lugar. Menos mal que esta vez el dato de empleo es muy bueno. ¿Seguro? Como bien sabemos, el diablo está en los detalles. El dato del cuarto trimestre de 2024 revela algunas cifras curiosas y tendencias que, si no se analizan, pueden dar una impresión más optimista de lo que realmente sucede. Vamos a desmenuzar los números y, de paso, a destapar algunas "trampillas" al solitario.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

A primera vista, la tasa de desempleo muestra cierta mejoría en términos globales. Esto podría sugerir que nos estamos acercando, aunque sea con paso lento, a tasas similares a las de otros países europeos, o incluso a las de Estados Unidos, donde el pleno empleo (3-4%) parece un sueño lejano para nosotros. Sin embargo, detrás de esa aparente estabilidad, hay movimientos en las entrañas del mercado laboral que cuentan otra historia.

El dato más llamativo es que el **empleo público aumentó en 50.400 personas**, mientras que **el empleo privado se redujo en 15.600**. Es decir, la mejora global del empleo proviene del sector público, principalmente. Este patrón no es nuevo

en España, donde en tiempos de incertidumbre económica, el Estado suele ser el gran contratador, como lo fue en el 2012 -mientras todos nos teníamos que apretar el cinturón- para amortiguar las cifras de paro. Pero este crecimiento no siempre es sostenible ni refleja un mercado laboral dinámico y saludable. En otras palabras, el Estado no solo lleva el volante en el autobús del empleo (que no es el suyo), sino que también pone pasajeros para que parezca más lleno.

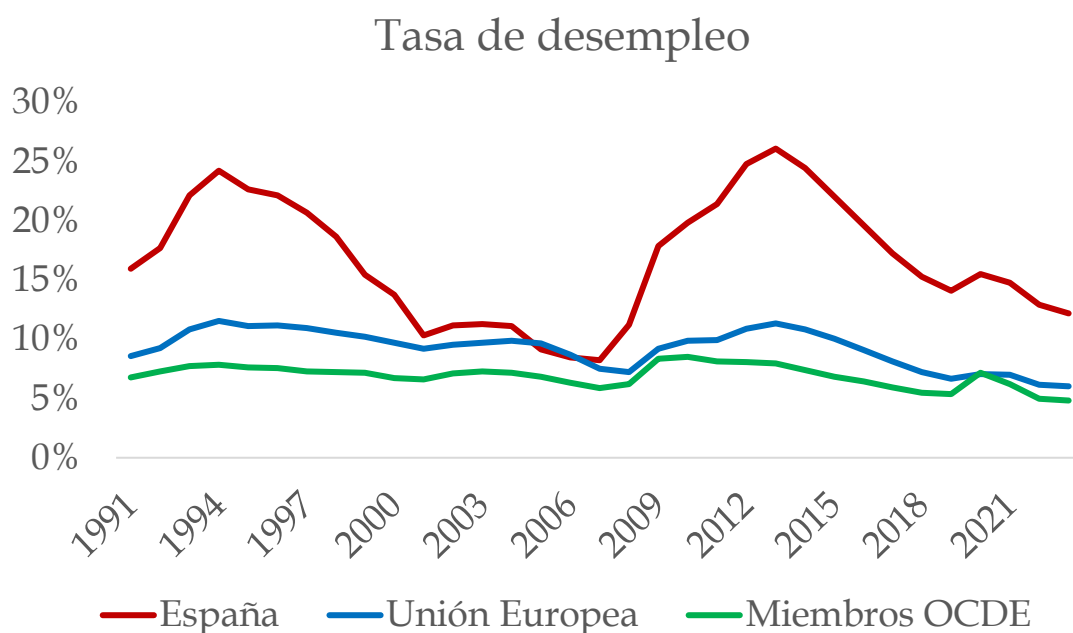
Otro dato interesante es que el empleo a tiempo completo disminuyó en **230.200 personas**, mientras que el empleo a tiempo parcial creció en **265.000 personas**. Esto puede ser interpretado como una mayor flexibilidad laboral, pero también refleja una precarización del empleo. En muchos casos, los contratos a tiempo parcial no son una elección del trabajador, sino una necesidad ante la falta de alternativas. También tenemos que recordar que estamos en máximos de pluriempleo porque con un trabajo hay muchas personas que no llegan a fin de mes. Cuidado, no hay que pensar que esto es una interpretación de quien escribe, sino los datos de la tasa AROPE del INE.

Últimamente acabo poniendo metáforas. No sé si sirve, pero al menos, yo mismo lo veo mejor. Por lo menos, me ayuda a quitarle hierro a un asunto tan dramático como que muchas personas no tienen qué llevar a casa para comer. Cuidado, que no es asunto menor. Y aquí va la metáfora, de comida precisamente: es como si en un restaurante cambiaran la carta de platos grandes por tapas pequeñas. Sí, hay más platos servidos, pero al final, pocos quedan satisfechos. Este aumento en el empleo a tiempo parcial puede maquillar las cifras generales, pero no necesariamente mejora la calidad de vida de los trabajadores.

Otro dato relevante es la **reducción del número de personas activas, que cayó en 149.800** este trimestre. Esto significa que menos personas están buscando activamente empleo o disponibles para trabajar. Es un dato preocupante, porque puede estar reflejando desmotivación en el mercado laboral, jubilaciones anticipadas o incluso migración en busca de mejores oportunidades. Pero sobre todo, cuando baja el número de activos, la tasa de desempleo puede parecer más baja de lo que es en realidad, simplemente porque hay menos personas que

cuentan en el cálculo. Es un poco como si -permitidme otro ejemplo-, en una carrera, quitáramos a los últimos corredores y luego dijéramos que el promedio de velocidad ha mejorado.

España sigue liderando las tasas de desempleo en la OCDE y la UE, algo que ya se ha convertido en un honor no deseado. Países como Alemania o Francia, que comparten ciertas similitudes económicas, tienen tasas de desempleo mucho más bajas. Incluso Italia, que tradicionalmente ha sido un compañero de España en el club de las altas tasas de paro, ha logrado reducir sus cifras en los últimos años. Estamos hablando de que casi duplicamos las tasas europeas y de los países desarrollados. Por otro lado, Estados Unidos, con una tasa de desempleo cercana al 3-4%, se mantiene como un ejemplo de mercado laboral dinámico y flexible, aunque no exento de desigualdades. Alcanzar ese nivel sería, para España, más que un objetivo, un sueño. Y lo sería aún más si lográramos reducir el paro juvenil, una de nuestras asignaturas pendientes más importantes.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

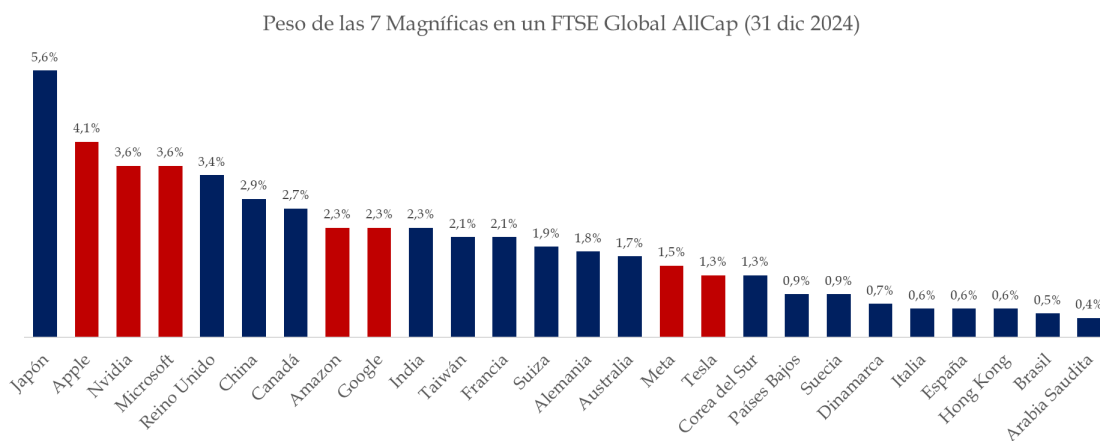
Aunque las cifras del cuarto trimestre de 2024 pueden parecer positivas a primera vista, el análisis detallado revela que todavía tenemos un largo camino por recorrer para lograr un mercado laboral, simplemente, decente. Más empleo

público, más tiempo parcial y menos activos son señales de que, aunque el autobús del empleo sigue avanzando, ni el conductor es quien debiera, hay muñecos hinchables y todavía estamos lejos de nuestro destino. Y no vamos a entrar en los salarios, porque ya es bastante un artículo para desanimarse.

Para España, alcanzar una tasa de desempleo del **3-4%**, como en Estados Unidos, es como soñar con ganar Eurovisión: difícil, pero no imposible. Eso sí, para lograrlo, no bastan los titulares ni las trampas al solitario. Hace falta un esfuerzo estructural, una carrera de fondo en la que todos debemos remar en la misma dirección.

23.La mayor caída de la historia de la humanidad, NVIDIA

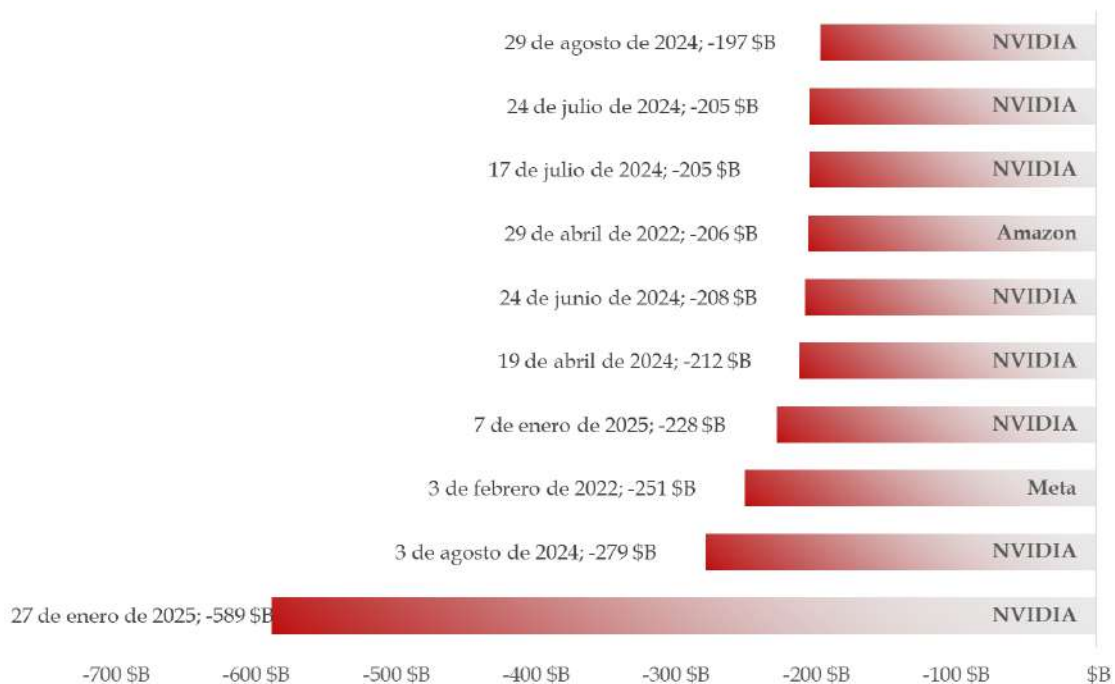
Este lunes, NVIDIA ha perdido 589 mil millones de dólares en capitalización bursátil. Es decir, la mayor caída de toda la historia. Pero tampoco pasa nada, el mundo sigue. Y es que, esta historia ya la hemos vivido. Quizá no de forma tan virulenta, pero sí la cantinela de fondo. Ahora bien, estas cifras son espeluznantes. Estamos hablando de que, de un día para otro, el IBEX desaparecería. Sí, el IBEX entero, con Santander, Telefónica, Inditex, BBVA... todo entero. O el PIB de Polonia, o el doble del PIB chileno, o el FTSE MIB (Italia), o el Bovespa brasileño... En fin, creo que se entiende.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

Su posición como proveedor indispensable para la inteligencia artificial la llevó a conquistar el trono de los mercados, pero, como dice el refrán, “cuanto más alto subes, más dura es la caída”. Y vaya si ha caído. Lo que parecía un camino pavimentado con oro hacia el futuro se ha topado con un obstáculo inesperado: una *startup* china llamada DeepSeek, que ha llegado con una calculadora en la mano para demostrar que “menos es más”. O eso dicen. Ya veremos.

Mayores caídas de la historia



Fuente: Carlos Arenas Laorga

El David que mató a Goliat es una de las metáforas que podríamos utilizar para describir este evento. Aunque es prematuro hablar de muerte de nadie. Habrá que ver qué es lo que ha pasado realmente poco a poco. Este es el equivalente del modelo R1 de DeepSeek, entrenado con apenas 6 millones de dólares, frente a los gigantescos presupuestos de OpenAI y otros grandes jugadores tecnológicos. Con un coste operativo un 93% menor y resultados igualmente competitivos, el mensaje está claro: la innovación ya no se mide solo en dólares.

Lo más curioso es cómo DeepSeek se ha adaptado a las restricciones impuestas por Estados Unidos a la exportación de semiconductores a China. Mientras los desarrolladores chinos no podían acceder a los chips más avanzados, aprovecharon su capacidad de cómputo para crear un modelo más eficiente. Es como si, al no poder comprar los mejores ingredientes para un pastel, hubieran creado una receta completamente nueva con los restos de la despensa.

Con la aparición de DeepSeek, el mercado se ha preguntado: “si pueden hacer esto con tan poco, ¿por qué necesitamos gastar tanto?”. Como resultado, NVIDIA vio evaporarse 589 mil millones de dólares en capitalización de mercado, una

pérdida digna de los récords Guinness. Este cambio no es solo una anécdota tecnológica; representa un ajuste brutal de expectativas en un sector que parecía invencible. Y no es que los chips de NVIDIA hayan dejado de ser esenciales, sino que el paradigma ha cambiado: ya no se trata solo de más potencia, sino de cómo optimizar lo que ya se tiene. En otras palabras, ¿quién quiere seguir pagando por un Ferrari si un Panda puede hacer el trabajo por la mitad del precio y con el doble de eficiencia?

Aquí entra en escena también la paradoja de Jevons, un concepto tan desconcertante como fascinante que mi veta docente no puede dejar de mencionar. Aunque los modelos eficientes como el R1 podrían reducir la demanda de GPUs y energía a corto plazo, su uso masivo podría acabar incrementando la demanda agregada. Es como cuando inventaron las bombillas de bajo consumo: al ser más baratas, la gente empezó a usarlas en todas partes, y el ahorro total no fue tan grande. ¿Ocurrirá lo mismo con los semiconductores y la IA?

Aquí es donde los inversores deben detenerse, respirar y recordar las reglas básicas. Aunque estamos hartos de leerlo, nunca es suficiente.

1. No pongas todos los huevos en la misma cesta: si tu cartera está cargada de acciones tecnológicas, tal vez sea hora de diversificar hacia sectores más defensivos. Una pena que hayas tenido este susto para hacer caso de esta máxima, pero más vale tarde que nunca. La historia nos muestra que, aunque las tecnológicas prometen grandes subidas, también son las que sufren caídas más pronunciadas cuando las cosas se complican. Y es archisabido que nadie tiene la bola de cristal. Ni siquiera esta empresa china es el futuro. ¿Será verdad todo lo que nos dice? ¿Vendrá la semana que viene una surcoreana con algo mejor?
2. Recuerda que la bolsa no es un casino: la tentación de hacer *market timing* puede ser grande, pero quedarse fuera del mercado en días clave puede costar caro. Los datos demuestran que las mayores subidas suelen ocurrir después de las caídas más pronunciadas.

3. Cuidado con los “enamoramientos”: es fácil caer en la trampa de idolatrar a un activo como NVIDIA, pero las emociones no deben dictar nuestras decisiones de inversión. Un análisis objetivo, basado en fundamentos, es crucial para evitar sorpresas desagradables.

A pesar del golpe, no todo está perdido para NVIDIA. Su papel como proveedor esencial para la IA sigue siendo relevante, y la creciente adopción de la IA podría equilibrar la balanza a largo plazo. Sin embargo, este episodio nos recuerda que incluso los gigantes no son invulnerables y que la innovación puede venir de los lugares más inesperados.

La disrupción generada por DeepSeek no solo reconfigura el panorama tecnológico, sino que también ofrece una lección para los mercados: en un mundo donde la eficiencia y la optimización son cada vez más valoradas, las soluciones más costosas no siempre son las mejores. Como inversores, nos toca estar atentos, diversificar nuestras carteras y no perder de vista las oportunidades que pueden surgir en momentos de caos.

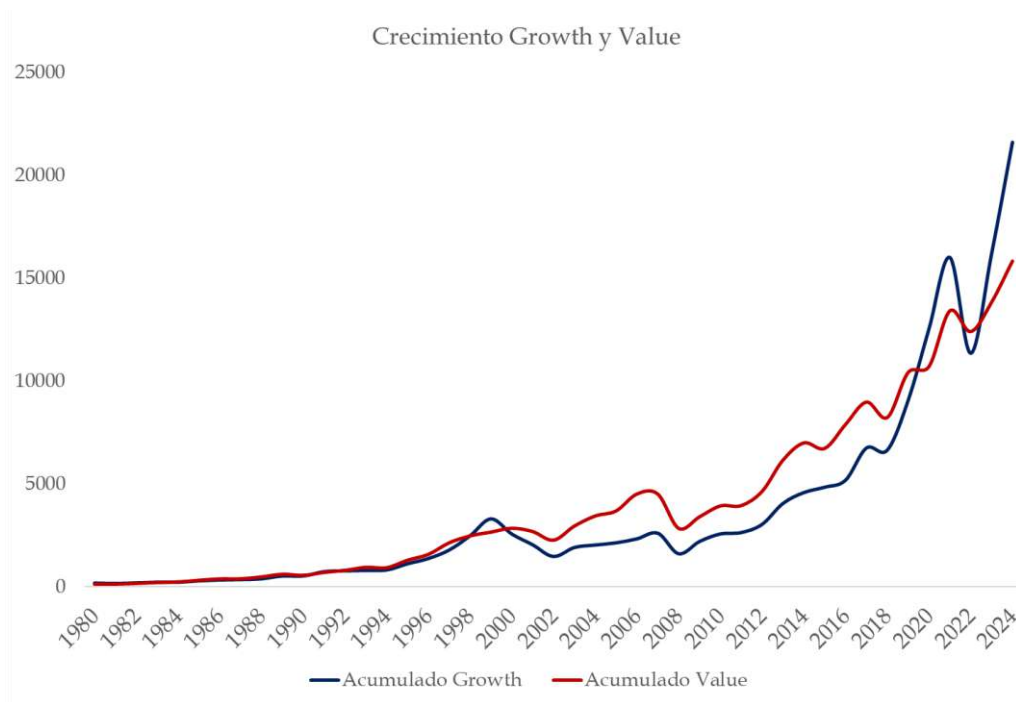
Y, sobre todo, no olvidemos que el mercado es como un adolescente caprichoso: a veces actúa de manera irracional, pero hay una lógica detrás de su comportamiento, por muy difícil que sea verla al principio. ¿Habremos sobre reaccionado? ¿Habrá mayores caídas? Ya veremos...

24. ¿Rotación de carteras hacia el *value*?

En la eterna batalla entre invertir en compañías de crecimiento (*growth*) o de valor (*value*), los inversores suelen verse atrapados en ciclos de euforia y desencanto. Como si de una novela de detectives se tratara, los protagonistas de cada estrategia tienen sus momentos de gloria, pero también sus reveses. Entonces, con los cambios en el panorama macroeconómico, y el recorrido del *growth* los últimos años, la pregunta es: ¿es hora de rotar carteras hacia el *value*?

Las acciones *growth* son esas compañías que crecen rápido y suelen cotizar a múltiplos elevados, con la promesa de beneficios futuros espectaculares. Clásicos ejemplos: NVIDIA, Tesla, Amazon. Estas empresas reinvierten la mayor parte de sus beneficios para seguir expandiéndose, en lugar de repartir dividendos. Por otro lado, las acciones *value* son aquellas que cotizan con descuento respecto a su valor fundamental, muchas veces porque el mercado las ha castigado en exceso. Bancos, aseguradoras, energéticas y consumo básico suelen ser sus principales representantes. Estas compañías suelen ofrecer dividendos atractivos y operar en sectores más estables.

El comportamiento de ambos estilos de inversión está estrechamente ligado a la política monetaria y al sentimiento del mercado. En 2022, cuando la Reserva Federal subió los tipos a niveles no vistos en 23 años, el crecimiento sufrió. Por el contrario, en un entorno de tipos más bajos, el descuento de flujos de caja futuros se reduce, beneficiando a las compañías *growth*. Esto se ve perfectamente en el siguiente gráfico. Y cuidado, durante más de una década, el valor a premiado más que el crecimiento...



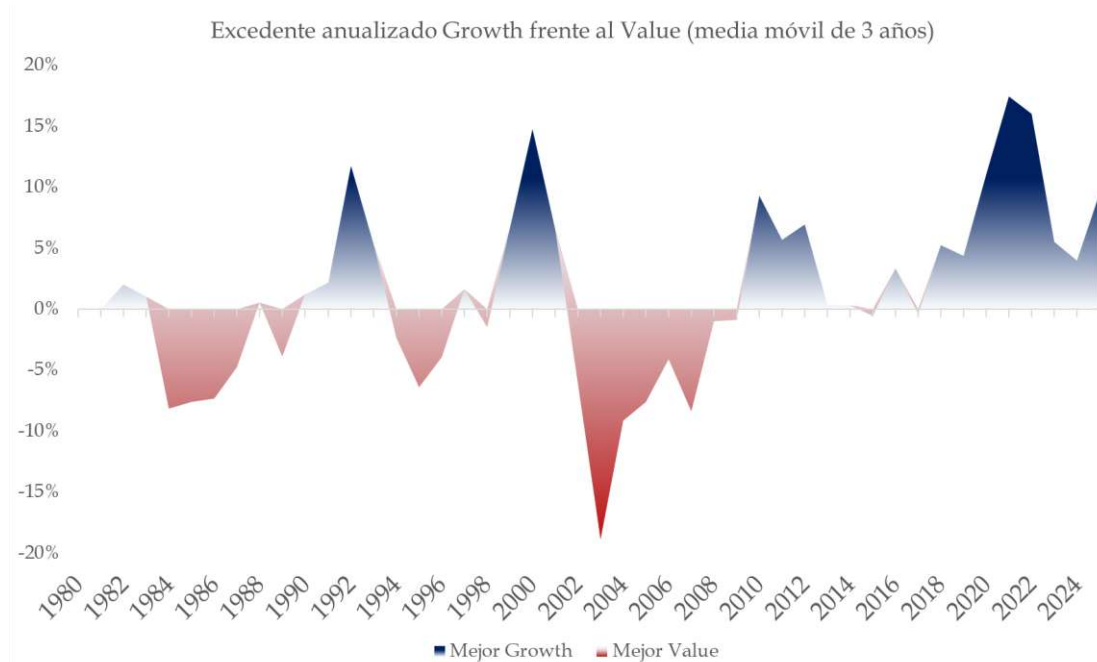
Fuente: Carlos Arenas Laorga

Además, los flujos de inversión muestran ciertas señales de rotación. En los últimos meses, algunos fondos *value* han captado capital de inversores que buscan refugio en activos menos expuestos a la volatilidad de los mercados tecnológicos. Entonces, ¿es hora de rotar?

No hay una respuesta universal, pero algunos argumentos invitan a considerar ajustes en cartera:

1. **El riesgo de enamoramiento del *growth*.** Como bien sabemos, los inversores tienden a enamorarse de fondos o activos que han dado buenos resultados. Pero la historia nos dice que lo que ha funcionado en los últimos 12 meses no siempre es lo mejor para los siguientes 12.
2. **Diversificación inteligente.** Una estrategia equilibrada entre *growth* y *value* puede ser la mejor opción, especialmente en un entorno de incertidumbre macroeconómica.
3. **Evaluación sectorial.** El *value* no es solo bancos y energéticas. Hay compañías de calidad con descuento que podrían ofrecer oportunidades interesantes.

4. **Ciclos.** Está claro que esto va por ciclos. No hay más que ver el gráfico siguiente. Quizá hayamos llegado al momento de volver al valor. No es seguro, pero podría ser un buen momento.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

La decisión entre *growth* y *value* no es una cuestión de blanco o negro, sino de matices. Con la posibilidad de más bajadas de tipos y un mercado que ya ha descontado parte de esta información, mantener un enfoque flexible y equilibrado parece lo más sensato. Como siempre, lo importante no es adivinar el próximo movimiento del mercado, sino estar preparados para cualquier escenario. Y si algo nos enseña la historia, es que las oportunidades aparecen cuando menos se esperan.

Para los inversores, la clave estará en seguir de cerca las políticas monetarias, los resultados empresariales y las tendencias del mercado. Rotar hacia el *value* podría ser una decisión acertada si las expectativas de crecimiento empiezan a enfriarse. Pero, como siempre, diversificar sigue siendo la mejor estrategia para capear cualquier tormenta financiera.

Así que, antes de dar un giro drástico a la cartera, conviene recordar que en la inversión, la paciencia y la estrategia a largo plazo suelen ganar la partida.

25. Dicen que el S&P está caro, ¿seguro?

Si alguna vez te has preguntado por qué el precio de una acción o de un índice bursátil como el S&P 500 sube o baja, la respuesta no es magia ni azar. Detrás de cada fluctuación hay una ecuación fundamental que todo inversor debería conocer.

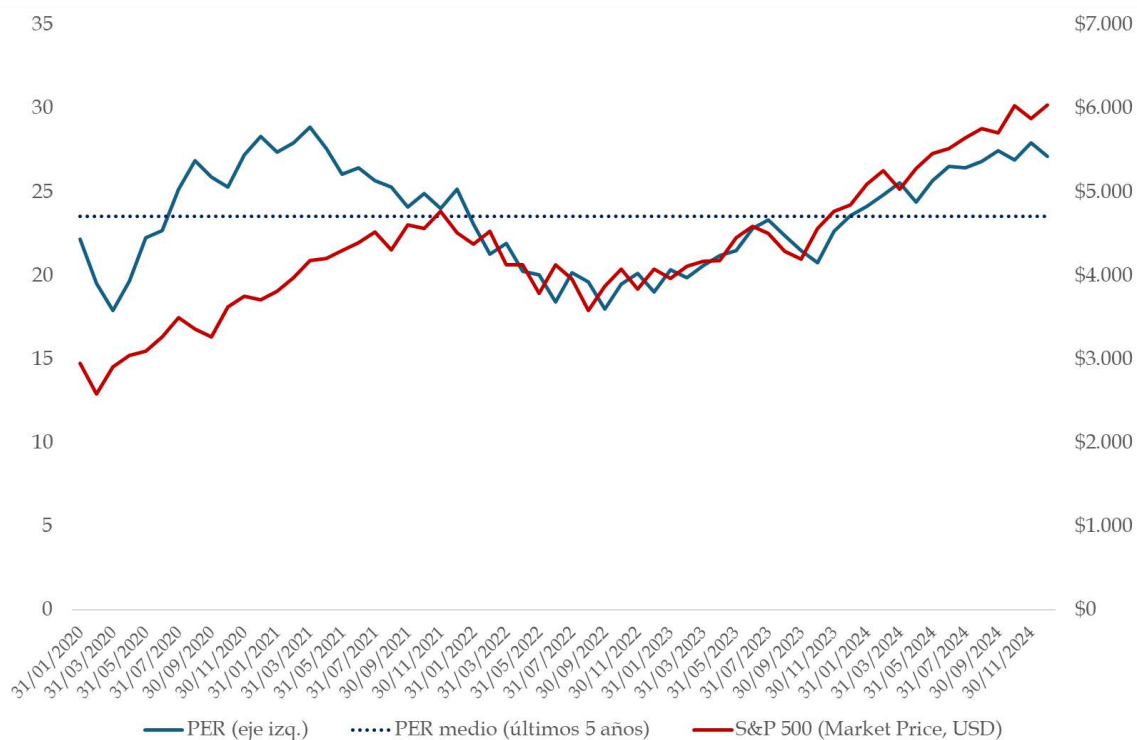
Sí, tan sencillo y poderoso a la vez. Pero ¿qué significa realmente esta fórmula y por qué es clave para entender los mercados financieros? Ya tuvimos la ocasión de verlo en un [artículo previo](#), pero ahora vamos a analizarlo desde otro enfoque.

El **Beneficio por Acción** es, en términos simples, cuánto gana una empresa por cada una de sus acciones en circulación. Es una medida directa de la rentabilidad de la compañía y un indicador clave para los inversores.

Imagina que una empresa tiene un beneficio neto de **10.000 millones de dólares** y cuenta con **2.000 millones de acciones en circulación**. Esto significa que, por cada acción que un inversor posee, la empresa ha generado **5 dólares de beneficio**. Cuanto más alto sea el BPA, mayor es la rentabilidad atribuida a cada acción. Pero el BPA por sí solo no nos dice si una acción está cara o barata. Para eso, necesitamos otra variable clave: el **PER**.

El **Precio sobre Beneficio** indica cuántas veces el mercado está dispuesto a pagar los beneficios anuales de una empresa. Si una empresa tiene un PER de 20, significa que sus acciones cotizan a un precio 20 veces superior a sus beneficios. El PER depende de las expectativas de crecimiento de una compañía. Por eso, cuando los BPA no suben, pero el S&P sí, se dice que es por expansión de múltiplos.

Si una empresa tiene un *BPA* de **5 dólares** y su PER es **20** significa que el precio de la acción será **100 dólares**. Ahora bien, ¿qué pasa si el BPA sube o baja? Aquí es donde entra en juego la dinámica del mercado.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

El gráfico nos muestra cómo han evolucionado el **PER**, el **S&P 500** y el **PER medio de los últimos cinco años**. Podemos observar que el índice ha seguido una tendencia alcista a largo plazo, aunque con fluctuaciones en el PER.

Durante la crisis de 2020, los beneficios empresariales cayeron drásticamente, pero el PER subió porque los inversores anticipaban una recuperación rápida. Como resultado, el S&P 500 no solo se recuperó rápidamente, sino que alcanzó nuevos máximos cuando los beneficios volvieron a crecer. En cambio, en 2022, con la subida de tipos de interés y la desaceleración económica, el PER cayó, lo que redujo el valor del S&P 500 a pesar de que los beneficios empresariales se mantenían relativamente sólidos. Actualmente parece que el PER sigue a los BPA, por lo que el precio de las acciones del S&P viene justificado por los beneficios de las compañías y no por una quimera de euforia desmesurada. Que está caro, sí. Pero no por una burbuja. Que puede haber correcciones, sí. Pero no estamos en el mundo de fantasía. Está sustentado en los beneficios reales de las empresas.

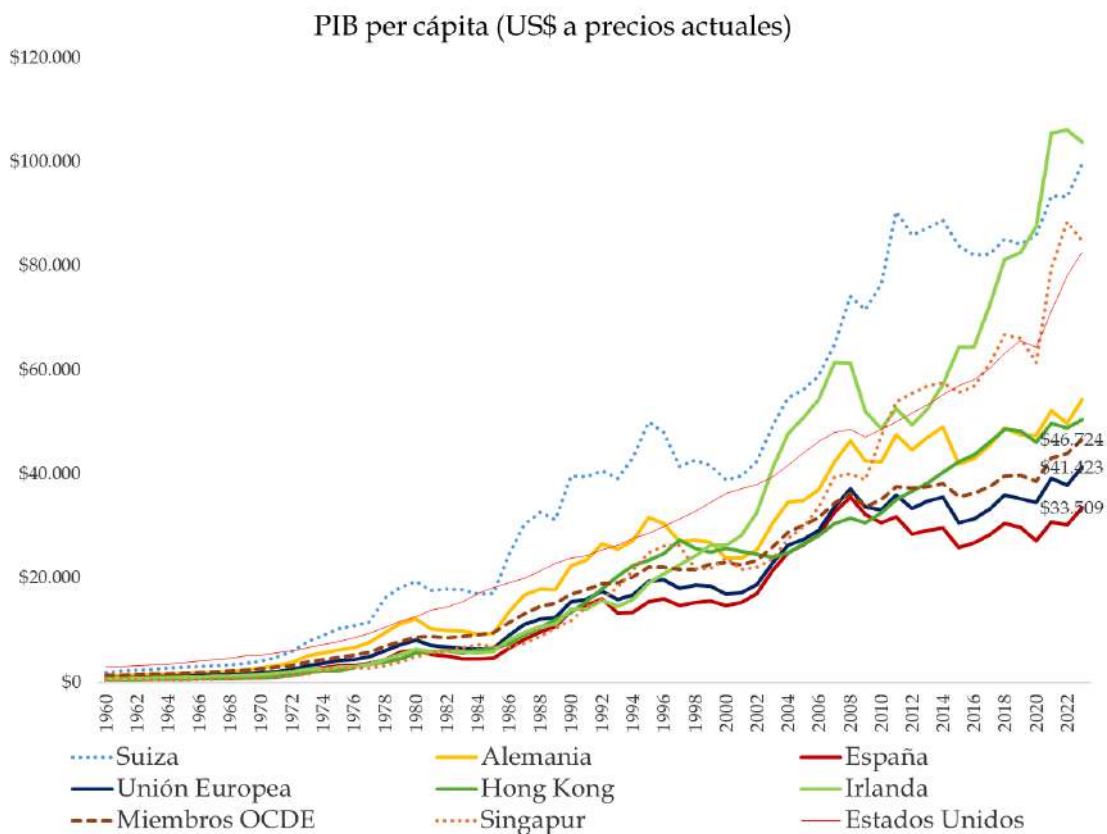
Si eres inversor, esta ecuación es tu brújula. No te limites a mirar si el precio de una acción sube o baja, pregúntate **por qué**. ¿Es porque la empresa está ganando más dinero (*BPA*) o porque los inversores están dispuestos a pagar más por sus beneficios (*PER*)?

El mercado puede ser volátil, pero las matemáticas detrás de él son claras. La próxima vez que escuches que el S&P 500 ha alcanzado un nuevo máximo, pregúntate: ¿es porque las empresas están ganando más o porque los inversores se han vuelto más optimistas? Ahí radica una de las claves de cualquier decisión de inversión.

26. La paradoja económica de España: récords de recaudación, deuda y pobreza

Si miramos los datos macroeconómicos de España, podríamos pensar que el país está viviendo un momento dorado por sus datos de PIB, desempleo, etc. Hasta el punto de que se habla del cohete español, en palabras del presidente del Gobierno. Es más, según The Economist España ha sido en 2024 "la mejor economía del mundo".

Ya analizamos en un [artículo](#) este titular que tiene mucha letra pequeña por debajo. Y la letra pequeña no nos deja en buen lugar, precisamente. Crecimiento del PIB, sí. Pero seguimos por detrás de nuestros comparables. Bajada del desempleo, sí. Pero seguimos siendo la peor economía de la Unión Europea y la OCDE. Y el empleo que crece es el público.

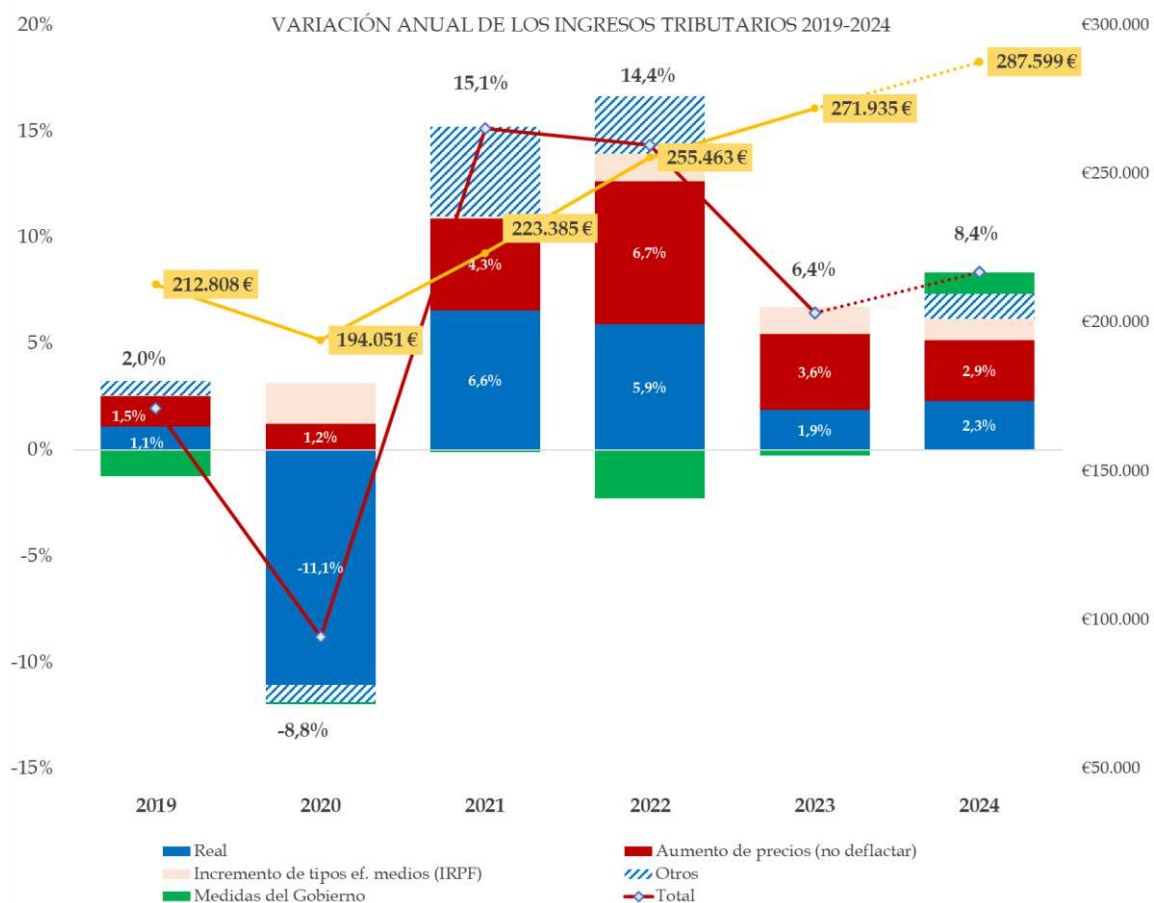


Fuente: Carlos Arenas Laorga

Estamos en récord de recaudación fiscal y deuda pública, pero las cifras de pobreza no terminan de mejorar. Algo no cuadra. Algunos motivos, aunque no todos, son:

1. **Inflación e IRPF:** aunque los salarios no crecen a la misma velocidad que los precios, los tramos del IRPF no se han deflactado, lo que significa que muchos contribuyentes pagan más a Hacienda sin haber ganado más en términos de poder adquisitivo.
2. **IVA y consumo:** los precios han subido y, con ellos, la recaudación del IVA. Aunque el consumo no ha crecido en términos reales, el Estado recauda más simplemente porque los bienes y servicios son más caros.
3. **Cotizaciones sociales:** el aumento de cotizaciones por la reforma laboral y el Mecanismo de Equidad Intergeneracional han incrementado los ingresos de la Seguridad Social, aunque a costa de encarecer el empleo.

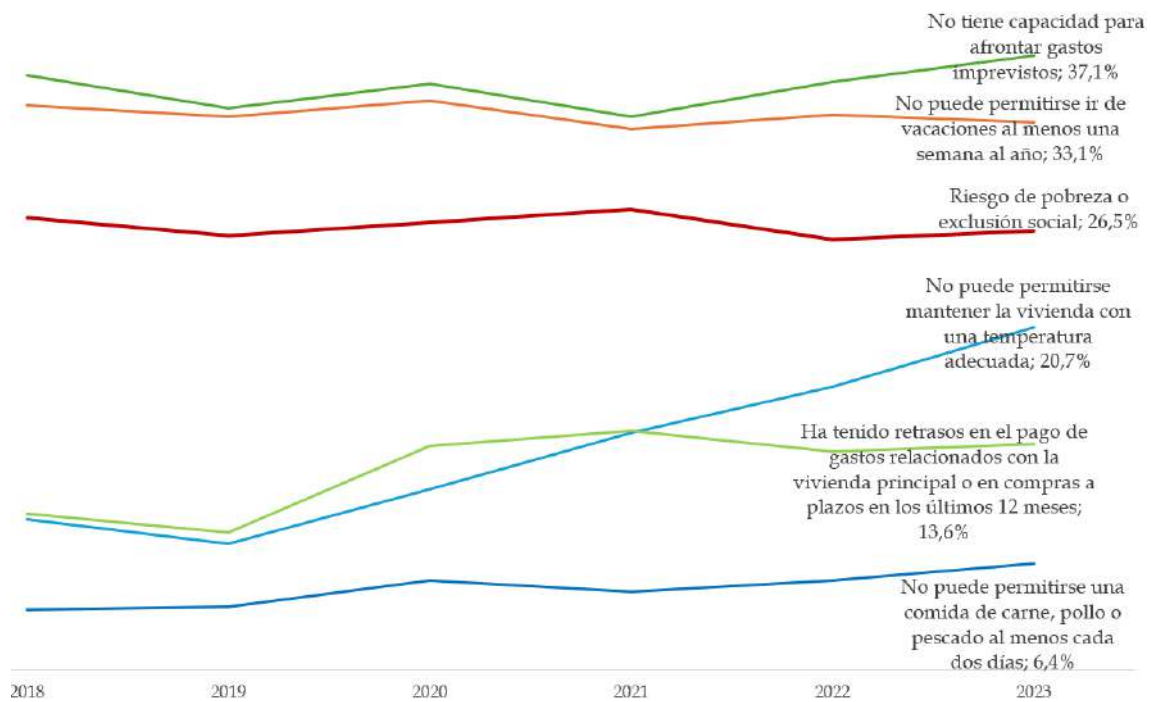
Es decir, se está recaudando más, pero en gran parte debido a la inflación y a una mayor carga fiscal sobre los ciudadanos y las empresas, no porque la economía esté generando mayor riqueza.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

Mientras el Estado recauda más que nunca, también gasta más que nunca. La deuda pública ya coquetea con los 1,7 billones de euros, con intereses que hay que pagar. Pero si estamos ingresando más, ¿por qué seguimos endeudándonos a este ritmo? ¿Dónde está el dinero?

Mientras tanto, los datos de pobreza siguen siendo preocupantes. Según las últimas cifras del INE, el 26,5% de la población está en riesgo de pobreza o exclusión social. Otros indicadores no mejoran o van peor. La inflación en alimentos y vivienda ha golpeado especialmente a los hogares con menores ingresos. El salario bruto modal no llega a los 15 mil euros, la vivienda es inasequible y la desigualdad sigue creciendo (lo cual no es necesariamente malo, salvo que es un objetivo del Gobierno y va como un cangrejo).



Fuente: Carlos Arenas Laorga, datos del INE

Estamos en un momento económico que desafía la lógica tradicional: se recauda más que nunca, y también se debe más que nunca. Y, mientras tanto, la población ve cómo su calidad de vida se deteriora. ¿Es sostenible esta situación?

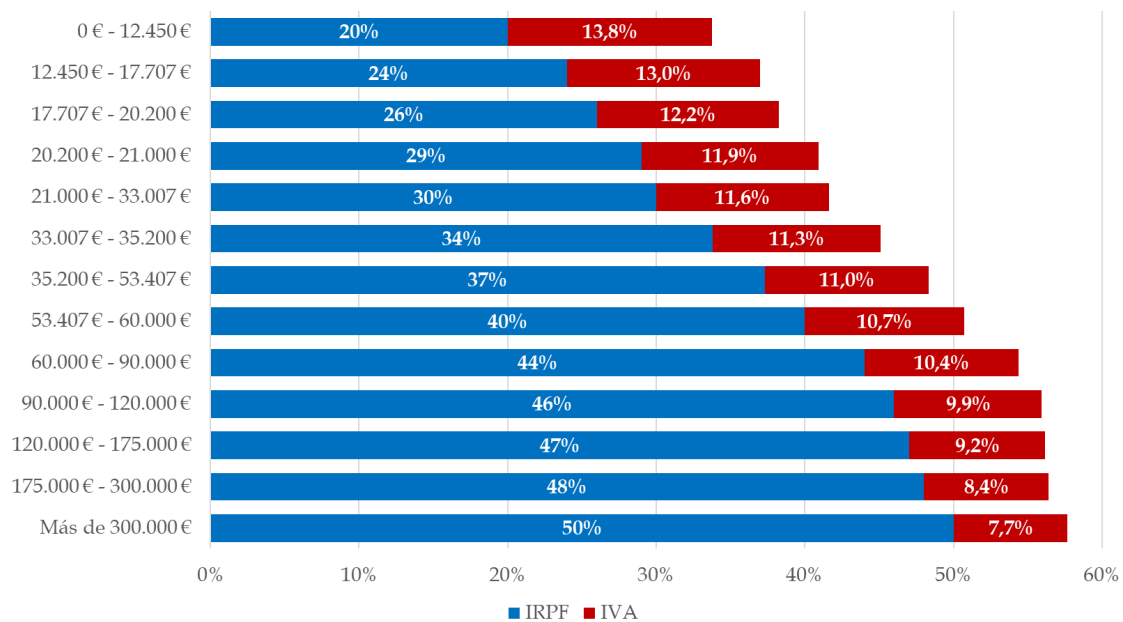
Quizá la pregunta no sea si España es la mejor economía del mundo en 2024, sino para quién lo es. Y ahí es donde las cifras empiezan a no cuadrar.

27. Por qué Amancio Ortega paga menos IVA que tú

El IVA es el camarero que nunca olvida cobrarte el café. Es un impuesto indirecto, lo que significa que lo pagamos todos por igual al consumir, sin importar nuestra renta. Pero aquí viene lo curioso: cuanto más dinero tienes, menor es la proporción de tus ingresos que se va en este impuesto.

El otro día me preguntaron cómo era esto posible, así que os lo explico. El IVA es un impuesto al consumo, lo que significa que se aplica sobre el precio de los productos y servicios que compramos. En España, el tipo general es del 21%, aunque hay tipos reducidos (10% y 4%) para ciertos bienes esenciales. Por cierto, el tipo medio es del 15,3%. Pero hay un detalle clave: las personas con menores ingresos destinan una parte mucho mayor de su dinero al consumo, mientras que las personas con mayores ingresos pueden ahorrar o invertir una parte más importante. Y como el IVA solo se aplica cuando consumes, los que ahorran terminan pagando proporcionalmente menos. De otro modo, el pobre y el rico se comerán cada uno un filete. Es verdad que el rico pagará un filete mucho más caro. Pero no se comerá 35 filetes. Por tanto, ambos pagarán el IVA del filete, con la diferencia de que ese filete le supone al pobre un 10% de sus ingresos y al rico un 0,1%.

Por verlo con un ejemplo. Verónica gana 1.500€ al mes y gasta casi todo en productos y servicios sujetos a IVA. Supongamos que su gasto medio mensual tiene un IVA del 10%. Entonces, pagaría 150€ en IVA, lo que equivale a un 10% de su renta. **María, en cambio, gana 10.000€ al mes**, pero solo gasta 5.000€ en consumo. Usando el mismo tipo medio de IVA (10%), pagaría 500€ de IVA. Pero, en su caso, esto representa solo un 5% de sus ingresos. El resultado es claro: aunque María paga más en términos absolutos, el esfuerzo relativo es menor que el de Verónica.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

Un menú del día de 15€ en un bar lleva un 10% de IVA, mientras que una cena en un restaurante de lujo, que cuesta 150€, también lleva un 10% de IVA. Aunque el gasto absoluto es mayor en el restaurante de lujo, la proporción de impuestos sigue siendo la misma. Es como el filete del principio.

Si no queremos un impuesto regresivo, se podrían hacer algunas cosas, como devolver el IVA a las personas con renta inferior a un determinado salario, reducir el IVA de productos esenciales, u otras alternativas.

El IVA parece un impuesto igual para todos, pero en la práctica afecta mucho más a quienes menos tienen. Los que ganan más pueden permitirse ahorrar o invertir, evitando pagar tanto por este impuesto. Al final pagan más, eso sí. Pero ahora se entiende mejor el gráfico.

28. La farsa de la subida del SMI, ¿cuánto vas a pagar?

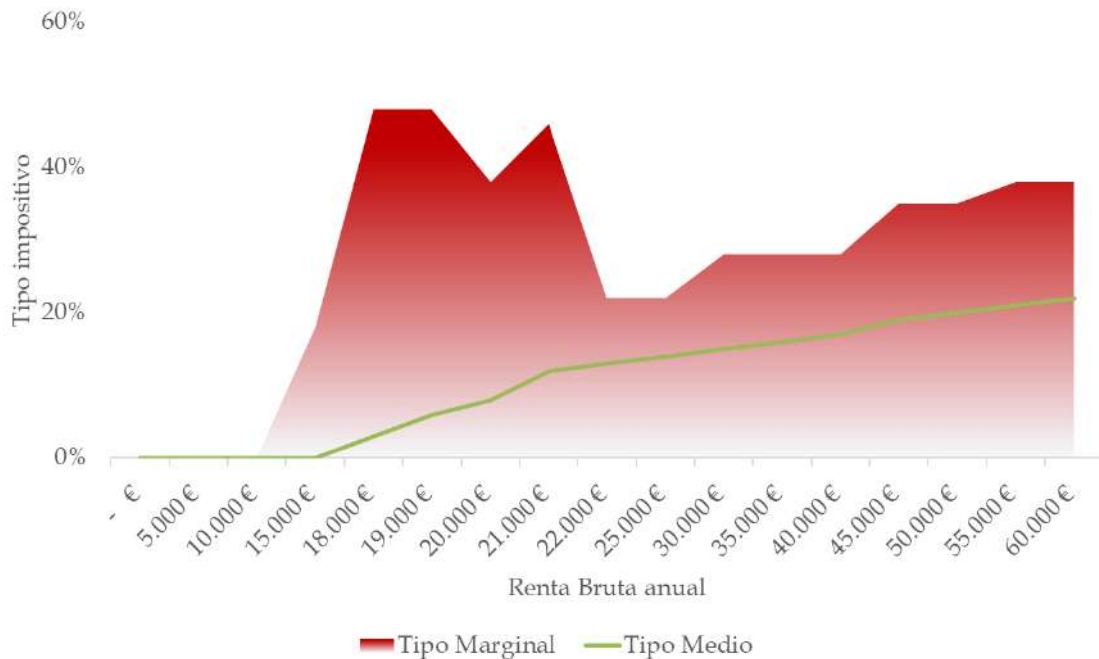
Esta semana hemos vivido un esperpento que me ha dejado helado. Un engaño en toda regla a los españoles menos pudientes. Me refiero a la subida del SMI en 50 euros mensuales (14 pagas), o lo que es lo mismo, **700 euros anuales**. Es decir, el SMI pasa de 15.876 a 16.576 euros (de 1.134 euros al mes a 1.184). Con las subidas del SMI de este Gobierno, esto no sorprende. Lo que sí ha sorprendido es que ahora el SMI ya no está exento de IRPF. La cantidad exenta se queda en el anterior SMI.

¿Cómo van a tributar entonces? Pues los primeros 15.876 euros estarán exentos, pero **los nuevos 700 euros no**. Sabiendo que el sueldo modal bruto (último dato del INE para 2022) es de 14.586,44 euros, Hacienda no puede pretender que estén sin pagar el IRPF. Si cada vez que el Gobierno sube el SMI se amplía el tramo exento, cada vez recaudará menos.

Pero ahora ya no solo van a pagar las cuotas de la seguridad social, sino el IRPF.

¿Mucho o poco? Pues lejos de lo que se podría imaginar, **mucho, muchísimo**.

Con el efecto “salto” o “efecto joroba” y, dependiendo de la comunidad en la que estés, el tipo marginal efectivo que vas a pagar va a rondar **entre el 40 y el 50%** (una persona soltera y sin hijos), según los datos de la propia Agencia Tributaria, para rentas de menos de 23.000 euros.



Fuente: Carlos Arenas Laorga, con datos de la Agencia Tributaria

Inciso para explicar qué es este efecto salto o joroba: es un salto brusco en el tipo impositivo marginal que sufren los trabajadores con ingresos medios bajos debido a la desaparición rápida de reducciones fiscales. Esto provoca que, en algunos casos, cada euro adicional ganado tribute a tipos cercanos al 50%. El IRPF en España tiene tramos progresivos, pero también reducciones que benefician a las rentas bajas. El problema es que estas reducciones desaparecen de forma brusca cuando una persona empieza a ganar más, generando un incremento muy elevado en los impuestos a pagar.

Miguel Almunia lo explica muy bien con un ejemplo sencillo del que me hago eco:

Conceptos	Cantidad (€)
Salario bruto (SMI) [+]	15.876,00 €
Cotizaciones a la S.S. trabajador (6,47%) [-]	- 1.027,18 €
Rendimiento neto previo	14.848,82 €
Gastos deducibles generales [-]	- 2.000,00 €
Rendimiento neto	12.848,82 €
Reducción por rendimientos del trabajo [-]	- 7.302,00 €
Rendimiento neto reducido	5.546,82 €
Mínimo Personal y Familiar (soltero sin hijos)	5.550,00 €

Base Liquidable (≥ 0)	0,00 €
--	---------------

Fuente: Miguel Almunia

*Como explica Miguel, esto implica que, cuando la renta (siendo precisos, el “rendimiento neto”) sube en 1 euro, la base sobre la que se aplica el impuesto se incrementa en 2,75 euros. Por lo tanto, si el tipo marginal nominal en ese tramo de renta es del 19%, el tipo marginal efectivo llega hasta el 48,9% ($=19\% * 2,75 * (1 - 6,47\%)$).*

Es decir, a las rentas de menos de 23.000 euros, **de los 700 euros que te han subido, 300 euros se te van a Hacienda** directamente. Súmale los casi **45 euros de cotizaciones sociales: 345 euros**. Eso es lo que te quitan de forma directa. Te quedan 355 euros.

Pero, oh, sorpresa. Te encuentras con que **la inflación en el 2024 ha sido del 2,8%**. Por lo que, para mantener tu poder adquisitivo, tendrían que haberte subido el sueldo en 444,53 euros.

Resumiendo, **has perdido 90 euros**.

Pero qué bien queda decir que se sube el SMI. Cuidado, no digo que no haya que subirlo, ni lo contrario. Solo recuerdo que lo que se ha hecho es más una propaganda que otra cosa. Los maquillajes resultan atractivos en la política. Pero no en los bolsillos de los ciudadanos.

29. Aranceles de Trump: ¿realmente impulsaron la inflación?

Desde que la anterior administración Trump se pusieron aranceles sobre importaciones chinas y de otros países y la narrativa predominante ha sido que **estas medidas encarecieron los productos** y, por ende, **impulsaron la inflación en Estados Unidos**. Sin embargo, **estudios recientes, incluido uno del *Federal Reserve Bank of Boston* y otro del *National Bureau of Economic Research (NBER)*, sugieren que la realidad es más compleja**. Y, lo más interesante, es que **algunos hallazgos parecen ir en contra de la intuición común**. Los modelos que utilizan no son sencillos, de esos que gustan a los académicos y quedan muy lejos del común de los mortales. Más que para bien, para mal, mi faceta de investigación me obliga a tratar de destripar estos modelos para ver qué hay detrás de ellos. La ventaja, es que se pueden explicar luego de forma sencilla.

Imaginemos que una empresa estadounidense importa bicicletas desde China. Si el gobierno impone un arancel del 25%, cabría esperar que el precio final de la bicicleta suba en la misma proporción. Pero aquí entra en juego un factor crucial: **los márgenes de ganancia de los minoristas y los importadores**. Los dos estudios muestran que, si bien los costes de importación aumentaron casi en su totalidad por los aranceles, **el traspaso de estos aumentos a los consumidores fue, en muchos casos, sorprendentemente bajo**. Es decir, los minoristas absorbieron parte del impacto reduciendo sus márgenes de ganancia en lugar de trasladarlo directamente a los precios.

Este comportamiento es especialmente visible en productos donde la competencia es feroz y los consumidores tienen alternativas. Por ejemplo, las **lavadoras experimentaron un fuerte aumento de precios tras la imposición de aranceles, pero en otros productos los aumentos fueron apenas perceptibles**.

Además, los estudios han mostrado que la **velocidad de transmisión del impacto de los aranceles varía dependiendo del sector**. En mercados con una estructura oligopólica, donde pocas empresas dominan la oferta, es más probable que los costes se trasladen a los consumidores. En cambio, **en sectores altamente**

competitivos, los vendedores pueden verse obligados a asumir parte del coste para no perder cuota de mercado.

Aunque existen casos como el del acero o el aluminio en donde se beneficia una muy reducida minoría americana a costa de miles de empleos de otras industrias relacionadas, la conclusión fácil no es tan correcta.

Otro hallazgo clave de estos dos estudios es que **los aranceles no solo afectan a los productos importados directamente, sino también a aquellos fabricados en EE.UU. que dependen de componentes extranjeros.** Tomemos como ejemplo la industria automotriz. Un camión ligero ensamblado en EE.UU. puede tener una gran cantidad de piezas importadas. Según el estudio del *Federal Reserve Bank of Boston*, los hogares estadounidenses gastaron aproximadamente 20.000 millones de dólares en importaciones indirectas dentro de la categoría de camiones ligeros, además de los 56.000 millones gastados en camiones ligeros importados.

Esto implica que **el impacto de los aranceles puede extenderse a productos que el consumidor percibe como "Made in USA".** Sin embargo, al igual que con los bienes importados, la transmisión de estos costes a los precios finales depende de cómo las empresas manejen sus márgenes de ganancia.

Otra consecuencia relevante es que muchas empresas han optado por **redirigir sus cadenas de suministro para evitar los aranceles.** En algunos casos, esto ha llevado a que ciertos productos sean importados desde otros países con menores restricciones comerciales, lo **que ha amortiguado parcialmente el impacto de los aranceles.**

Una de las sorpresas más grandes del estudio del *NBER* es **la respuesta de los exportadores estadounidenses a los aranceles de represalia impuestos por otros países.** Mientras que los exportadores chinos mantuvieron estables sus precios a pesar de los aranceles de EE.UU., los **exportadores estadounidenses redujeron significativamente los precios de los bienes afectados por represalias extranjeras.** Este fenómeno se dio principalmente **en bienes agrícolas y productos no diferenciados,** donde la competencia internacional es intensa y los compradores pueden sustituir fácilmente un proveedor por otro.

En términos generales, el estudio encontró que el traspaso de aranceles estadounidenses a los precios de importación fue casi del 95% después de un año, mientras que el traspaso de aranceles extranjeros a las importaciones extranjeras fue de solo el 25%. En otras palabras, EE.UU. terminó absorbiendo en gran medida el coste de sus propios aranceles.

La **percepción de que los aranceles causan inflación inmediata no siempre se refleja en la realidad**. Si bien algunos sectores vieron aumentos de precios más marcados, en general, el impacto ha sido moderado. En algunos casos, los minoristas y fabricantes optaron por diversificar sus fuentes de suministro, importando productos de países no sujetos a aranceles. Este fenómeno ayudó a reducir el impacto inflacionario, aunque también incentivó la reestructuración de cadenas de producción globales.

Desde el punto de vista de la política económica, **este tipo de medidas proteccionistas pueden tener efectos contraproducentes a largo plazo**. Si bien pueden parecer una estrategia para fortalecer la producción nacional, en muchos casos generan distorsiones que afectan tanto a empresas como a consumidores. **El desplazamiento de importaciones a otros países, la reducción de márgenes de beneficio en sectores clave y la disminución del poder adquisitivo de los consumidores** son algunos de los efectos secundarios que han sido identificados en estos estudios.

A medida que la administración actual evalúa la continuidad o modificación de estas políticas comerciales, es importante considerar varios factores:

1. **Reacciones de los socios comerciales:** la posibilidad de nuevas represalias comerciales o acuerdos bilaterales que puedan modificar el impacto de los aranceles.
2. **Comportamiento de las empresas:** cómo las empresas continúan adaptando sus cadenas de suministro y estrategias de fijación de precios para minimizar los efectos de los aranceles.

3. **Impacto en el consumidor:** la evolución del poder adquisitivo y el nivel de inflación en función de los cambios en los costes de importación y producción.

Aunque los aranceles **sí tuvieron un impacto en la inflación, no fue tan directo ni homogéneo como se podría suponer**. Más allá del debate político, estos estudios nos recuerdan que la economía es más compleja de lo que parece y que las reglas del mercado pueden **generar resultados contraintuitivos**. Además, las decisiones de política comercial deben ser evaluadas considerando sus efectos a largo plazo en la **competitividad y estabilidad económica del país**. Veremos qué sucede con Trump y sus aranceles. No se trata tampoco de blanquear a Trump, pero recordad que la **Unión Europea es la primera en tener aranceles desorbitados**.

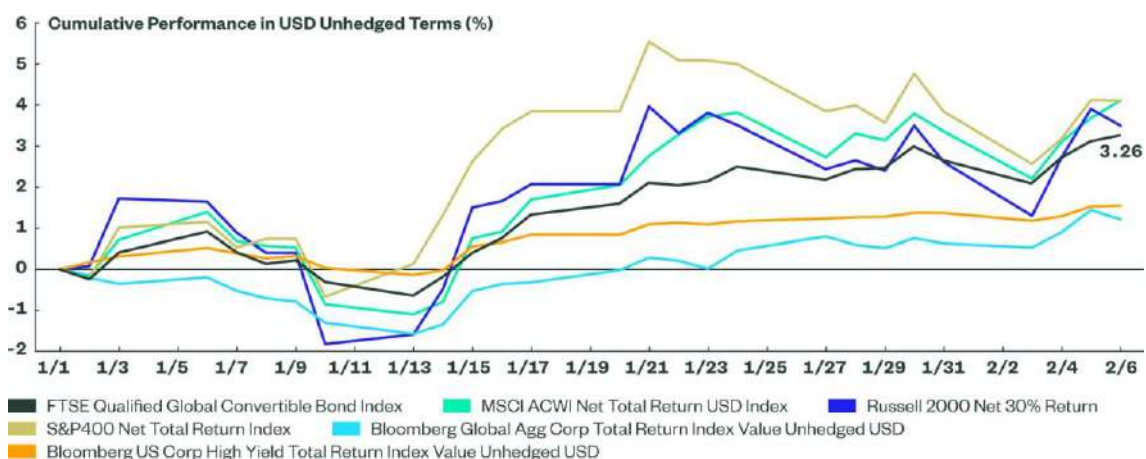
Si quieres aprender a batir la inflación y cómo invertir en Estados Unidos...

30. Bonos convertibles

En el mundo de la inversión, siempre buscamos el **equilibrio perfecto entre rentabilidad y riesgo**. Y si hay un instrumento financiero que personifica esta búsqueda, es el bono convertible. Con una **estructura a medio camino entre la renta fija y la renta variable**, estos bonos ofrecen una combinación interesante de seguridad y potencial de crecimiento. ¿Por qué son una buena idea de inversión?

Los bonos convertibles son **instrumentos de deuda emitidos por empresas que pueden convertirse en acciones de la misma compañía** en una fecha futura y bajo ciertas condiciones preestablecidas. Básicamente, funcionan como un bono tradicional (con un cupón fijo y fecha de vencimiento), pero con la opción de transformarse en acciones si al inversor le resulta conveniente. Esta doble naturaleza les confiere un perfil de riesgo y retorno único.

Para ilustrarlo con un ejemplo sencillo: imagina que compras un bono convertible de una empresa tecnológica emergente con un cupón del 3% anual y un precio de conversión de 50 euros por acción. Si la acción se mantiene por debajo de ese precio, sigues recibiendo tu cupón y recuperas tu inversión al vencimiento. Pero si la acción sube a 70 euros, puedes convertir tus bonos en acciones y beneficiarte de la revalorización.



Source: State Street Global Advisors, as of 6 February 2025. **Past performance is not a reliable indicator of future performance.** It is not possible to invest directly in an index. Index returns are unmanaged and do not reflect the deduction of any fees or expenses. Index returns reflect all items of income, gain and loss and the reinvestment of dividends and other income as applicable. Index performance is not meant to represent that of any particular fund. Effective 1 June 2020, the index name was changed from Thomson Reuters Qualified Global Convertible Index to Refinitiv Qualified Global Convertible Index. Effective 1 June 2025, the index name was changed to FTSE Qualified Global Convertible Index.

Estos bonos tienen algunas ventajas que los hacen únicos:

1. Protección ante caídas del mercado

En caso de que la acción no suba, **el bono sigue funcionando como un instrumento de renta fija**, proporcionando pagos de cupón regulares y la devolución del capital al vencimiento. Esto los hace especialmente atractivos en tiempos de incertidumbre o volatilidad, donde las acciones pueden sufrir correcciones importantes.

2. Participación en el crecimiento de la empresa

Si la compañía prospera y el precio de su acción sube, **el inversor puede convertir el bono en acciones** y beneficiarse de esa apreciación, lo que añade un componente de *upside* no presente en los bonos tradicionales.

3. Menor volatilidad respecto a la renta variable pura

Gracias a su componente de renta fija, los bonos convertibles **tienden a ser menos volátiles que las acciones de la misma compañía**. Es decir, ofrecen una participación en el crecimiento de la empresa, pero con menor riesgo.

4. Cobertura contra la inflación y cambios en los tipos de interés

En un entorno incierto sobre los tipos de interés, los bonos tradicionales pueden sufrir, ya que su precio se mueve de manera inversa a los tipos de interés. Sin embargo, **los bonos convertibles pueden amortiguar este efecto** si la acción subyacente tiene un buen desempeño.

Los bonos convertibles brillan especialmente en entornos de mercado donde hay incertidumbre económica, pero ciertas empresas tienen buenas perspectivas de crecimiento. Además, con las bajadas de tipos, los activos de renta fija tradicionales pierdan atractivo. Y con los bonos convertibles encontramos una estrategia de inversión equilibrada que combina estabilidad y oportunidad de crecimiento. Los bonos convertibles globales tuvieron un desempeño del 8% en 2024 y un 2,65% en lo que va de año (enero), frente al 0,57% de un índice de bonos Global Aggregate. También se beneficia del sesgo a valores de *Mid & SmallCaps*

que tanto recorrido vemos. Y el control de la volatilidad es otro de los temas que vemos claros para este 2025.

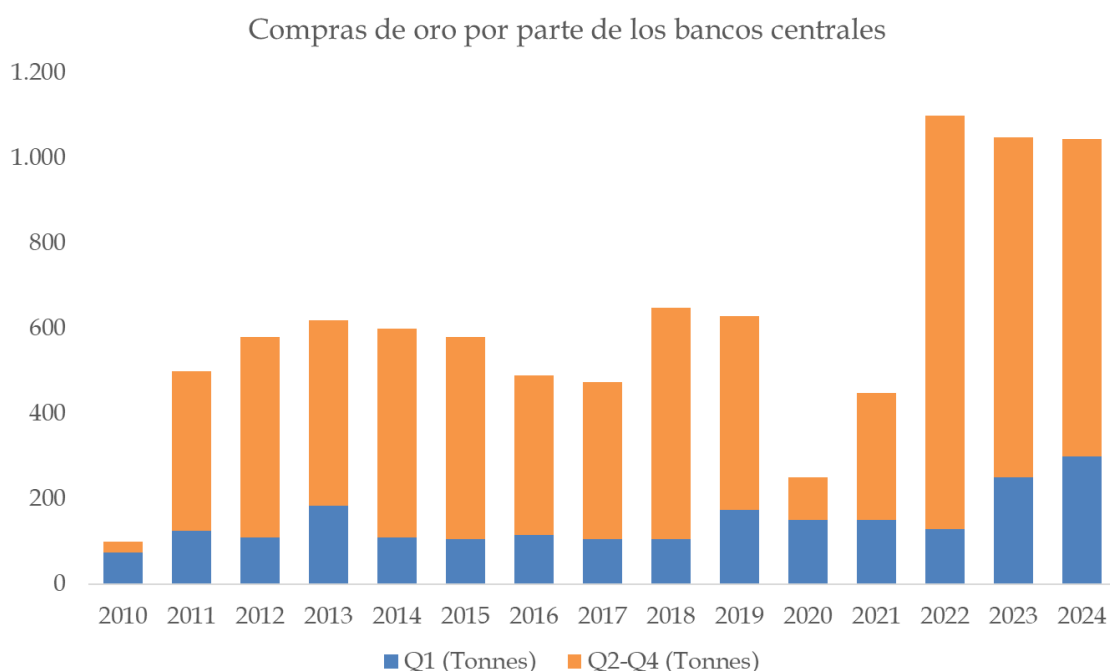
Un modo de hacer es a través de un solo clic con el **ETF de SPDR® FTSE Global Convertible Bond UCITS ETF, de State Street**. También tiene su clase cubierta a euros para minimizar el riesgo con un hedge.

31.El oro: refugio, especulación y tendencias futuras

Si el oro hablara, probablemente contaría una historia de fascinación humana que **se remonta a milenios**. Ha sido moneda, joya, reserva de valor e incluso una fuente de obsesiones. Pero ¿cuál es su papel hoy? ¿Es un refugio en tiempos de crisis, una inversión rentable o simplemente un activo más?

Hasta hace unas décadas, el precio del oro estaba **fuertemente ligado a los tipos de interés reales**. La relación era sencilla: **cuando los rendimientos reales caían, el oro brillaba; cuando subían, el oro perdía atractivo**. Sin embargo, esta relación se ha desdibujado en los últimos años. La **guerra** entre Rusia y Ucrania, las tensiones en Oriente Medio y los intentos de **desdolarización** han convertido al oro en un activo con dinámicas propias, desvinculadas parcialmente de los tipos de interés.

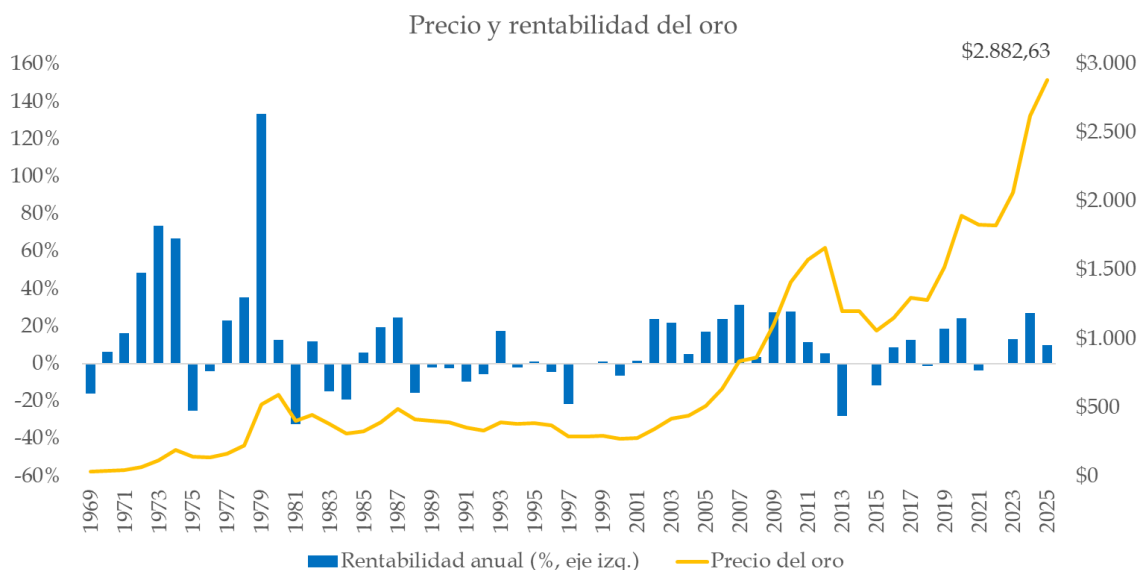
A esto se suma un actor clave: **los bancos centrales**. Desde 2022, han acelerado sus compras de oro, alcanzando niveles históricos. **China, India y Turquía** han sido protagonistas en este fenómeno, con el claro objetivo de reducir su **dependencia del dólar estadounidense** y consolidando su papel como uno de los motores principales del mercado.



Fuente: Carlos Arenas Laorga con datos de World Gold Council

Históricamente, el oro ha sido un **refugio en tiempos de incertidumbre**. Y en un mundo donde la incertidumbre es la nueva normalidad, su papel como **activo defensivo** cobra relevancia. El conflicto entre Rusia y Ucrania, o la inestabilidad en Medio Oriente son dos ejemplos. Los inversores buscan seguridad, y el metal dorado sigue siendo una de las opciones más sólidas en este sentido. Pero no es solo la incertidumbre política lo que impulsa su valor. En **China**, la crisis del sector inmobiliario ha hecho que los hogares vean en el oro una alternativa de inversión más segura que el ladrillo. En **India**, donde el oro es parte integral de la cultura financiera, la demanda sigue siendo grande, especialmente en momentos de crecimiento económico. En **Estados Unidos y Europa**, la narrativa es distinta. Mientras los inversores asiáticos acaparan el mercado, los inversores occidentales han optado por activos con rentabilidad. Sin embargo, con las bajadas de tipos, podría haber un regreso del interés por el oro en los mercados occidentales.

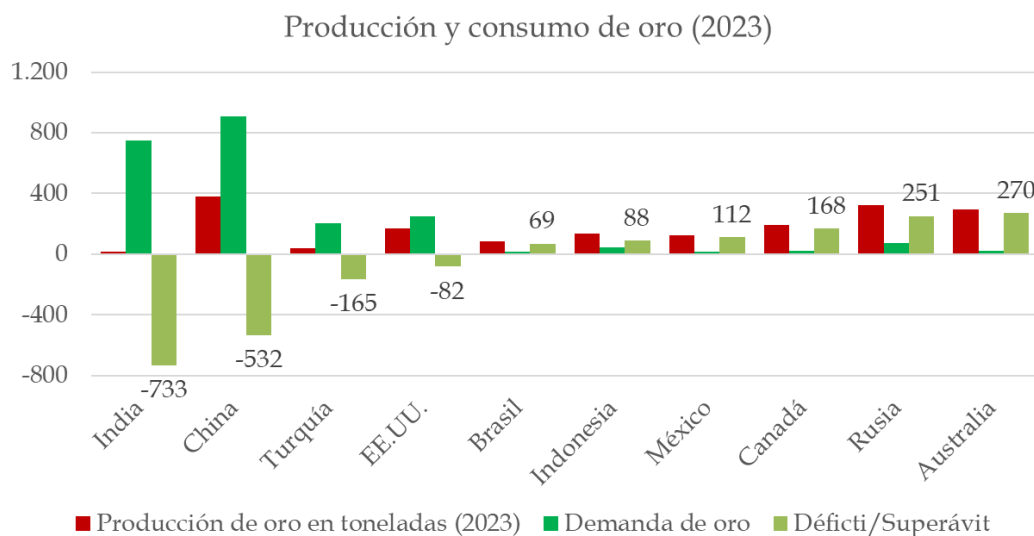
En 2025, el oro ya ha superado los 2.880 dólares por onza, y algunas estimaciones lo colocan en los 3.000 dólares en los próximos meses. Este repunte podría verse respaldado por la continuidad de las compras de los bancos centrales, un posible resurgimiento de la **inflación** y un escenario de **mayor endeudamiento en EE.UU.** Las políticas fiscales expansivas, sumadas a una incertidumbre global persistente, podrían consolidar la tendencia alcista.



Fuente: Carlos Arenas Laorga con datos de World Gold Council

Los **mercados de futuros** también juegan un papel clave. Los contratos de futuros sobre el oro han ganado peso en la última década, haciendo que el precio del metal precioso sea más volátil. En el pasado, el oro era una inversión pasiva, almacenada por bancos centrales y fondos soberanos. Hoy, es también un activo altamente negociado por toda clase de inversores. A través de muchos productos, como ETFs, se puede comprar oro, como [ya vimos recientemente](#).

Muchos analistas argumentan que el oro sigue siendo un componente clave en **cualquier cartera diversificada**. Su capacidad para actuar como refugio en tiempos de crisis lo convierte en una **cobertura contra riesgos macroeconómicos**. A lo largo de la historia, ha mostrado una **baja correlación con otros activos**, lo que le permite mitigar la volatilidad de las carteras de inversión.



Fuente: Carlos Arenas Laorga con datos de World Gold Council

El oro es un activo que no deja indiferente. Para algunos, es un refugio infalible; para otros, una materia prima con ciclos especulativos. Lo que es innegable es que sigue **desempeñando un papel clave en la economía global**. Y en un mundo donde la incertidumbre parece la única certeza, el oro tiene garantizado su lugar en las carteras de inversión. La demanda así lo dice.

La pregunta no es si el oro seguirá siendo relevante, sino cuánto brillará en los próximos años.

32. Análisis de la relación entre la inflación y la correlación entre renta variable y renta fija

La relación entre la renta variable (representada por el S&P 500) y la renta fija (bonos del Tesoro a 10 años) ha sido objeto de extensos estudios en el ámbito financiero. Dicha relación puede cambiar en función del nivel de inflación, afectando la estrategia de diversificación de los inversores. Este estudio analiza cómo la correlación entre estos dos activos varía en distintos entornos inflacionarios y si la inflación puede predecir dicha correlación. El periodo que hemos utilizado es desde 1928 hasta 2024.

Para evaluar la relación entre la inflación y la correlación entre renta fija y variable, he empleado un modelo de regresión lineal simple.

$$\text{Correlación} = \beta_0 + \beta_1 \text{Inflación} + \varepsilon_t$$

Variable	Descripción
Correlación	Coefficiente de correlación entre la rentabilidad del S&P 500 y el bono del Tesoro a 10 años en el año t. Se calcula con una ventana móvil de 10 años.
Inflación	Tasa de inflación anual en porcentaje (%), medida a partir del Índice de Precios al Consumo en el año t.
Constante (β_0)	Valor esperado de la correlación cuando la inflación es 0%.
Coefficiente de inflación (β_1)	Indica el cambio en la correlación entre renta variable y renta fija por cada 1 punto porcentual adicional en la inflación.
Error (ε_t)	Captura otros factores no incluidos en el modelo que afectan la correlación.

Sustituyendo los coeficientes:

$$\text{Correlación} = -0,1686 + 0,0368 * \text{Inflación} + \varepsilon_t$$

Variable	Coeficiente	p-value
Constante (β_0)	-0,1686	-
Inflación (β_1)	0,0368	0,016
R-cuadrado	0,067	-

La interpretación de los resultados de las variables del modelo indica que:

- **Coeficiente de Inflación (0,0368):** por cada punto porcentual de aumento en la inflación, la correlación entre renta variable y renta fija se incrementa en 0,0368. Esto significa que, a medida que la inflación sube, la relación entre ambos activos se vuelve menos negativa, llegando a ser positiva y muy positiva a medida que sigue aumentando.
- **Constante (-0,1686):** cuando la inflación es 0%, la correlación esperada es de -0,1686, lo que sugiere una ligera inversión de los movimientos de los dos activos.
- **R-cuadrado (0,067):** la inflación explica el 6,7% de la variabilidad en la correlación, lo que demuestra que existen otros factores que influyen.
- **Significancia estadística:** el p-value de 0,016 confirma que la relación entre la inflación y la correlación es estadísticamente significativa.

Este modelo simple tiene sus **ventajas**, como permitirnos evaluar de **manera cuantitativa la relación entre la inflación y la correlación de los activos financieros**. Además, utilizo datos de casi **100 años**, lo que garantiza cierta robustez en los resultados y el modelo es **sencillo de interpretar**. No obstante, el **bajo R² indica que existen otros factores** -política económica, crecimiento, etc.- que influyen en esta correlación. Además, el modelo **no captura efectos no lineales** (de hecho, en el gráfico veremos una tendencia cuadrática para paliar, en parte, esta deficiencia) y no tiene en cuenta otras variables que sabemos que afectan, como la volatilidad.

El análisis muestra que **la inflación tiene un impacto significativo estadísticamente en la relación entre renta variable y renta fija**. En entornos de **inflación baja**, los bonos y las acciones funcionan como **activos diversificadores**. Sin embargo, **a partir de un umbral de 3% de inflación**, la **correlación se vuelve positiva**, indicando que ambos activos pueden verse afectados de manera conjunta por el endurecimiento de la política monetaria.

A pesar de que la inflación es un factor relevante, el bajo poder explicativo del modelo nos dice que existen otros elementos también juegan un papel importante en la determinación de la correlación entre renta fija y variable. Vamos a verlo de forma sencilla por tramos de inflación.

- **Deflación extrema (<-5%):**

La correlación es **negativa**, indicando que, en escenarios de deflación extrema, los bonos y las acciones tienden a moverse en direcciones opuestas.

- **Deflación (-5% a -2%):**

La correlación sigue siendo **negativa**, aunque algo menos marcada. Se mantiene el patrón de que los bonos ofrecen refugio en un entorno de precios decrecientes, mientras que las acciones pueden verse afectadas por la incertidumbre.

- **Escasa deflación (-2% a 0%):**

La correlación es **ligeramente negativa**, lo que indica que los bonos y la renta variable todavía funcionan como activos descorrelacionadores.

- **Baja inflación (0% a 2%):**

La correlación se mantiene **ligeramente negativa**, lo que refuerza la idea de que en este entorno los activos de renta fija y variable mantienen una relación de complementariedad.

- **Inflación moderada alta (2% a 3%):**

La correlación empieza a acercarse a cero, indicando que los dos activos se están desvinculando progresivamente.

- **Inflación alta (3% a 4%):**

Aquí la correlación comienza a volverse **positiva**, sugiriendo que los bonos y la renta variable empiezan a moverse en la misma dirección.

- **Inflación muy alta (4% a 5%):**

La correlación es **claramente positiva**, lo que indica que los bonos y la renta variable pierden su efecto diversificador y pueden caer juntos.

- **Inflación fuerte (5% a 7%):**

La correlación sigue **positiva y fuerte**.

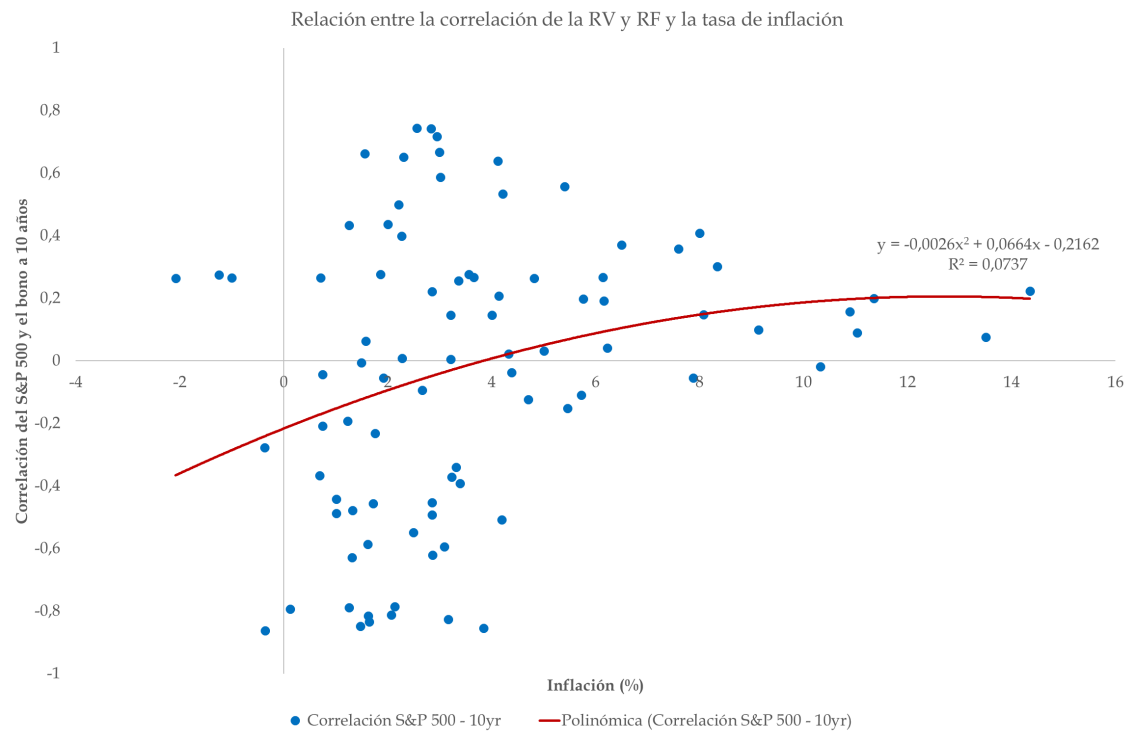
- **Inflación extrema (7% a 10%):**

La **correlación alcanza sus valores más altos**, reforzando la idea de que, en entornos de inflación elevada, ambos activos sufren por igual, como vimos recientemente en el año 2022.

- **Hiperinflación (>10%):**

La correlación se vuelve **negativa de nuevo**.

En los tramos de **inflación muy baja y alta** el **p-value es menor a 0,05**, indicando que la relación es estadísticamente relevante.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

Entonces, ¿la inflación predice la correlación?

Tal y como hemos visto en los coeficientes, por cada punto porcentual de aumento en la inflación, la correlación entre renta variable y renta fija se incrementa en 0,0368. Esto significa que, a medida que la inflación sube, la relación entre ambos activos se vuelve menos negativa. Pero el R^2 es bajo. Es decir, **la inflación es un predictor significativo de la correlación**, aunque no es el único factor, ya que otros elementos como la política monetaria, la volatilidad y las condiciones macroeconómicas también influyen. Además, **la correlación entre renta variable y renta fija cambia de manera no lineal según la inflación**.

Resumiendo, tal y como he descrito antes: **en entornos de inflación baja, los bonos y las acciones funcionan como activos diversificadores. Sin embargo, a partir de un umbral de 3% de inflación, la correlación se vuelve positiva.**

33. ¿Qué es la economía de suscripción y cómo se invierte en ella?

En la última década, la economía de suscripción ha transformado radicalmente la forma en que los consumidores acceden a productos y servicios. Empresas como *Netflix*, *Amazon Prime*, *Spotify* o *Costco* han perfeccionado este modelo, ofreciendo valor a sus clientes a cambio de pagos periódicos. Más allá de la comodidad para los usuarios, este sistema ha supuesto un cambio estratégico en la gestión empresarial, ya que proporciona a las compañías una visibilidad de ingresos excepcionalmente estable. Para los inversores, este modelo no solo representa una tendencia en crecimiento, sino una oportunidad de inversión a través de fondos especializados como el de Natixis *Thematics Subscription Economy Fund*, que permite captar el potencial de este sector.

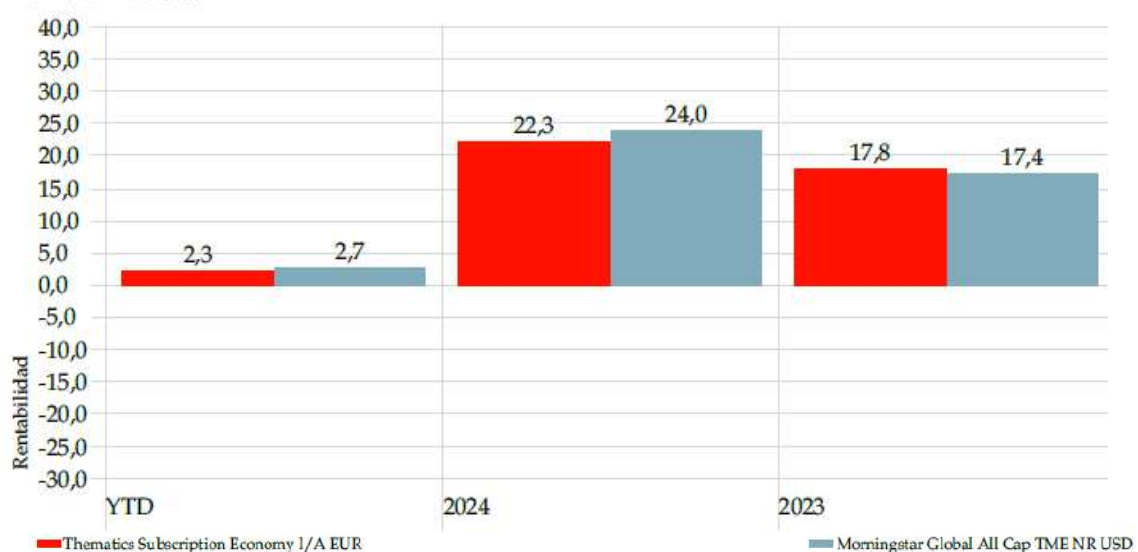
La economía de suscripción se basa en ofrecer productos o servicios a cambio de pagos recurrentes, generalmente mensuales o anuales. En lugar de realizar una compra única, los consumidores acceden a un servicio continuo con la posibilidad de renovarlo o cancelarlo en cualquier momento. Este modelo, que se popularizó en el sector del entretenimiento, ahora se ha expandido a una amplia variedad de industrias, como software, alimentación, movilidad, e incluso *retail*. Los beneficios de este modelo son claros tanto para empresas como para consumidores. Para las empresas, ingresos recurrentes y predecibles, o mayor fidelización del cliente. Para los consumidores, acceso flexible a servicios sin necesidad de desembolsos iniciales elevados y actualización constante de contenidos o productos.

Las empresas que operan bajo el modelo de suscripción han demostrado ser más resistentes en tiempos de incertidumbre económica. Durante la pandemia, muchas compañías de este sector crecieron de forma notable debido a la estabilidad de sus ingresos recurrentes y la demanda sostenida de sus servicios digitales. Este comportamiento ha captado la atención de los inversores, que buscan participar en esta tendencia a través de fondos temáticos como el *Thematics Subscription Economy Fund*.

Este fondo invierte en compañías a nivel global que se benefician de la creciente adopción del modelo de suscripción. Algunas de sus compañías del top 10 son *Costco*, *Adobe*, o *Microsoft*. El fondo invierte en compañías de diferentes industrias y regiones, aunque sobrepondera Estados Unidos y tecnología.

Eso sí, hay que saber qué momentos son mejores para este tipo de compañías. Por ejemplo, hemos mencionado la pandemia. Este fondo obtuvo un +36,8% en el año 2020, un dato espectacular. El 2024 y 2023 no han sido años malos, para nada, pero ya no son tan espectaculares.

Rentabilidades

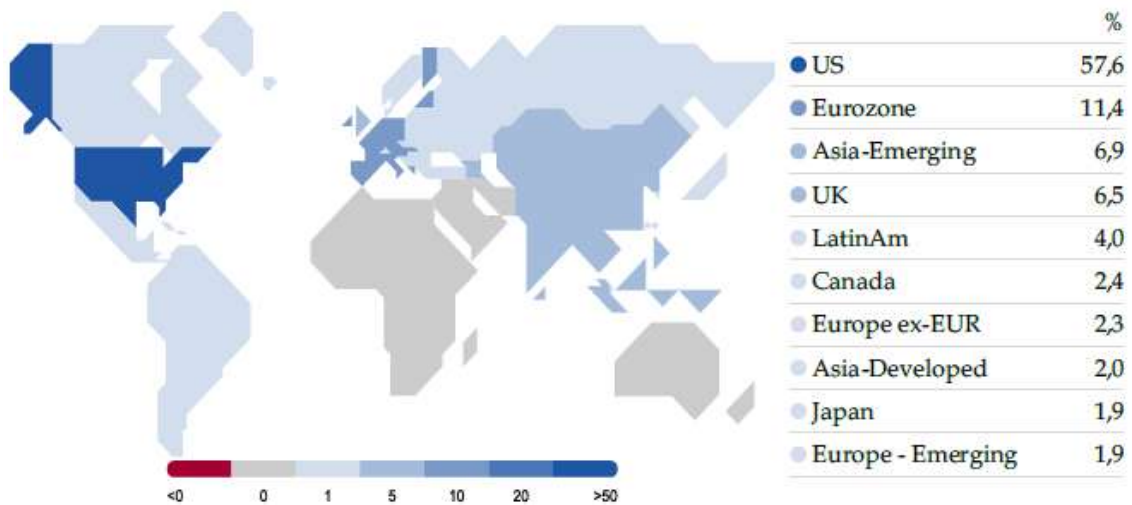


Fuente: Morningstar Direct

Otra de las ventajas de la economía de suscripción es la diversificación regional de los *renewues*. Aunque Microsoft sea una compañía americana, imagina dónde vende sus licencias...

De dónde vienen los revenues

Fecha de la posición en cartera: 31/01/2025



Fuente: Morningstar Direct

Para aquellos que buscan una inversión alineada con la digitalización y los cambios en el consumo, este tipo de fondo representa una alternativa dentro de una estrategia diversificada.

34. La “quita” de deuda a las comunidades autónomas

El reciente anuncio de la “quita” de deuda a las comunidades autónomas por parte del Gobierno de España ha generado debate sobre la equidad y la responsabilidad fiscal. A primera vista, la medida podría interpretarse como un intento de aliviar la carga financiera de las regiones, facilitando su sostenibilidad económica. Sin embargo, al analizarla, surge una cuestión incómoda: ¿por qué debería un extremeño pagar la deuda generada por un político catalán que ha gestionado de manera cuestionable?

Las comunidades autónomas han acumulado deuda a ritmos muy distintos. Mientras algunas regiones han mantenido una disciplina fiscal estricta, limitando el gasto público y optimizando sus recursos, otras han incurrido en un endeudamiento excesivo, financiando proyectos de dudosa rentabilidad o inflando estructuras administrativas. Ahora, la “quita” supone, en la práctica, un rescate a aquellas que no han sabido (o querido) gestionar bien sus cuentas.

La deuda no desaparece, pasa de las comunidades al estado, lo que supone que hay ciudadanos a los que beneficia y otros a los que perjudica. Además, se han tenido en cuenta dos incentivos perversos: se premia más a quienes más se han endeudado desde del COVID y a quienes más han incrementado los impuestos.

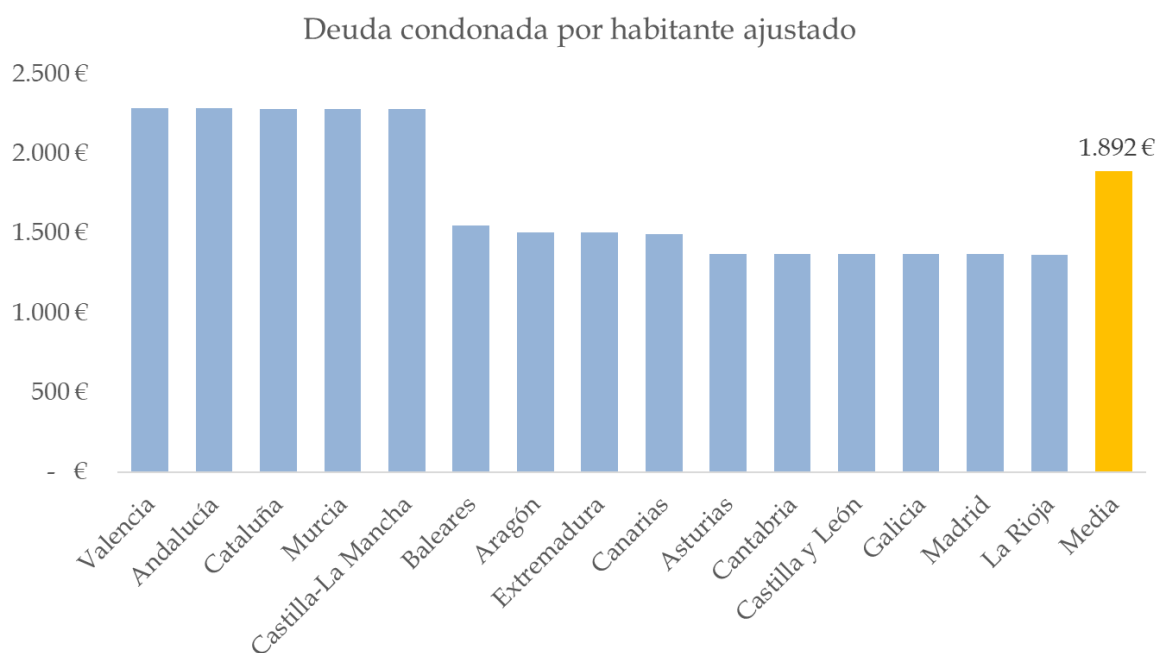
Tomemos el caso de Cataluña. Gran parte de su pasivo proviene de decisiones políticas discutibles: desde costosas televisiones autonómicas hasta embajadas en el extranjero o infraestructuras infrautilizadas. Mientras tanto, regiones como Madrid, Galicia o Castilla y León han aplicado políticas más austeras y eficientes. Con la “quita”, el mensaje que se está enviando es claro: si eres responsable y equilibras tus cuentas, acabarás pagando por aquellos que no lo hicieron.

Más allá de la injusticia, la “quita” de deuda también plantea un dilema moral y económico. En términos prácticos, el dinero para cubrir esas deudas no desaparece, sino que se redistribuye entre todos los contribuyentes. Esto significa que un aragonés estará sufragando, con sus impuestos, la mala gestión de otras autonomías. Se trata de una socialización de la deuda en toda regla, donde los

ciudadanos de regiones mejor administradas acaban pagando la factura de los errores ajenos.

En paralelo, la medida puede sentar un peligroso precedente. Si se condona deuda hoy, ¿qué impedirá que otras comunidades sigan el mismo camino de despilfarro esperando una futura “quita”? La falta de consecuencias fomenta un modelo de incentivos perverso donde la irresponsabilidad no solo queda impune, sino que se ve recompensada.

Si el objetivo es aliviar la carga financiera de las comunidades autónomas, existen mecanismos más justos que una condonación generalizada, como una refinanciación, incentivos a la buena gestión, o mayor control sobre el gasto. Pero el objetivo es claro: pagar los votos de determinados grupos parlamentarios.



Fuente: Carlos Arenas Laorga, datos del Ministerio de Hacienda.

En promedio, catalanes, valencianos, andaluces, murcianos y castellanomanchegos, van a recibir unos 400 euros. Por el contrario, el resto de los ciudadanos van a tener que pagar más. Asturianos, riojanos, cántabros, castellanoleoneses, gallegos y madrileños van a pagar unos 500 euros de más y, el resto de las autonomías, más de 300 euros por cabeza. Los cálculos son sencillos según los datos facilitados por la metodología de las fases que ha propuesto el

Gobierno. Ahora bien, al ser tan sencillo de calcular, queda muy a la vista quién gana quién pierde.

Más allá de la carga que supone para tantos españoles, resulta del todo inconcebible que se haya aplicado esta medida para no perder el apoyo de unos votos en el Congreso.

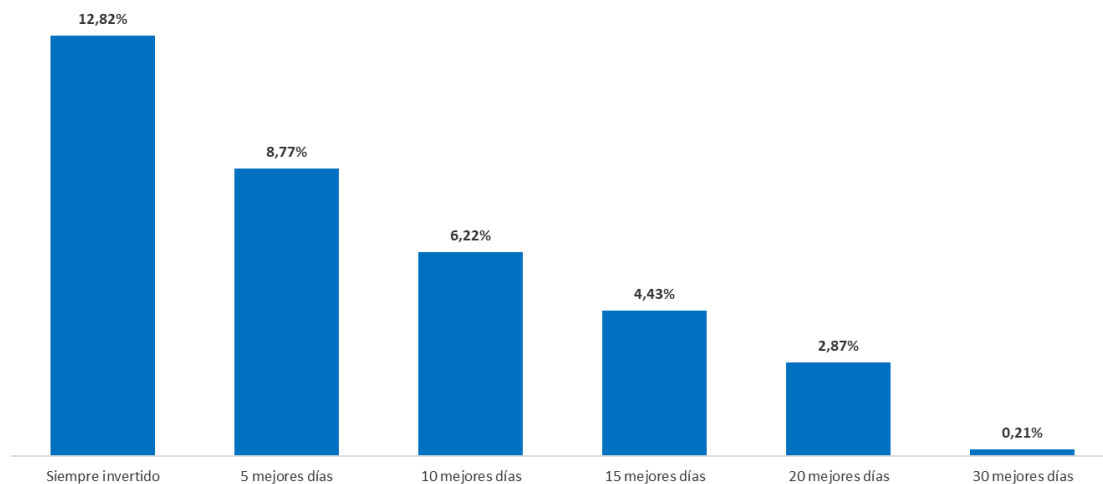
35. Volatilidad y el arte de invertir sin perder el sueño

Los mercados financieros tienen una dinámica propia, y uno de sus rasgos más característicos es la volatilidad. Para los inversores, la volatilidad es como una montaña rusa que produce adrenalina y oportunidades, pero también puede generar ansiedad y noches en vela. La clave está en entender que, si bien las oscilaciones son inevitables, la recompensa puede ser importante si se gestiona bien el riesgo. Pero ¿hasta qué punto la volatilidad afecta nuestro descanso? Y lo más importante, ¿cómo podemos equilibrar nuestras inversiones para dormir tranquilos sin sacrificar rentabilidad?

La volatilidad es el principal precio que los inversores pagan por la rentabilidad. Si no existiera la posibilidad de caídas, casi no existiría la oportunidad de subidas. Pensemos en el mercado de valores como el clima: hay días soleados y también tormentas, pero lo que realmente importa es la tendencia a largo plazo. En España hay mayoría de días soleados. En los mercados la mayor parte de las veces las rentabilidades son positivas.

Tomemos como ejemplo el S&P 500. Históricamente, este índice ha tenido correcciones frecuentes del 10% o más, pero en el largo plazo siempre ha seguido una trayectoria ascendente. El problema surge cuando los inversores intentan anticipar cada movimiento del mercado. El famoso *market timing* es, en muchos casos, una fórmula para la frustración. Según diversos estudios, perderse los mejores días de subidas en el mercado puede reducir drásticamente la rentabilidad a largo plazo. Si quitamos los 5 mejores días, los 10, 15, etc., veamos cómo merma nuestra rentabilidad.

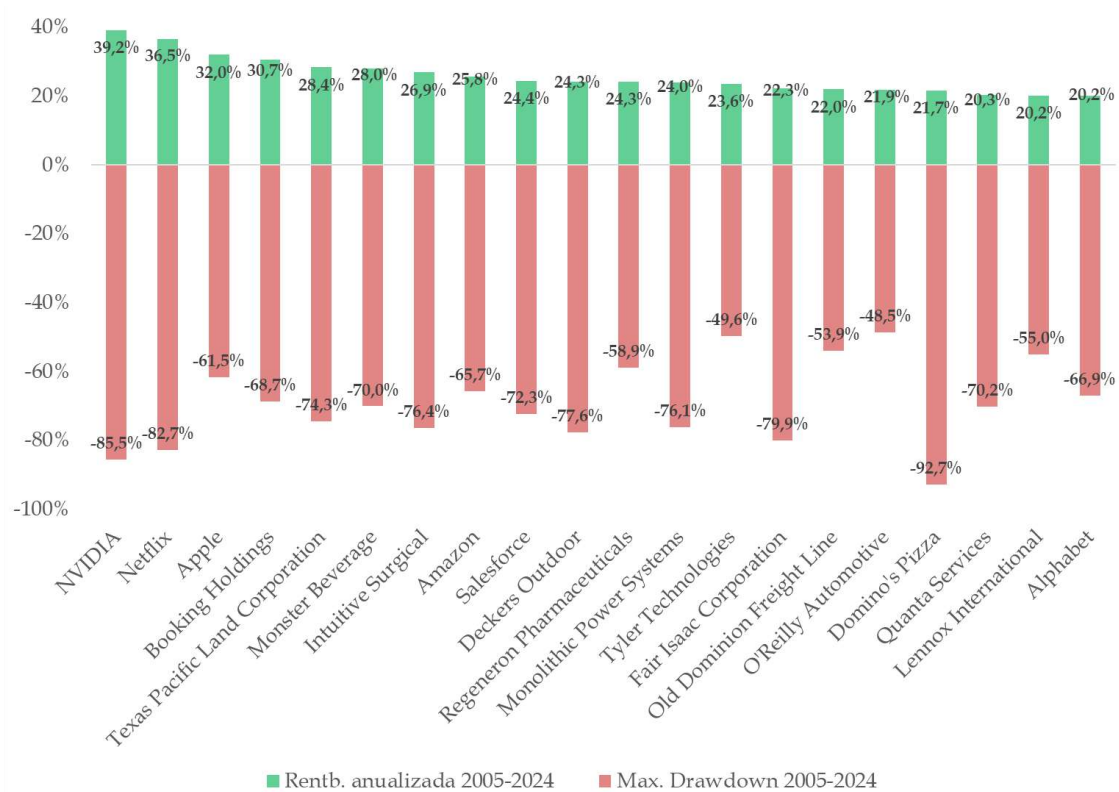
Rentabilidad anualizada S&P 500 TR (mayo 2014-mayo 2024)



Fuente: Carlos Arenas Laorga

Cada inversor tiene un umbral diferente de tolerancia al riesgo, y este está directamente relacionado con su capacidad para dormir tranquilo. Aquí entra en juego un concepto clave: la volatilidad percibida vs la volatilidad real. Mientras que los grandes fondos y gestores profesionales trabajan con datos y análisis rigurosos, el inversor individual suele tomar decisiones basadas en la emoción.

Los estudios sobre inversión conductual han demostrado que los inversores tienden a sufrir más por las pérdidas que a disfrutar de las ganancias (sesgo de aversión a la pérdida). Así, alguien con un horizonte de inversión de 20 años podría vender sus activos por pánico en una caída temporal, perdiendo la posibilidad de beneficiarse de la posterior recuperación. En este sentido, el umbral del sueño de cada inversor dependerá de su capacidad para soportar la volatilidad sin tomar decisiones impulsivas. Mira las compañías más rentables de los últimos 20 años en el S&P 500. Está fenomenal que tengamos unas rentabilidades anualizadas del 20-40%. Eso sí, con caídas intermedias muy elevadas. ¿Estás dispuesto a asumirlo?



Fuente: Carlos Arenas Laorga

Si la volatilidad es la causa del insomnio financiero, la diversificación es nuestro mejor remedio. No se trata solo de invertir en diferentes activos, sino de construir una cartera con exposiciones complementarias. Combinar renta variable con renta fija, activos defensivos con sectores de crecimiento, y geografías diversas puede reducir la volatilidad sin sacrificar rentabilidad. Por ejemplo, en la cartera de fondos de Estrategias de Inversión hemos incorporado un 5% de *Small Caps*, en sustitución de renta fija europea... y ¡la volatilidad total de la cartera se ha reducido!

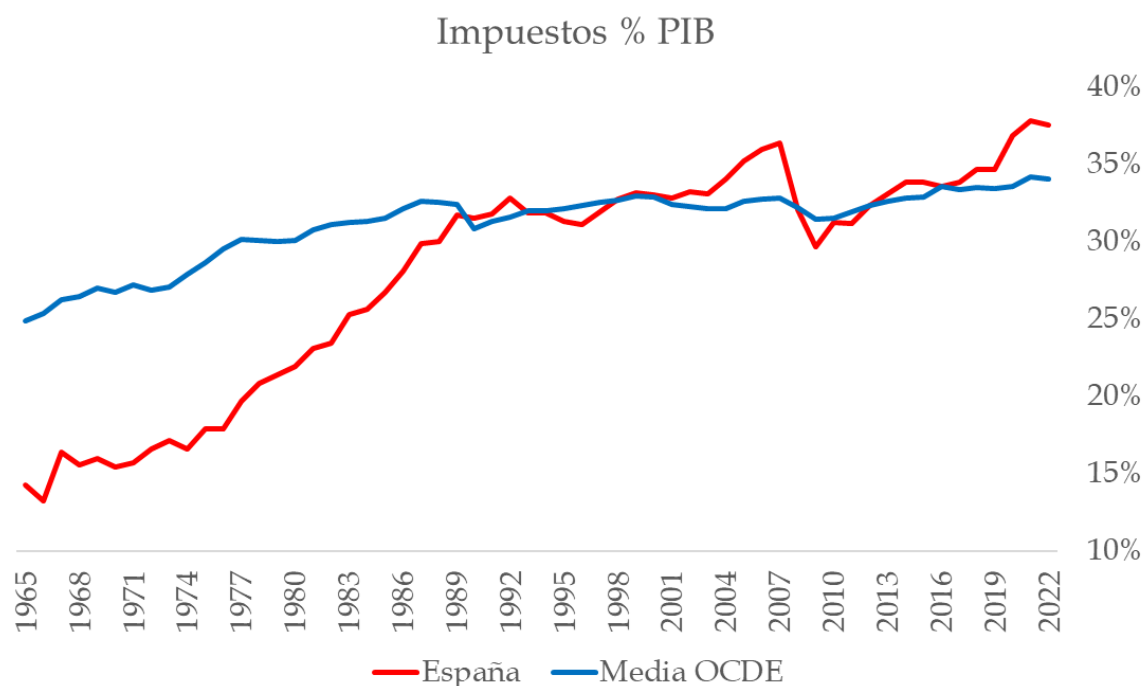
La volatilidad no es el enemigo; es una parte natural de la inversión. La clave está en conocer nuestro propio umbral de tolerancia al riesgo y estructurar nuestras inversiones en función de ello. Si una caída del 10% te hace replantearte toda tu estrategia y te roba el sueño, quizá tu cartera tenga más riesgo del que realmente puedes soportar. Pero si entiendes que estas oscilaciones son temporales y mantienes el foco en el largo plazo, dormirás mucho mejor sabiendo que estás en el camino correcto.

Así que la próxima vez que veas un titular apocalíptico sobre el mercado, respira, revisa tu estrategia y recuerda: el sueño del inversor no se mide en puntos del índice, sino en la confianza en su plan de inversión.

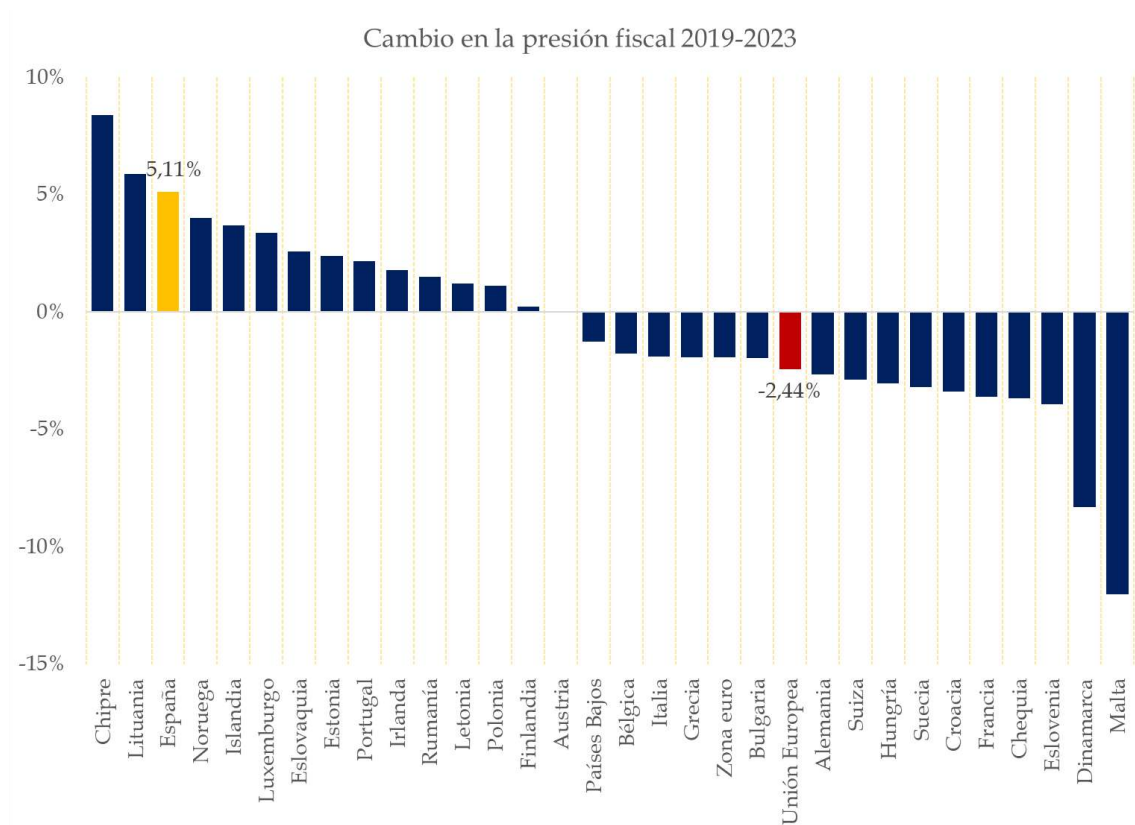
36.El esfuerzo fiscal en Europa y España

Pocas cosas unen más que el sufrimiento. Pero una cosa es la queja genérica, deporte nacional, y otra muy distinta es cuando los números respaldan la queja con contundencia. Es aquí donde entra en juego el concepto de esfuerzo fiscal, un término que suena a sacrificio y que, en el caso de España, bien podría calificarse de maratón en chancletas con mochila llena de piedras.

Para entender por qué el esfuerzo fiscal es tan relevante, primero hay que aclarar la **diferencia entre presión y esfuerzo fiscales**. La **presión fiscal** es simplemente el porcentaje de la riqueza de un país que el Estado recauda vía impuestos, es decir, **la recaudación tributaria en relación con el PIB**. España se sitúa en un **nivel intermedio en Europa**, con una presión fiscal del 38,3% del PIB. Aunque en los últimos años hemos acrecentado nuestra presión fiscal de forma muy alarmante.



Fuente: Carlos Arenas Laorga



Fuente: Carlos Arenas Laorga

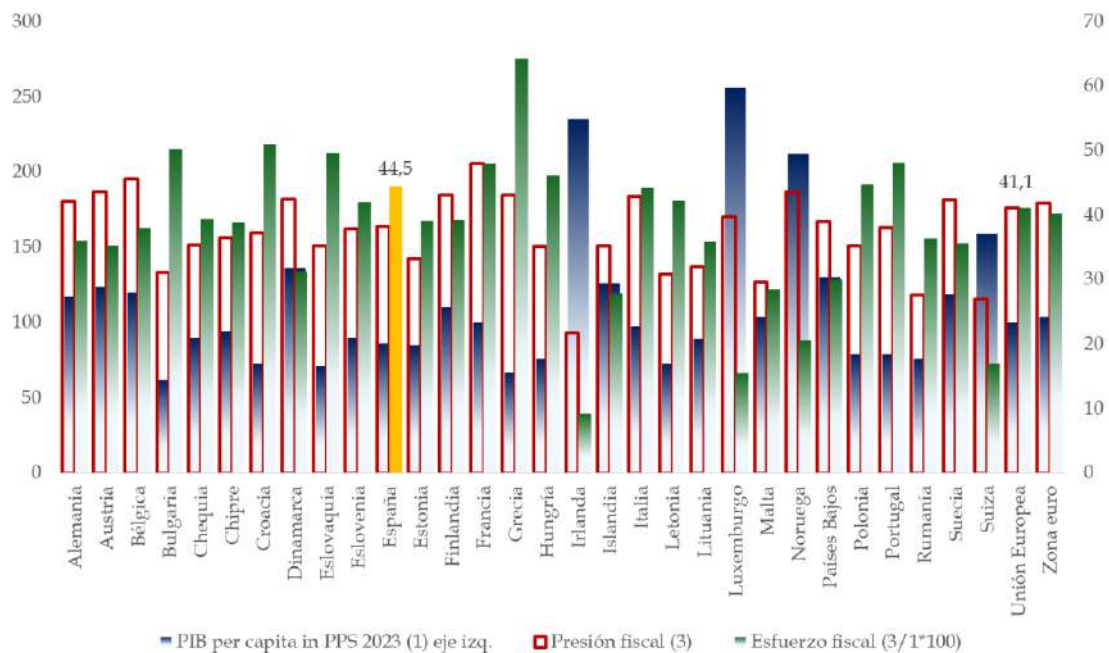
Pero aquí viene el truco. Si miramos solo la presión fiscal, podríamos pensar que los impuestos en España no son particularmente elevados. Sin embargo, este indicador no nos dice nada sobre la capacidad real de los ciudadanos para soportar esa carga. Ahí es donde entra en juego **el esfuerzo fiscal, que mide cuán doloroso es pagar esos impuestos en función de la renta per cápita**. Y es aquí donde España se lleva medalla (aunque en este caso nadie quiere subir al podio).

Por ponerle collar al perro, el **esfuerzo fiscal** se calcula dividiendo la **presión fiscal** (recaudación tributaria en relación con el PIB) **entre la renta per cápita** de un país.

$$\text{Esfuerzo fiscal} = \frac{\text{Presión fiscal (\%PIB)}}{\text{Renta per cápita}}$$

Imaginemos dos familias. Una vive en Luxemburgo y la otra en España. Ambas pagan un porcentaje muy similar de sus ingresos en impuestos, pero los luxemburgueses tienen salarios que les permiten mantener un alto nivel de vida después de pagar sus tributos, mientras que los españoles terminan ajustándose

el cinturón hasta límites más que incómodos, por decirlo de un modo fino. La razón es simple: en España los sueldos son notablemente más bajos que en muchos países de Europa, pero la fiscalidad no es tan distinta de la de los países ricos. Esta es también la principal razón por la que se recuda menos en España a pesar de tener impuestos similares.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

Para ponerlo en números, **el esfuerzo fiscal en España es uno de los más altos de la UE y de la OCDE**. Según los datos de Eurostat, un español necesita dedicar un porcentaje mucho mayor de su renta a pagar impuestos que un francés o un alemán. Mientras que en países con altos salarios pagar impuestos es una contribución más o menos razonable al sistema (muy discutible, pero razonable), en España es un castigo que **deja poco o ningún margen para ahorrar o invertir**.

El problema del elevado esfuerzo fiscal no es solo una cuestión de percepción o incomodidad. Tiene **consecuencias económicas reales**. Si los ciudadanos tienen que destinar una parte desproporcionada de su renta a pagar impuestos, su **capacidad de consumo y ahorro se reduce**. Esto, a su vez, **ralentiza el crecimiento económico y la inversión**. En un país donde los salarios no crecen

al mismo ritmo que la fiscalidad, el resultado es que cada vez cuesta más alcanzar un nivel de vida digno. No digamos si los gobernantes no deflactan los impuestos con la inflación tan grande que llevamos acumulada en los últimos años, otro impuesto añadido que no está regulado.

El caso de los **autónomos es especialmente sangrante**. Con cuotas fijas y una presión impositiva que no perdona, muchos pequeños emprendedores se encuentran en una situación donde trabajar más no se traduce necesariamente en ganar más, sino en pagar más impuestos. Es lo que podríamos llamar el síndrome del hámster fiscal: correr más para quedarse en el mismo sitio, pero más agotado.

La **solución** teórica al problema del esfuerzo fiscal tiene **dos caminos evidentes**: aumentar los ingresos de los ciudadanos o reducir la carga impositiva. Lo primero es fácil de decir, pero difícil de hacer, especialmente en una economía con problemas estructurales de productividad. Por eso no sirve de nada (o de muy poco) subir el salario mínimo por ley. Lo segundo choca con la necesidad del Estado de financiar-se (no es una errata).

Algunos países han encontrado un punto intermedio en la eficiencia del gasto público. **No se trata solo de cuánto recauda el Estado, sino de cómo lo gasta**. Si los ciudadanos perciben que los impuestos se traducen en servicios de calidad, la **percepción** del esfuerzo fiscal cambia. En España, sin embargo, la sensación de que se paga mucho y se recibe poco está demasiado extendida. Y cuando el río suena, agua lleva.

Por desgracia, el esfuerzo fiscal es un indicador que rara vez aparece en los debates políticos o en los medios de comunicación, pero tiene un impacto directo en la vida de los ciudadanos. Es más, es el dato impositivo que realmente nos debe importar. En España, la combinación de impuestos elevados con sueldos bajos hace que pagar al Estado sea un ejercicio particularmente doloroso. No olvidemos que **el salario que más se repite en España** (últimos datos del INE para 2022) es de 14.586,44 euros, una miseria que está incluso por debajo del SMI actual.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

Mientras no se corrijan estos desequilibrios, los ciudadanos seguirán sintiendo que la **factura fiscal es, más que una contribución justa, una losa que limita su bienestar y su capacidad de prosperar.**

37. Europa en los mercados: dos meses de subidas, liderazgo financiero y un tropiezo tecnológico

El mercado europeo ha tenido un **comienzo de 2025 que muchos inversores calificarían como prometedor**. Para los inversores en esta región dan ganas de cerrar el año y echarse a dormir hasta diciembre. Y, es que, a lo largo de los dos últimos meses, los principales índices europeos han experimentado **subidas muy importantes, lideradas por el sector financiero y las estrategias de inversión basadas en *value* y *momentum***. Sin embargo, no todo ha sido viento de cola: el **sector tecnológico ha sido el gran perdedor**, afectado por las dudas en torno a la industria de semiconductores y las nuevas restricciones estadounidenses.

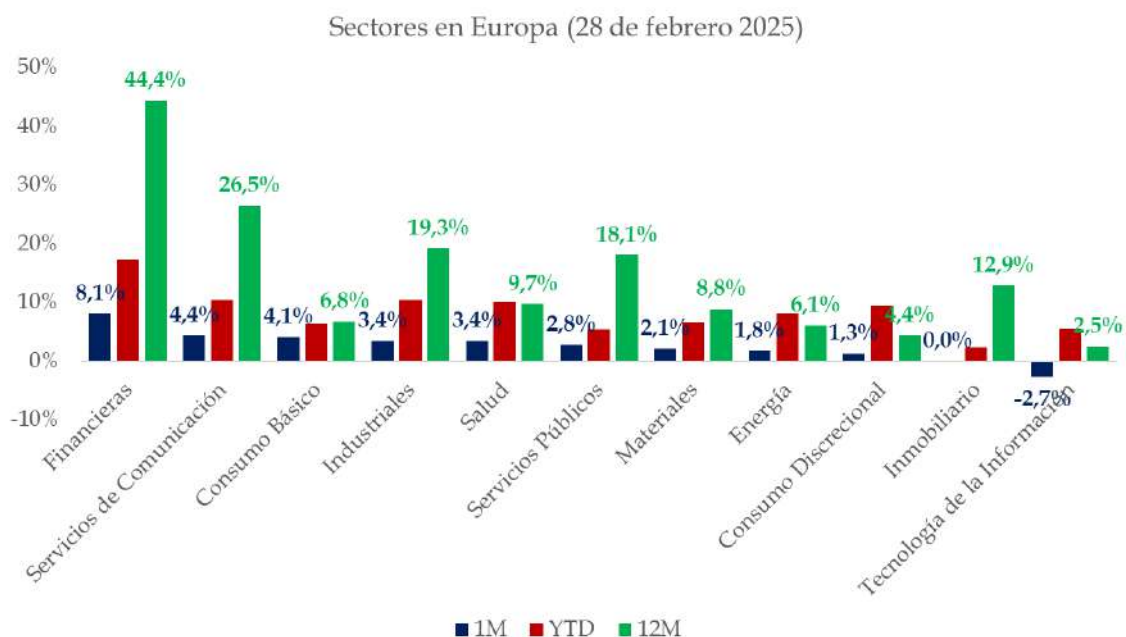
Como decía, los mercados europeos han arrancado 2025 con una dinámica positiva. **El S&P Europe 350 ha subido un 3,61% en febrero, acumulando una rentabilidad del 10,30%** en lo que va de año. Si ampliamos el horizonte a los últimos 12 meses, la revalorización alcanza el 16,59%, lo que confirma que Europa sigue siendo una región atractiva para los inversores.

Dentro del S&P Europe 350, los sectores que han impulsado este rendimiento han sido los **financieros** (+8,12% en febrero, +17,32% en lo que va de año), **comunicación** (+4,43% en febrero, +10,38% YTD) y **bienes de consumo básico** (+4,05% en febrero, +6,36% YTD). En cambio, el sector tecnológico ha sido el único con un desempeño negativo en febrero, cayendo un 2,73% y acumulando un “modesto” 5,57% en lo que va de año.

El **sector financiero ha sido el gran protagonista** del mercado europeo en estos últimos dos meses. Con un rendimiento del +8,12% en febrero y un impresionante +17,32% YTD, la banca y las aseguradoras han aprovechado un entorno de tipos de interés aún elevados, lo que ha impulsado su margen de beneficio. Además, la expectativa de bajadas de tipos en la segunda mitad del año ha generado un optimismo en los mercados, beneficiando a las grandes instituciones financieras por dos vías: el aumento del crédito y la revalorización de sus activos a largo plazo (ganancias latentes).

El sector de **comunicación** ha tenido un desempeño también bastante bueno, con un 4,43% en febrero y un 10,38% en el año. Empresas de telecomunicaciones y medios han sido favorecidas por la estabilidad en sus modelos de ingresos recurrentes y una mayor demanda de servicios digitales. Por otro lado, los **bienes de consumo básico** han subido un 4,05% en febrero y un 6,36% YTD. Este sector ha sido un refugio para los inversores debido a su carácter defensivo. Empresas de alimentación y productos esenciales han mantenido márgenes sólidos pese a la inflación.

El **sector de la salud**, con una subida del 3,40% en febrero y un 9,97% en el año, ha encontrado soporte en la innovación farmacéutica y la creciente demanda de servicios médicos. La estabilidad del sector y su capacidad de generar ingresos previsibles han atraído a inversores que buscan seguridad. Además, tras sus malos rendimientos anteriores, parece que el sector está cobrando nuevos impulsos.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

Mientras la mayoría de los sectores celebraban las subidas, el **tecnológico sufría su peor mes en un tiempo**. Con una caída del 2,73% en febrero, el sector ha estado afectado por la debilidad en el segmento de semiconductores y el temor a nuevas

restricciones comerciales impuestas por EE.UU. Empresas con gran exposición a chips y hardware han visto recortes en sus valoraciones, lo que ha penalizado al sector en su conjunto.

Los **mercados de renta fija** han tenido un comportamiento **moderado**. La mayoría de los índices de deuda soberana de la Eurozona han avanzado menos de un 1%. No obstante, el mercado sigue expectante ante los posibles recortes de tipos por parte del Banco Central Europeo en los próximos meses, lo que podría dar un impulso adicional a los bonos corporativos y gubernamentales.

El **rendimiento de los bonos** corporativos con grado de inversión ha aumentado un 0,60% en febrero y un 1,03% YTD, mientras que los bonos de alto rendimiento han subido un 0,97% en el mes y un 1,58% en el año.

38. La deuda que no está en nuestra cabeza

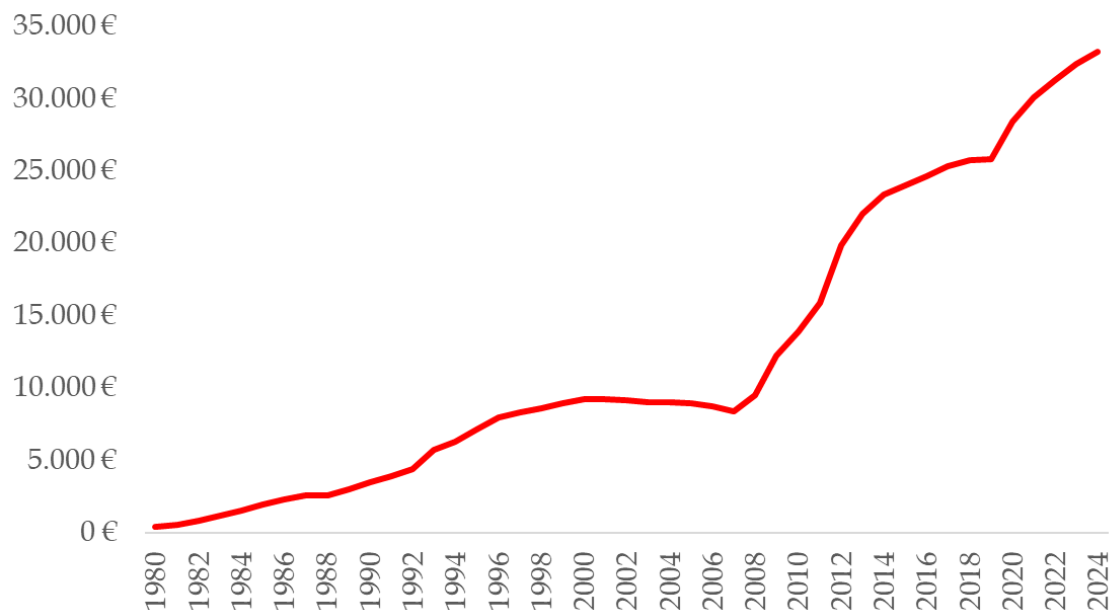
Este pasado fin de semana he sido testigo de un suceso que no suele ocurrir todos los días: una cámara oculta. Al parecer, se ha hecho viral en redes y se ve que otros lo están copiando.

El caso es que estaba en un bar y empecé a ver indignación en ciertas personas cuando daban la cuenta. El alboroto fue siendo cada vez mayor. Resulta que, además de la consumición, típica cerveza y un pincho, cobraban a la gente 20 euros más por los que se iban sin pagar. El camarero explicaba que tenían que pagar por los que hacían “sin-pa”. Algunos clientes subieron el tono diciendo que eso era injusto y que ellos no iban a pagar por la cara dura de otros.

Finalmente, se decía que era una cámara oculta y que si les molestaba pagar 20 euros por la “cara dura” de otros, por qué no se molestaban tanto cuando ahora tienen que pagar 500 euros de más por la jugada que ha hecho el Gobierno con el traspaso de la deuda de ciertas comunidades a los ciudadanos de otras.

Además de la gracia de ver una cámara oculta en directo, me dejó pensando en cómo cuando sacamos el dinero de nuestro bolsillo, la indignación surge rápidamente. Pero en el caso de la deuda, que es 25 veces más que la cuenta del bar, no parecemos tan indignados. Como no sacamos el dinero del bolsillo, parece que no pasa nada. Y sí pasa. Exactamente lo mismo (o muy parecido) a lo del bar. Estamos pagando de nuestro bolsillo el mal gasto que han hecho unos políticos y el Gobierno quiere que paguemos nosotros para mantener ciertos votos en el Congreso.

Y con esto no quiero hacer una crítica al Gobierno. O, no solo. Sino a los políticos en general y a cada uno de nosotros en particular. La deuda que tenemos porque los políticos han gastado por nosotros de más, es escandalosa. Sí, cada uno de nosotros tiene una deuda que asciende a más de 33 mil euros.

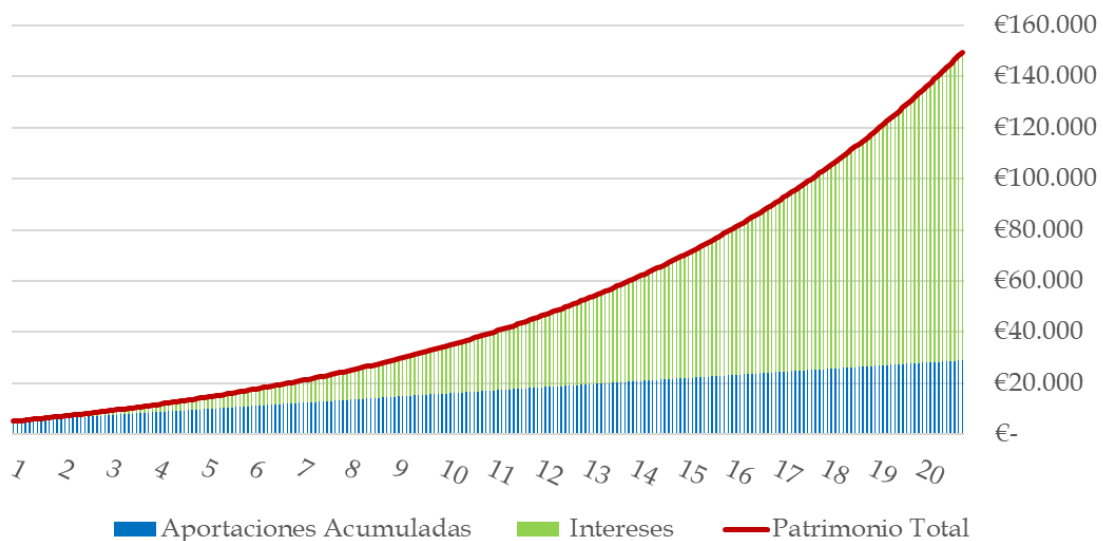


Fuente: Carlos Arenas Laorga

Ahora bien, como no es un dinero que vemos salir directamente de nuestro bolsillo, pues no pasa nada. Los políticos son los culpables, pero nosotros somos los responsables de qué hacemos con esto. Aquí entran en juego las finanzas conductuales. Pagamos la lavadora a plazos sin intereses, una maravilla. Pero nos vamos con las “vacaciones pagadas”. La gente paga la hipoteca cuando le toca la lotería, en vez de invertir a una tasa mucho mayor que los intereses de la hipoteca. Es decir, hacemos cosas financieramente horribles porque nuestra cabeza no lo percibe bien. Es cierto que el *homo economicus* perfectamente racional no existe. Pero de ahí a ser tontos, hay un trecho largo. Y, sin embargo, nos pasa a muchos en demasiadas ocasiones.

Por eso es bueno pararse de vez en cuando para analizar en qué nos la están jugando los políticos, o nuestra cabeza. Porque pequeños actos para ser conscientes de lo que hacemos o dejamos de hacer pueden marcar la diferencia de una jubilación ruinosa o de una independencia financiera holgada. De hecho, creo que esto que viví este fin de semana va más encaminado a una autocrítica personal que a la de los políticos. ¿Cuántas veces he dejado que las emociones o cualquier otra cosa superflua se meta en mi modo de llevar el dinero? Duele menos pagar por las cosas que no vemos. Es decir, cuando sale el billete del

bolsillo, duele más. Incluso el pequeño gesto de pagar con tarjeta hace que sea un poco más indoloro. Pero tenemos que acostumbrar a la cabeza a saber que los pagos, son pagos, los veamos o no. Por ejemplo, la seguridad social a cargo del empresario y del trabajador (que es más de un tercio que nos quitan del salario), es exactamente lo mismo que si nos meten la mano en el bolsillo y nos quitan el dinero. Y no digo que haya que estar de acuerdo o en desacuerdo con pagar unas cuotas tan elevadas. Lo que quiero recordar es que eso es exactamente lo mismo que percibir un salario mucho mayor e ir sacando el dinero de la cuenta para pagar por esos conceptos. No porque no lo veamos debe doler menos o no percibir las cosas como lo que son. La mente nos juega malas pasadas. Y somos responsables de educar o de reeducar a nuestra loca cabeza para ser más libres y conscientes. Y, al revés, aprovecharnos de esos sesgos conductuales para hacer de nuestra forma de ahorrar una herramienta sencilla que nos haga mucho más ricos. Por ejemplo, si automatizamos un ahorro periódico de 100 euros mensuales a un tipo del 12,4% (lo que ha venido dando el S&P en los últimos 10 años) y contamos con una inversión inicial de 5 mil euros, 20 años después obtendríamos unos 150 mil euros. Sin “apenas esfuerzo”.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

No es solo culpa de los políticos que gastan más de lo que nosotros querríamos. Hagamos examen personal sobre cómo debemos mejorar cada uno nuestra visión

de la riqueza personal y del mejor modo de entender las finanzas y el mundo que nos rodea.

39.¿Quién tiene la deuda de Estados Unidos? El cambio de paradigma chino

Estados Unidos es el emisor de la deuda pública que más se demanda, con inversores nacionales e internacionales que compran bonos del Tesoro como un refugio seguro y una fuente de rendimiento “sin riesgo”. Sin embargo, la composición de estos tenedores ha ido cambiando en los últimos años, con movimientos clave que reflejan tanto factores económicos como tensiones geopolíticas.

El primer comentario lo merece **China**. Hace poco más de una década, China era el mayor tenedor extranjero de deuda estadounidense, con aproximadamente 1,3 billones de dólares en bonos del Tesoro. Sin embargo, **esta cifra ha ido cayendo** de manera constante hasta situarse actualmente en los 759 billones de dólares. La razón principal de esta desinversión es de carácter geopolítico: en un contexto de rivalidad entre China y EE.UU., no resulta lógico que el gigante asiático financie directamente a su principal adversario estratégico.

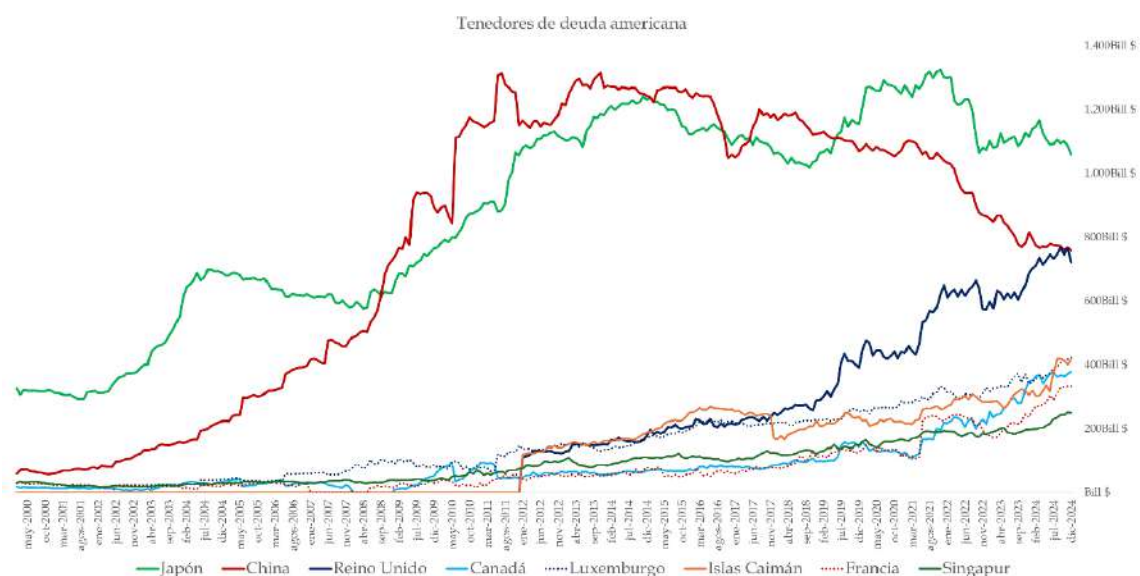
A esto se suma una preocupación creciente por la posibilidad de que, en un escenario de escalada de tensiones, EE.UU. decida congelar los activos chinos en su territorio, tal como sucedió con las reservas rusas tras la invasión a Ucrania. O deje de pagarle, directamente. De hecho, la caída en las tenencias de deuda estadounidense por parte de China se ha acelerado desde que se implementaron estas sanciones contra Rusia. Para evitar una dependencia excesiva del dólar y reducir el riesgo de que sus activos sean congelados en el futuro, el Banco Central chino ha estado diversificando sus reservas internacionales, con una notable acumulación de oro como alternativa de reserva de valor. Es más, junto con India y Turquía, es el mayor comprador de oro del mundo en los últimos 3 años. Demasiada casualidad.

La **disminución de la demanda china tendría un impacto directo en los tipos de interés de la deuda estadounidense**. Y digo “tendría”. Si los grandes compradores internacionales reducen sus adquisiciones, el Tesoro estadounidense se vería obligado a ofrecer mayores rendimientos para atraer

nuevos inversores. En otras palabras, una menor demanda de deuda pública presiona al alza los tipos de interés. Pero los países quieren seguir comprando deuda americana. Si no es China, otros vendrán. Es lo que en economía se llama inelasticidad de la demanda.

Alternativamente, la Reserva Federal podría optar por monetizar parte de esta deuda, lo que implicaría imprimir dinero para comprar bonos del Tesoro. Sin embargo, esta estrategia puede generar presiones inflacionarias, limitando la capacidad de la Fed para bajar los tipos de interés en el futuro sin generar un repunte de la inflación.

Como decía, uno de los factores clave que ha evitado un incremento aún mayor de los tipos de interés es la relativa inelasticidad de la demanda por bonos del Tesoro de EE.UU. Aunque China ha reducido sus tenencias de manera importante, otros inversores han tomado su lugar rápidamente (no hay más que ver el gráfico). La deuda pública estadounidense sigue siendo considerada el activo libre de riesgo por excelencia, lo que garantiza un flujo constante de compradores, ya sean bancos centrales, fondos de inversión, aseguradoras o inversores institucionales.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

Esta inelasticidad en la demanda significa que, cuando un actor importante se retira del mercado, otros entran para ocupar su lugar. Por ejemplo, el descenso en la exposición china ha “coincidido” con un incremento en las compras de deuda por parte del Reino Unido, Canadá y otros inversores. Esto limita, en cierta medida, el impacto que podría tener la desinversión de un gran tenedor sobre los tipos de interés. Sin embargo, aunque la demanda de deuda estadounidense es relativamente estable, un aumento sostenido en la oferta (es decir, un mayor endeudamiento del gobierno) podría llevar a una mayor presión al alza en los tipos de interés. Cuanto más deba pagar EE.UU. para atraer compradores, mayor será el coste de financiación de su déficit fiscal, lo que podría generar tensiones en la política monetaria y fiscal para Trump.

Uno de los datos más llamativos, que no quería dejar pasar, en la lista de tenedores de deuda estadounidense es el volumen de bonos del Tesoro registrados en las **Islas Caimán**. Si bien podría parecer que este pequeño territorio es un inversor relevante en deuda estadounidense, la realidad es que actúa solo como un centro financiero donde operan numerosos *hedge funds* y fondos de inversión. Estas entidades utilizan las Islas Caimán por razones fiscales y regulatorias, comprando bonos en nombre de clientes internacionales. Personalmente creo que existe también la posibilidad de que algunos países, incluida China, utilicen jurisdicciones *offshore* como las Islas Caimán para canalizar sus inversiones en deuda estadounidense sin levantar sospechas o estar sujetos a restricciones regulatorias. Y no es de extrañar, porque China es una gran experta en domiciliar sus compañías allí para que coticen como ADRs en Estados Unidos.

El mercado de deuda pública estadounidense sigue siendo el más grande y profundo del mundo, pero está experimentando un cambio en la composición de sus inversores. La retirada parcial de China responde a consideraciones estratégicas y al temor de sanciones futuras, lo que podría impactar en los tipos de interés y la estabilidad del sistema financiero global. Sin embargo, la inelasticidad de la demanda de estos bonos ha permitido que otros países llenen

rápidamente el vacío, mitigando en parte los efectos de esta salida. Aun así, la creciente deuda de EE.UU. y el posible endurecimiento de las condiciones financieras seguirán siendo factores clave a seguir. La evolución de esta situación será crucial para los mercados financieros y la política monetaria en los próximos años.

40.Riesgos para Estados Unidos en 3 gráficos

En los últimos años, Estados Unidos ha sido el epicentro de la inversión global, con su mercado bursátil liderando rentabilidades y atrayendo capital de todas partes del mundo. Sin embargo, algunas señales están haciendo dudar a los inversores sobre si sigue siendo la mejor apuesta. Si analizamos los datos actuales, parece que el atractivo de EE. UU. está en entredicho.

Sigo pensando que Estados Unidos es un mercado para estar, pero el sesgo inversor debe cambiar hacia otro tipo de compañías. Ya hemos escrito numerosos artículos al respecto. Y vamos a ver visualmente cómo esto es posible que ya esté sucediendo. Sin ir más lejos, en este primer gráfico o table, vemos cómo en el último mes, además del Bitcoin, la renta variable americana ha sido la más castigada.

Activo	2011-25															2011-25		Variación desde 31 enero
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	Acumulado	Anualizado	
Gold	9.6%	6.6%	-28.3%	-2.2%	-10.7%	8.0%	12.8%	-1.9%	17.9%	24.8%	-4.2%	-0.8%	12.7%	26.7%	8.7%	89.8%	4.7%	1.9%
EAFE Stocks	-12.2%	18.8%	21.4%	-6.2%	-1.0%	1.4%	25.1%	-13.8%	22.0%	7.6%	11.5%	-14.4%	18.4%	3.5%	7.9%	113.0%	5.5%	3.1%
Long Duration Treasuries	34.0%	2.6%	-13.4%	27.3%	-1.8%	1.2%	9.2%	-1.6%	14.1%	18.2%	-4.6%	-31.2%	2.6%	-8.1%	6.2%	43.7%	2.6%	5.4%
US REITs	8.6%	17.6%	2.3%	30.4%	2.4%	8.6%	4.9%	-6.0%	28.9%	-4.7%	-40.5%	-26.2%	11.8%	4.8%	5.4%	193.9%	8.0%	3.7%
EM Bonds (USD)	7.7%	16.9%	-7.8%	6.1%	1.0%	9.3%	10.3%	-5.5%	15.5%	5.3%	-2.2%	-18.6%	10.6%	5.5%	3.9%	66.5%	3.7%	2.2%
US Value	0.1%	17.5%	32.1%	13.2%	-4.0%	17.3%	13.5%	-8.5%	26.1%	2.7%	25.0%	-7.7%	11.4%	14.2%	3.6%	305.1%	10.5%	-0.9%
TIPS	13.3%	6.4%	-8.5%	3.6%	-1.6%	4.7%	2.9%	-1.4%	8.3%	10.6%	3.7%	-12.2%	3.8%	1.7%	3.6%	45.2%	2.7%	2.2%
Investment Grade Bonds	9.7%	10.8%	-2.0%	8.2%	-1.3%	6.2%	7.1%	-3.8%	17.4%	11.0%	-1.8%	-17.9%	9.4%	0.9%	3.0%	66.0%	3.7%	2.4%
Commodities	-2.6%	3.5%	-7.6%	-28.1%	-37.6%	18.6%	4.9%	-11.6%	11.8%	-7.8%	81.4%	19.3%	-6.2%	2.2%	2.9%	-8.5%	-0.6%	0.1%
US Total Bond Market	7.7%	3.9%	-2.1%	5.8%	0.6%	2.9%	3.8%	-0.1%	8.8%	7.7%	-1.9%	-13.1%	5.7%	1.4%	2.8%	36.1%	2.2%	2.3%
High Yield Bonds	6.8%	11.7%	5.5%	1.9%	-5.0%	13.4%	6.1%	-2.0%	14.1%	4.5%	3.8%	-11.0%	11.5%	8.0%	2.3%	95.5%	4.9%	0.9%
Preferred Stocks	-2.0%	-17.8%	-1.0%	14.1%	4.8%	1.3%	8.1%	-4.7%	15.9%	7.9%	7.2%	-18.2%	9.2%	7.2%	1.9%	83.7%	4.5%	0.7%
Convertible Bonds	-7.7%	13.9%	20.5%	7.7%	-0.8%	10.6%	15.7%	-2.0%	22.4%	33.4%	2.2%	-20.8%	14.5%	10.1%	1.7%	236.5%	9.1%	-1.4%
EM Stocks	-18.8%	29.1%	-3.7%	-3.9%	-16.2%	10.9%	37.3%	-15.3%	18.2%	17.0%	-3.6%	-20.8%	9.0%	6.5%	1.8%	20.8%	1.4%	1.0%
US Large Caps	1.9%	16.0%	32.2%	13.5%	1.2%	12.0%	21.7%	-4.5%	31.2%	18.4%	28.7%	-18.2%	36.2%	34.9%	1.4%	510.7%	13.8%	-1.3%
US Cash	0.0%	0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	0.1%	0.7%	1.7%	2.2%	0.4%	-0.1%	1.4%	4.9%	5.2%	0.7%	18.1%	1.2%	0.3%
US Mid caps	-2.1%	17.8%	33.1%	9.4%	-2.5%	20.5%	15.9%	-11.3%	25.8%	13.5%	24.5%	-13.3%	16.1%	13.6%	-1.7%	303.3%	10.5%	-5.4%
US Nasdaq 100	3.4%	18.1%	36.6%	19.2%	9.5%	7.1%	32.7%	-0.1%	39.0%	48.6%	27.4%	-32.6%	54.9%	25.6%	-2.1%	944.3%	18.2%	-4.3%
US Growth	2.3%	15.2%	33.1%	12.8%	5.5%	7.0%	30.0%	-1.7%	35.9%	38.3%	27.4%	-29.3%	42.6%	33.1%	-3.5%	691.4%	15.9%	-5.4%
US Small Caps	-4.4%	16.7%	38.7%	5.0%	-4.5%	21.6%	14.6%	-11.1%	25.4%	20.0%	14.5%	-20.3%	16.8%	11.4%	-3.9%	229.2%	8.9%	-6.4%
Bitcoin (SBTC)	1473.0%	186.0%	5507.0%	-58.0%	35.0%	125.0%	1331.0%	-73.0%	95.0%	301.0%	66.0%	-65.5%	155.8%	121.0%	-8.7%	28423626.7%	145.2%	-19.7%
Mayor rentabilidad	BTC	BTC	BTC	VNQ	BTC	BTC	BIL	BTC	BTC	BTC	DBC	BTC	DBC	BTC	GLD	BTC	BTC	
Menor rentabilidad	EEM	BIL	GLD	BTC	DBC	BIL	BIL	BTC	BIL	DBC	TLT	BTC	DBC	TLT	BTC	DBC	DBC	
% de activos en positivo	62%	95%	52%	71%	38%	100%	100%	5%	100%	90%	67%	10%	95%	95%	76%	95%	95%	

Fuente: Carlos Arenas Laorga

La evolución de los tipos de interés y su impacto en la renta variable

La política monetaria de la Reserva Federal ha sido uno de los factores clave que han impulsado los mercados en la última década. La era de dinero barato favoreció a las empresas tecnológicas y de crecimiento. Pero ahora, la situación ha cambiado. Los inversores ya no tienen la certeza de que las bajadas de tipos sean suficientes para reavivar el mercado. Con una economía que podría desacelerarse y la posibilidad de que la política fiscal no pueda seguir siendo tan

expansiva, el entorno para la bolsa estadounidense no parece tan claro como antes.

Valoraciones altas y perspectivas de crecimiento

Durante años, el mercado estadounidense ha cotizado con múltiplos elevados en comparación con otras economías. Si bien esto podía justificarse en un contexto de tipos bajos y crecimiento económico fuerte, ahora las expectativas han cambiado. Muchas empresas, especialmente las incluidas en los "7 Magníficos", han alcanzado valoraciones que exigen crecimientos futuros extraordinarios para justificarlas. El problema es que, conforme se normaliza el ciclo económico, es posible que no todas las compañías puedan cumplir con estas expectativas, lo que podría derivar (y ya hemos visto más que amagos) en correcciones. A esto se suma la creciente competencia de otras economías, como Europa, que está captando cada vez más atención de los inversores globales.

Como se ve en el gráfico, el excedente anualizado americano parece que está llegando a una fase final en el ciclo.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

La deuda y el riesgo de recesión

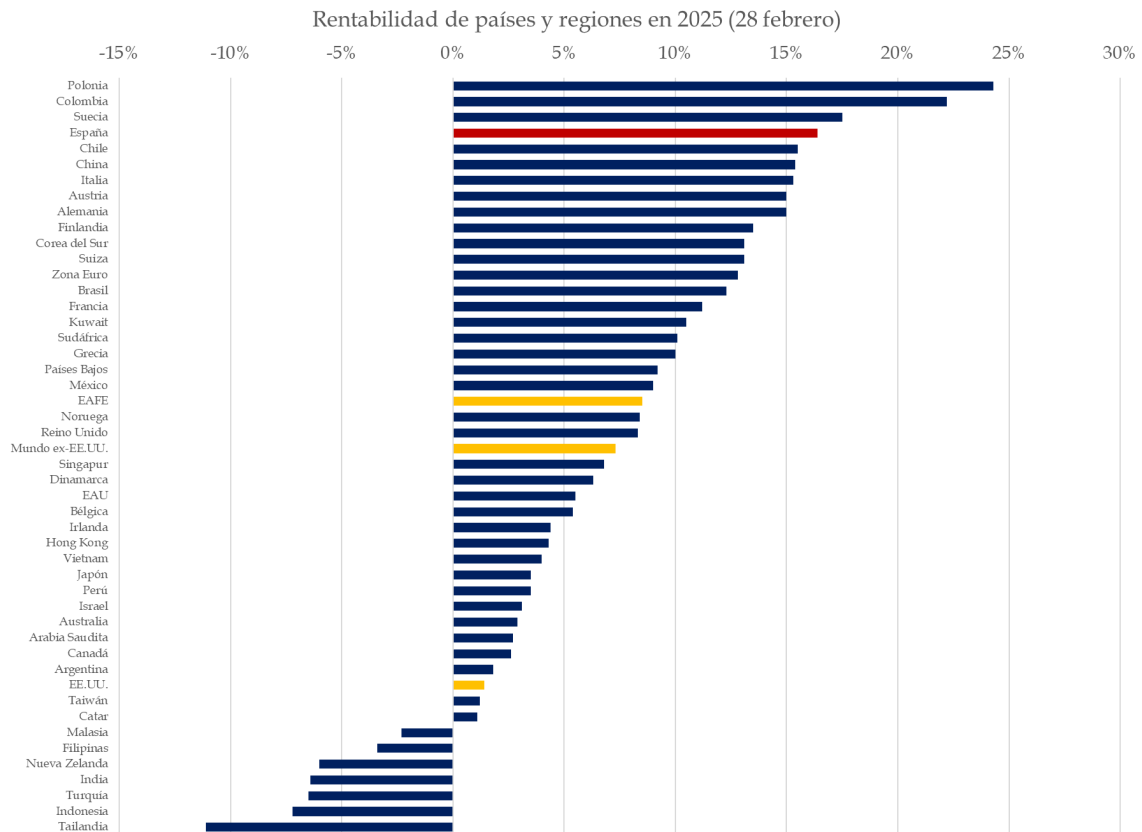
Otro factor que preocupa a los inversores es el aumento de la deuda en EE. UU. La carga financiera del país ha crecido de manera constante, y con tipos de interés más altos, el coste de mantener esta deuda se ha disparado.

Además, la Regla de Sahm, un indicador de recesión basado en la evolución del desempleo sobre el que también hemos escrito, ha mostrado señales de alerta.

Oportunidades en otros mercados

Mientras el atractivo de EE. UU. se tambalea, otras economías comienzan a captar mayor atención. Europa, a pesar de sus retos estructurales, ofrece algunas oportunidades interesantes con valoraciones más bajas. Asia, liderada por China, sigue creciendo con fuerza, y América Latina está viendo una recuperación en ciertos sectores.

El inversor global debe considerar la diversificación como una estrategia clave. No se trata de abandonar Estados Unidos, sino de equilibrar las carteras con exposición a otros mercados que pueden ofrecer retornos atractivos y menor riesgo de sobrevaloración. Confirmamos con esta tabla lo que se ve en el segundo gráfico. A saber, que el Mundo-ex USA, está cogiendo más impulso.



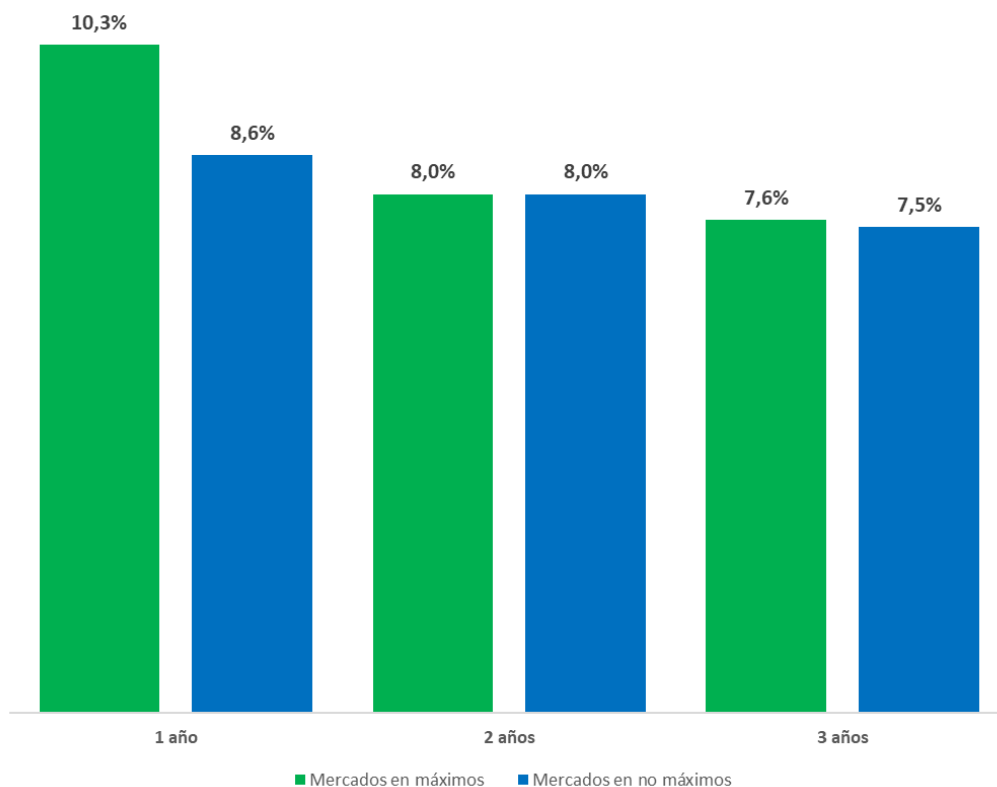
Fuente: Carlos Arenas Laorga

Estados Unidos sigue siendo la mayor economía del mundo y su mercado financiero es el más profundo y líquido. El desafío es discernir qué sectores y compañías seguirán liderando el mercado y cuáles podrían estar sobrevalorados. Con una política monetaria menos favorable, un posible freno en el crecimiento y oportunidades atractivas en otros mercados, los próximos años podrían ser un momento clave para reconsiderar la estrategia de inversión global.

41. ¿En qué mes debo invertir?

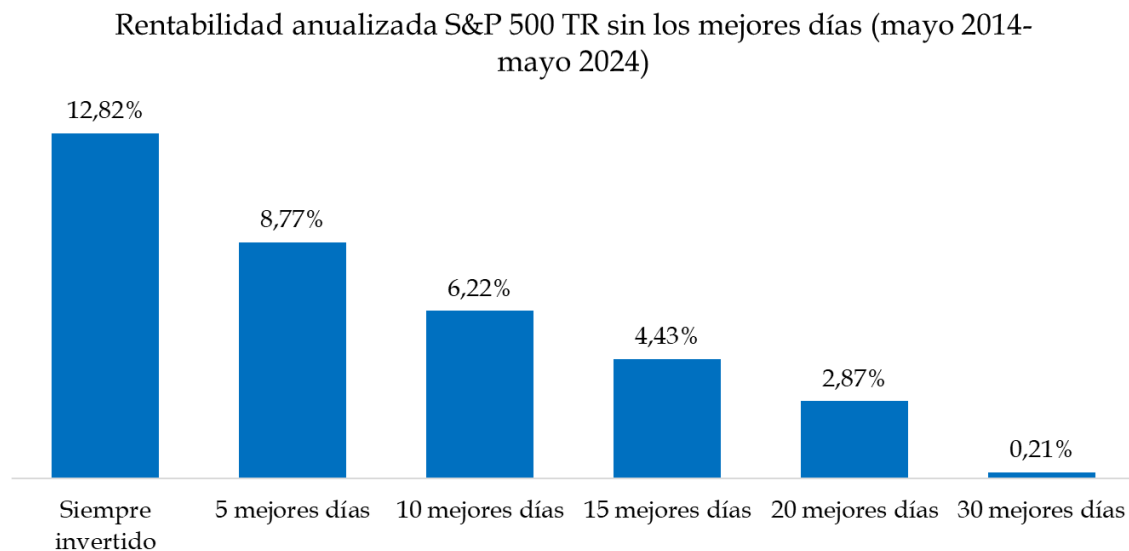
Si alguna vez has dudado sobre cuál es el mejor momento para invertir, bienvenido al club. Muchos inversores se quedan paralizados esperando el momento perfecto, como si de una ola en el surf se tratara. Sin embargo, la realidad es que, en el largo plazo, lo más relevante no es en qué mes entras al mercado, sino empezar cuanto antes.

Echemos un vistazo a los datos históricos. Si analizamos la rentabilidad del S&P 500 desde 1928 veremos que los inversores que permanecen en el mercado y aportan de manera constante suelen obtener mejores resultados que aquellos que intentan acertar el mejor momento para entrar y salir. Es más, he hecho un análisis de qué pasa si te pierdes los mejores y los peores días. Además, resulta que los mejores días están en momentos de caída de mercado, lo cual dificulta enormemente acertar con el periodo exacto. Y, visto a largo plazo, casi te da igual invertir en máximos.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

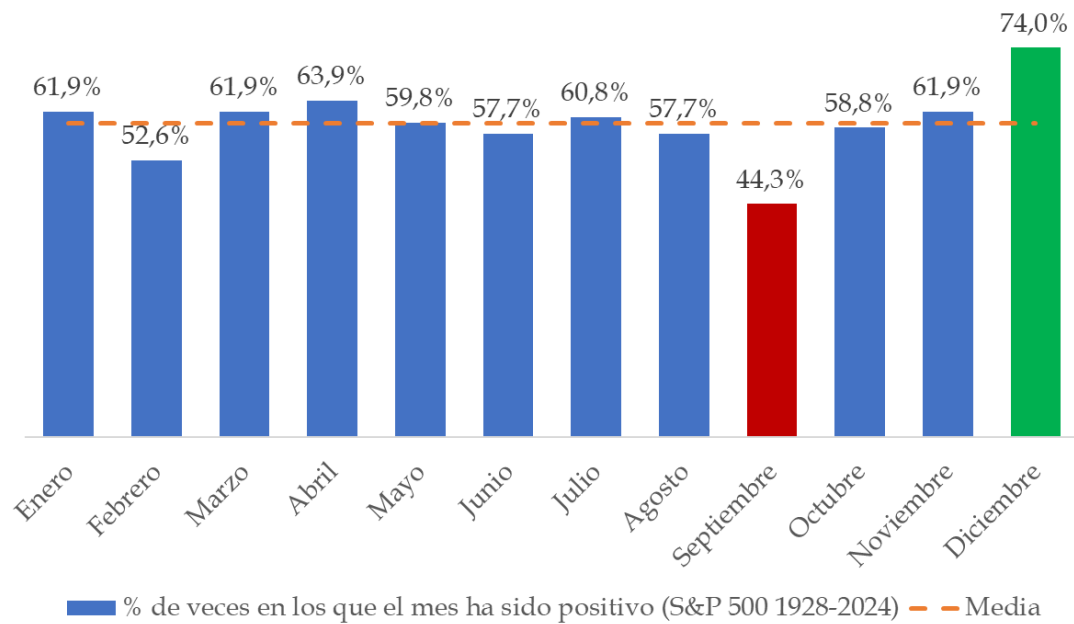
O bien podemos observar qué pasa si no estamos siempre invertidos y nos perdemos los mejores días. He de decir que este segundo gráfico tiene un poco de trampa, porque si nos perdemos estos días es más que posible que también nos perdiésemos algunos de los peores. Pero se entiende.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

El interés compuesto permite que una inversión inicial crezca exponencialmente con el paso de los años gracias a la reinversión de los beneficios. La clave aquí no es adivinar cuándo será el próximo *rally* alcista, sino dar tiempo suficiente para que el interés compuesto haga su trabajo.

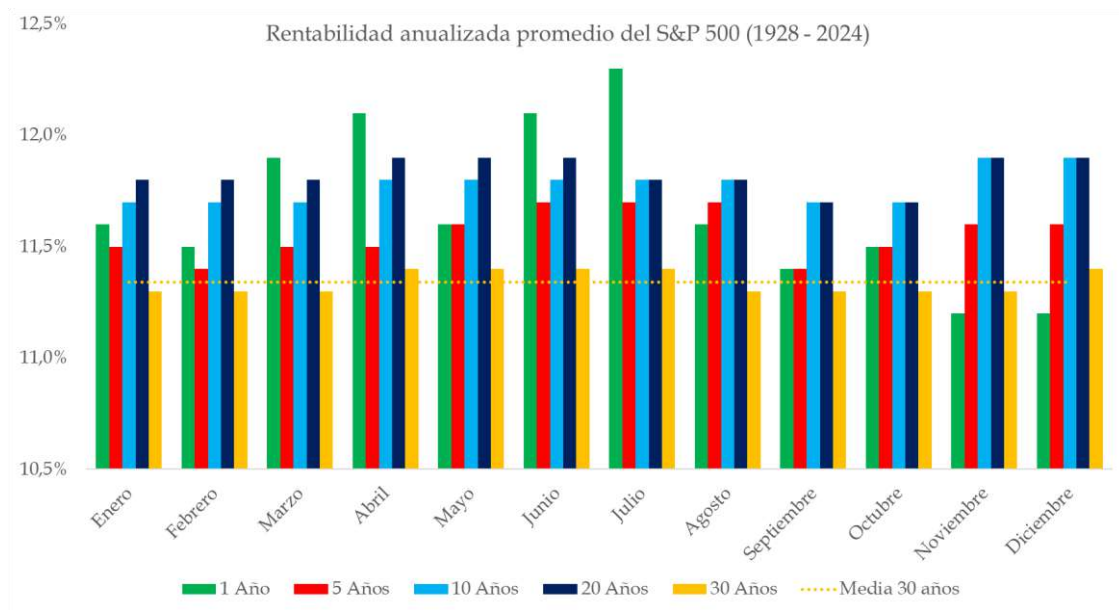
Seguro que has escuchado frases como "vende en mayo y vete" o "septiembre es el peor mes para invertir". Y aunque algunos patrones estacionales pueden darnos información relevante (de hecho, yo lo utilizo y suele acertar), a largo plazo se diluyen como un azucarillo en el café.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

Los gráficos lo dejan claro: la diferencia entre invertir en enero o en octubre desaparece cuando hablamos de plazos mayores a 5 años. Lo único que realmente importa es haber dado el paso. Incluso en años complicados, aquellos que se mantienen firmes en su estrategia terminan viendo recompensada su paciencia. La historia del S&P 500, por ejemplo, muestra que las recuperaciones tras las crisis han sido muy rápidas. Perderse los mejores días del mercado por intentar hacer *market timing* puede reducir drásticamente la rentabilidad de una inversión.

No invertir por miedo a entrar en el "momento equivocado" es un error mucho más costoso que cualquier fluctuación de corto plazo. De hecho, si retrasas tu inversión 10 años, podrías necesitar casi el doble de aportaciones para lograr el mismo resultado que alguien que empezó antes. La solución: establecer un plan de inversión regular, como el *dollar-cost averaging*, que te permita reducir el impacto de la volatilidad y eliminar la presión de tomar la decisión perfecta.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

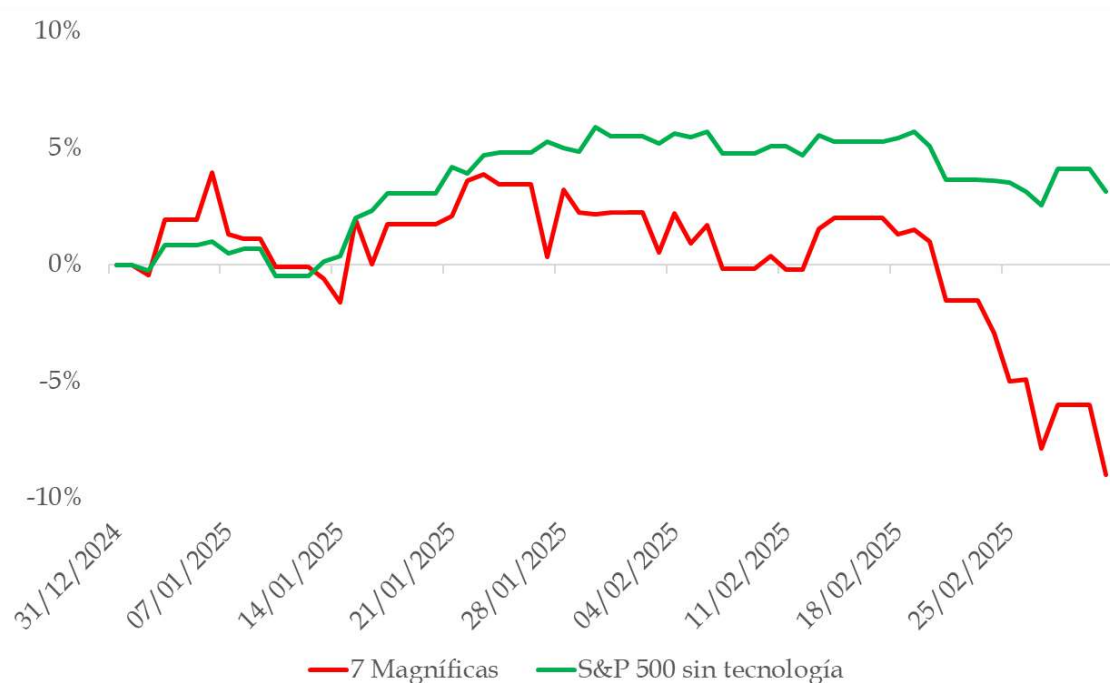
No te obsesiones con encontrar el mes ideal para invertir. Lo importante es que el tiempo juega a tu favor. Empieza cuanto antes, mantente fiel a tu estrategia y deja que el interés compuesto haga el resto. Al final, la paciencia y la disciplina pesan mucho más que cualquier intento de adivinar el mercado.

No es el *timing* del mercado lo que importa, sino el *time in the market*. Así que, si estabas esperando una señal para empezar a invertir, aquí la tienes.

42.La rotación en el S&P y la virtud

Llevamos un buen número de artículos hablando de la necesidad de protegerse frente a las 7 Magníficas. No de eliminar la exposición a ellas, pero sí de andarse con cuidado.

De hecho, los artículos que hemos publicado sobre rotación a *value* y S&P 500 *equal weight*, se cuentan con los dedos de más de dos manos. Y no es que tengamos bola de cristal. Nada más lejos de la realidad. Nos podíamos haber equivocado, o salirnos antes de tiempo. O quizá estas correcciones sean el momento para volver a entrar con nuevo garbo.

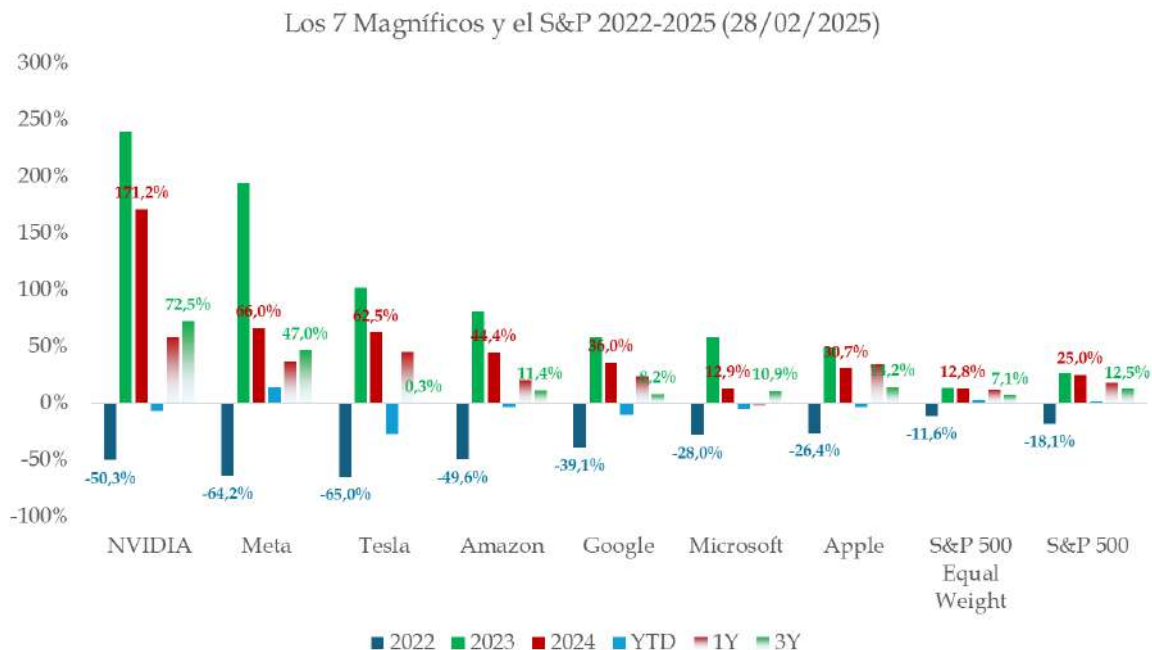


Fuente: Carlos Arenas Laorga

En cualquier caso, las señales eran bastante claras. A riesgo de equivocarse, conviene ser más prudentes que valientes en la selección de valores (salvo que nuestra intención sea asumir riesgos excesivos).

Al igual que en años anteriores la rentabilidad del S&P 500 ha venido de la mano de las grandes compañías, mientras que el resto apenas obtenía nada; las tornas han cambiado en el comienzo de este año. No sé si seguirá así mucho tiempo. Pero la brecha se ha invertido. Hasta hace no mucho, el S&P 500 equiponderado

o sin las Magníficas 7 no tenía casi rentabilidad. Baste ver el siguiente gráfico para observar la barbaridad de la que estamos hablando en términos de rentabilidad.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

En los mercados hay un dicho que me gusta mucho, que viene a decir algo así como que la última peseta (cámbiese por duro, euro o lo que queramos) se la lleve otro. Es un modo coloquial, pero más financiero, del otro que reza “la avaricia rompió el saco”.

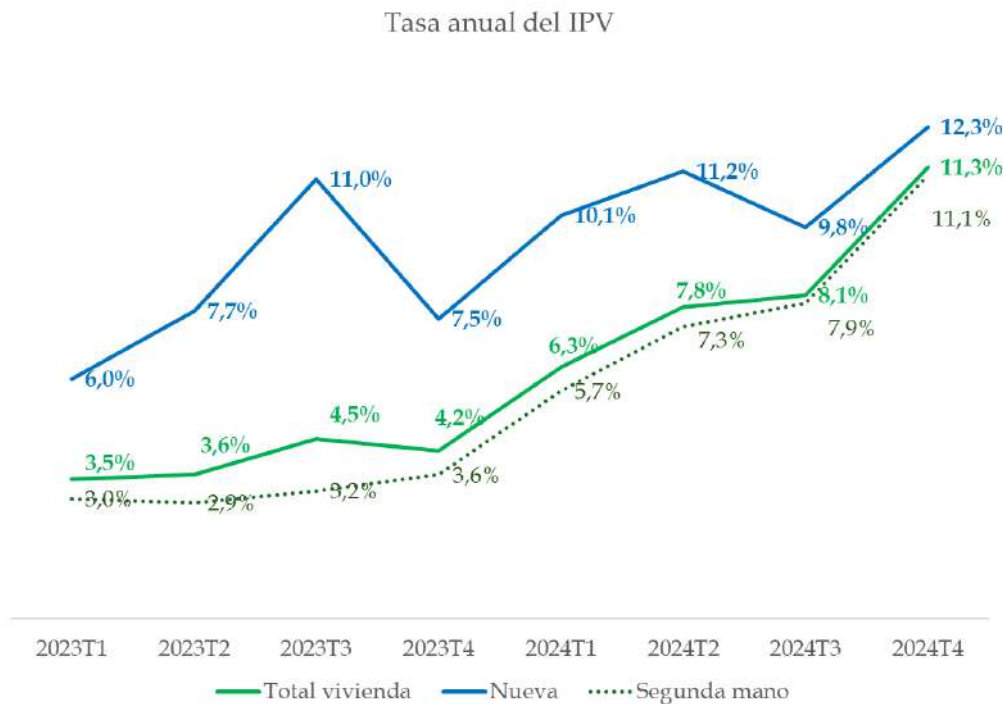
No soy quién para dar lecciones de cómo invertir, pero desde luego, no soy partidario del “pelotazo”, tan extendido en la cultura hispana. Prefiero el ahorro y la inversión a largo plazo. Quizá sea más arduo, pero es mucho más efectivo. La cultura actual de la inmediatez no puede cegarnos para el interés compuesto y el largo plazo. Si quiero escuchar una canción, ya no tengo que esperar a que salga el disco; si quiero algo lo pido online y lo tengo en casa en dos horas. Es normal que nos mimeticemos con la realidad de la sociedad. Pero cuidado. En las inversiones rara vez sucede esto de no tener que esperar. ¿Aprender un idioma sin esfuerzo? Ya me cansan un poco estos falsos arquetipos. ¿Adelgace sin esfuerzo? Come menos, y haz más deporte, ¡###! Claro, que eso es un sacrificio y no vende tanto.

Pues para hacerse rico no hay atajos (al menos, de forma habitual). Hay que renunciar a parte del consumo presente; hay que dedicar tiempo y esfuerzo; hay que estudiar (o tener el teléfono de quien sabe); hay que privarse de ciertos caprichos.

Las rentabilidades extraordinarias de algunas compañías no han hecho sino acrecentar este espíritu maligno de hacerse rico sin esfuerzo. Baste mirar cómo han evolucionado las tenencias de Bitcoin con fines especulativos en España. Pero si quieres ser rico, mi consejo es que ejercites ciertas virtudes. Esfuerzo, trabajo, paciencia. No están de moda en nuestra sociedad, pero tampoco está bien visto ser rico y todos lo deseamos en mayor o menor medida. Todos queremos ser virtuosos, pero no queremos el sacrificio que conlleva conseguir la virtud (bien arduo). Si quieres tocar bien la guitarra, nadie te va a quitar la ingente cantidad de horas de práctica. Si quieres ser rico, nadie te va a quitar el ahorro, el interés compuesto, y el largo plazo. Vive la virtud y tendrás más éxito en la vida.

43.El precio de la vivienda en España

El Instituto Nacional de Estadística acaba de publicar los datos referidos al **Índice de Precios de Vivienda (4T2024)**. Por sí mismos tampoco es que nos digan mucho. Bueno, que la **tasa anual de vivienda nueva ha subido un 2,5% hasta el 12,3%** y que la variación de la vivienda de segunda mano ha subido 3,2 puntos con respecto al anterior trimestre, hasta el 11,1%.



Fuente: Carlos Arenas Laorga, datos del INE

Pero que la vivienda está subiendo es algo que ya sabemos todos. Y vaya si lo sabemos. Pero también hay que decir en descargo del mercado de la vivienda que la inflación también ha sido muy elevada. Así que quizá, sin saberlo, estamos culpando al mercado inmobiliario y la realidad es que el problema de raíz es otro bien distinto.

Para poder analizar esto tenemos que realizar algunos cálculos. El primero de ellos va a ser **medir el índice de precios de la vivienda del INE y el de inflación y calcular la tasa de variación de cada uno de ellos** y verlos en un gráfico. Lo que nos va a decir es cómo ha evolucionado cada uno de ellos desde la misma base en 2007. Creo que el gráfico muestra algo que se intuye desde antes y otra

cosa quizá más sibilina que se nos podría hacer pasado. La primera de ellas se refiere a que **vimos una caída muy pronunciada en el precio de la vivienda, mientras que la moderada inflación seguía su lento crecimiento**. La segunda y menos obvia es doble: **la diferencia entre vivienda nueva y de segunda mano es enorme** (la de segunda mano no llega a niveles de 2007) y que, además, la vivienda nueva ha tenido que correr mucho los dos últimos años para superar la tasa de crecimiento de la inflación.

Hasta aquí es donde podemos leer de este gráfico. Siempre se le puede sacar mucho más jugo, claro. Pero para eso hemos hecho otro más ilustrativo.



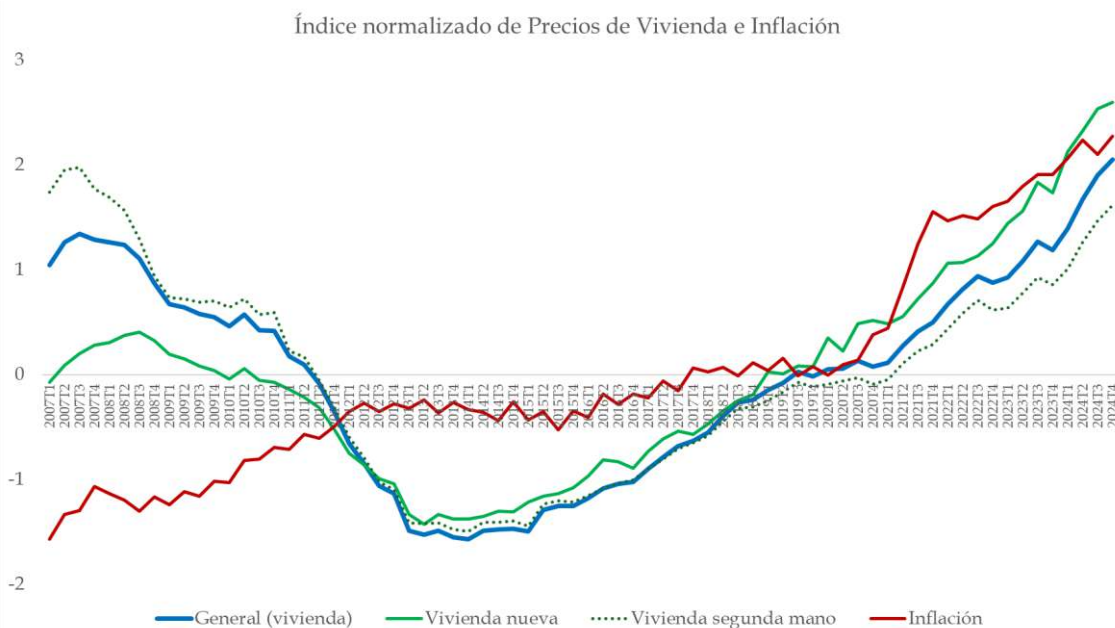
Fuente: Carlos Arenas Laorga, datos del INE

Si realmente queremos comparar los índices de la inflación y el de los precios de las viviendas, hay que normalizarlos y ahí ya podemos sacar más conclusiones sin caer en errores estadísticos. Por ejemplo, que la tasa de crecimiento de la vivienda de segunda mano no haya llegado a niveles de 2007 no quiere decir que el precio sea menor. Así que el segundo gráfico sirve para lo que sirve y no hay que interpretarlo de modo erróneo. Olvidamos ya el segundo gráfico y nos vamos al tercero.

Si echamos la vista atrás y analizamos la evolución de la inflación y los precios de la vivienda en los últimos años, encontramos un patrón de interacción muy revelador. En este **tercer gráfico distingo tres grandes etapas** que marcan este recorrido: la caída tras la crisis financiera, la recuperación progresiva entre 2014 y 2020, y el fuerte repunte de los precios desde 2021, en paralelo con el episodio inflacionario más intenso en décadas.

Primera fase: el ajuste tras la crisis

Entre 2007-2008 y 2013, los **precios de la vivienda se desplomaron**. La crisis financiera, impulsada por el colapso del mercado inmobiliario en EE.UU., golpeó con especial crudeza a España, donde el boom del ladrillo había estado alimentado por crédito fácil y un exceso de construcción (recordemos que se construyó más que en Francia y Alemania juntas). Con el estallido de la burbuja, **el acceso a financiación se restringió drásticamente, el desempleo se disparó y la demanda de vivienda se desvaneció**.



Fuente: Carlos Arenas Laorga, datos del INE

Sin embargo, la inflación no experimentó una caída tan marcada. Su tendencia fue descendente, pero de manera más moderada, lo que indica que **la crisis inmobiliaria tuvo un componente más específico del sector**, sin una correlación

directa con el coste de vida general. En otras palabras, el ajuste fue una consecuencia de los excesos del ciclo anterior, **no de una presión inflacionaria**.

Segunda fase: la “recuperación”

A partir de 2014, el mercado inmobiliario tocó suelo y comenzó a recuperar valor. Primero de manera tímida, pero con una pendiente cada vez más pronunciada. La vivienda nueva mostró un repunte más marcado que la de segunda mano, reflejando la absorción progresiva del *stock* acumulado.

Lo interesante de este periodo es que tuvo lugar en un entorno de precios que apenas crecían. A diferencia de la etapa anterior, aquí el sector inmobiliario creció sin que la economía en general estuviera experimentando un encarecimiento que nos aquejase. En otras palabras, **la vivienda se recuperó más por razones propias del sector que por un efecto inflacionario. Justo a la inversa de lo que habíamos visto antes.**

Tercera fase: la gran subida post-pandemia

A partir de 2021, el panorama cambia de forma abrupta. La inflación, que había estado en tasas bajas, se dispara debido a una combinación de factores: disrupciones en las cadenas de suministro, encarecimiento de la energía y materias primas, políticas **monetarias expansivas que inyectaron liquidez** en la economía durante el COVID, y el consumo del ahorro acumulado en la pandemia.

Dentro de esta tercera fase está la primera parte, en donde los precios subieron más en la economía que en la vivienda, y la segunda, en donde la vivienda se ve constreñida por la falta de oferta y crece más que la inflación.

La **inflación ha actuado en cierto modo como un catalizador**, impulsando los precios de la vivienda no solo por el encarecimiento de los costes de construcción, sino porque los inversores y ahorradores han buscado refugio en activos tangibles ante la pérdida de poder adquisitivo del dinero. Entonces podemos decir que, en cierto modo, **una parte importante del elevado precio de la vivienda viene de la inflación. Pero desde la segunda mitad de 2023, el precio**

de la vivienda arrasa con todo lo que se interponga en su subida, hasta con la inflación no pequeña que en esos momentos todavía teníamos. Sí, los precios de la vivienda suben por encima de la inflación.

En los últimos meses, la inflación ha dado signos de moderación relativa, pero los precios de la vivienda siguen en aumento. Aunque la inflación pudo haber sido el detonante inicial, **ahora son otros factores los que están sosteniendo la presión al alza: la escasez de oferta en grandes ciudades y la dificultad para construir** y acceder a vivienda nueva.

La gran pregunta es si este crecimiento puede mantenerse antes de asfixiarnos. Desde luego, ahora no estamos en una burbuja como en el 2007. En este nuevo contexto, la evolución de los tipos de interés y la política económica en general serán clave para determinar el próximo capítulo de esta historia. Historia que espero cambie antes de morir aplastado por ella.

44. ¿Qué ha pasado con la deuda europea?

La **deuda europea y la alemana particularmente ha sufrido su mayor repunte desde hace décadas**. Pero ¿qué quiere decir esto y cómo nos afecta? Lejos de ser una cosa abstracta, tiene consecuencias directas en nuestra vida diaria.

Primero los datos para entenderlo. **Alemania** creará un **fondo de 500.000 millones de euros para inversión pública en infraestructuras durante los próximos 10 años, financiado con emisión de deuda**. Asimismo, la **Comisión Europea** ha aprobado un monto que asciende a los **800.000 millones de euros en los próximos cuatro años para gasto en defensa**. Por cierto, el cual no se contabilizará a efectos de los límites internos de endeudamiento en lo que pase del 1% del PIB. Es decir, se “flexibiliza” el límite de deuda. Y, claro, esto tiene consecuencias.

Ya vimos cómo en Reino Unido, medidas no tan distantes de estas provocaron en 2022 la caída del Gobierno por una enorme crisis de deuda. Europa es más grande en muchos aspectos que Reino Unido, pero los mercados tampoco se lo han tomado bien.

Hablando en plata, **Alemania y Europa, en general, van a poder emitir más deuda** sin que esto tenga consecuencias en los límites establecidos en los tratados europeos. Y hacer una fiesta en la que se incentiva beber hasta desfallecer, suele provocar un mal despertar y resaca, cuando no hacer alguna tontería durante la misma.

A igualdad de circunstancias, **un aumento de la oferta de un bien provoca caídas de precio del mismo**. Es decir, un incremento de patatas en el mercado hará que estas caigan de precio si la demanda no se dispara por encima del incremento de la oferta. Del mismo modo, **si el mercado prevé que la deuda emitida por Alemania (y Europa) va a ser mucho mayor, el precio de los bonos tiende a caer**. La única diferencia es que el mercado de renta fija es poco intuitivo. Cuando cae el precio de los bonos emitidos, se dice que aumenta el rendimiento de la deuda, es decir, que sube el tipo de interés. Entonces, ¿cae el precio o aumenta la rentabilidad? Pues ambas cosas son ciertas.

En renta fija, el precio y el tipo de interés tienen una relación inversa: cuando el precio de un bono baja, su tipo de interés (rendimiento) sube, y viceversa. Para entenderlo de manera sencilla. Imagina que compras un bono por 1.000 euros con un cupón fijo del 5% anual. Esto significa que cada año recibirás 50 euros (5% de 1.000). Ahora, supongamos que, por cambios en el mercado, el precio del bono baja a 900 euros (porque se decide incrementar mucho la emisión de deuda, en el caso que estamos analizando). Si alguien compra ahora ese bono por 900 euros, seguirá recibiendo los mismos 50 euros de cupón, pero en relación con su nuevo precio, el rendimiento efectivo será mayor: $50 \text{ euros} / 900 \text{ euros} = 5,56\%$. Es decir, aunque el cupón no cambia, **quien compra el bono más barato obtiene un tipo de interés mayor en relación con su inversión. Cae el precio y sube el rendimiento.**

Como vemos en el gráfico siguiente, la **relación entre precio y rentabilidad es totalmente inversa** y también observamos el “terremoto” producido en la deuda alemana tras el anuncio de ese incremento de deuda.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

Pero este efecto en la deuda alemana no queda aislado a este país. Y también hay una explicación muy sencilla para entender el **contagio al resto de Europa**. En primer lugar, que los países europeos han flexibilizado ese endeudamiento para defensa. Por tanto, mismo efecto que en el plan alemán. Más deuda, caídas en los

precios e incremento de la rentabilidad de los bonos. Pero hay otro quizá más importante. Si el bono alemán, quizá el más seguro de la zona euro por la poca deuda de la economía sube mucho en su rentabilidad, ¿qué haremos como inversores? Comprarlos, probablemente. Nos iremos a un bono alemán antes que a uno español, verbigracia. Y si España quiere que le compren la deuda y no tiene compradores porque todos se van al bono alemán, ¿qué tiene que suceder con el rendimiento? O sube, o no se vende. Por tanto, la propia dinámica de la mayor emisión de deuda europea que hace que caiga el precio y suba la rentabilidad, se ve aupada por el efecto que produce el mayor incremento del rendimiento de la deuda alemana. Si los demás países quieren vender su deuda, deben ofrecer rendimientos más elevados. **Doble efecto para que se produzcan caídas en los precios e incrementos de la rentabilidad.**

Veremos qué sucede ahora, pero desde luego, no es una noticia del todo buena. Esto supone **mayores costes de endeudamiento**. Es decir, mayor dinero de nuestros impuestos dedicados a este fin. Como existen las restricciones presupuestarias, **más dinero a un sitio es menos dinero a otro**. Si se hace vía deuda, son impuestos diferidos; si se hace vía inflación, es empobrecimiento; si se hace con ajuste del gasto, es menor calidad o cantidad de servicios.

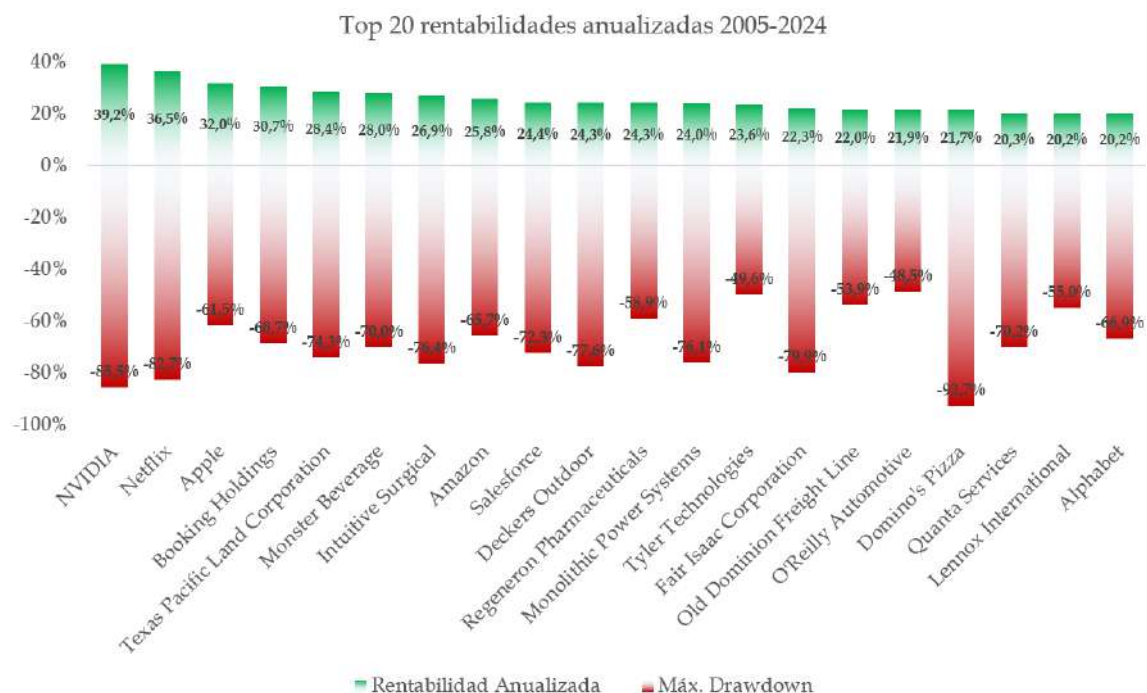
Que los burócratas nos endeuden por encima de nuestras posibilidades nunca es una buena noticia. No pensemos que esto no afecta a nuestro bolsillo. Parecen políticas lejanas, pero acaba llegando a la economía de nuestro hogar.

45. Quienes se retiran del mercado en el peor momento terminan perdiéndose las subidas más importantes

Invertir en los mercados financieros es un ejercicio de paciencia. Sin embargo, muchos inversores caen en la **tentación de vender en momentos de pánico** cuando ven caídas bruscas en sus carteras. Lo paradójico es que, en muchas ocasiones, **estas caídas vienen seguidas de fuertes recuperaciones**. ¿El resultado? Quienes se retiran del mercado en el peor momento terminan perdiéndose las subidas más importantes.

No vamos a hacer una tesis con este artículo, aunque el tema da para hacerla. Sabemos que más del 50% de las mayores subidas se dan en periodos de bajadas de mercado. Y caemos en el error de pensar que somos los más listos de la clase. Y no hace falta serlo. Es más, no hace falta ni tener el teléfono del que más sabe.

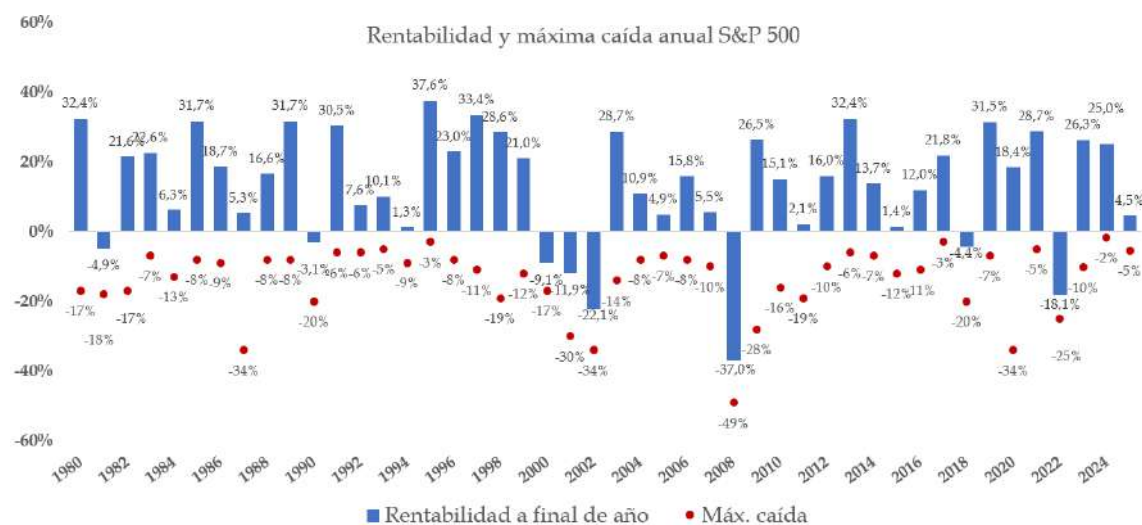
Muchos inversores creen que pueden anticipar los movimientos del mercado y vender antes de una caída para luego volver a comprar en el punto más bajo. Sin embargo, muchos estudios demuestran que esta estrategia, conocida **como market timing**, es **casi imposible de ejecutar con éxito de manera consistente**. Las acciones con mayor rentabilidad en los últimos 20 años se han llevado por el camino más de una caída de ¡más del 80%!



Fuente: Carlos Arenas Laorga

Para ilustrarlo, tomemos el caso del S&P 500. Históricamente, los días de mayor rentabilidad suelen estar muy cerca de los días de mayor caída. Un inversor que se asustó y salió del mercado en momentos de incertidumbre pudo haberse perdido las mayores subidas y, por ende, haber reducido drásticamente su rentabilidad a largo plazo. Por ejemplo, si en los últimos 20 años un inversor hubiese estado fuera del mercado durante los 10 mejores días, su rentabilidad se habría reducido a la mitad. Y si se hubiese perdido los 30 mejores días, sus retornos habrían sido negativos.

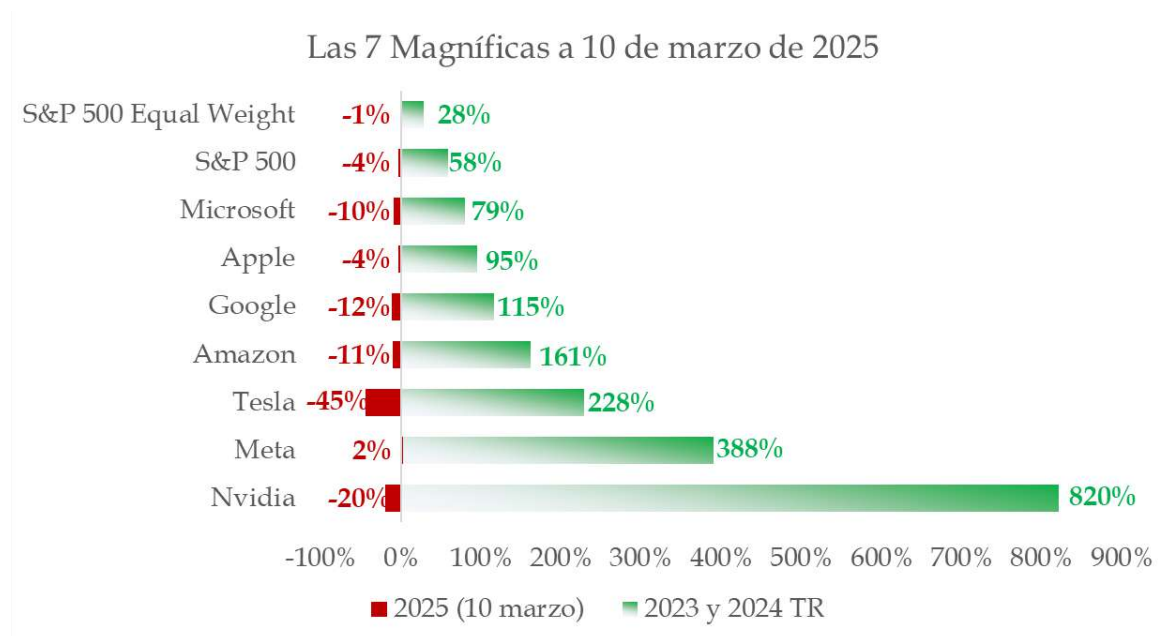
Recuerdo **el año del COVID** cuando los inversores se iban corriendo del mercado con -20% o con -30%. Ese año, **el S&P 500 cerró por encima del +18%**. Creo que no hay que comentar nada. Pero ese patrón exagerado se repite de manera recurrente de modo menos brusco, cada año.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

Otro aspecto para considerar es que las caídas del mercado no suelen ser permanentes. Aunque las correcciones pueden ser abruptas y dolorosas, la historia nos muestra que **los mercados tienden a recuperarse**. Tras momentos de pánico, las subidas suelen ser rápidas. Sirva como botón de muestra el ejemplo que hemos mencionado del 2020.

Si analizamos los datos, vemos que cuando un activo cae un 50%, necesita subir un 100% para recuperar la pérdida. Esto demuestra que la magnitud de la recuperación necesaria es mayor que la caída inicial. Es por eso por lo que, en lugar de intentar adivinar cuándo salir y cuándo entrar, **la estrategia más sensata suele ser mantener las inversiones y dejar que el mercado haga su trabajo a largo plazo**. Sé que no es fácil y puede llegar a ser doloroso. Mi consejo es no mirar la cartera de inversiones si la tenemos bien construida y **aprovechar para meter algunos ahorros que tengamos en estos momentos de rebajas**. Como dato que igual te ayuda a respirar mejor con las actuales caídas, desde 1928 hasta 2024, 49 años del S&P 500 han tenido una caída interanual de más del 8% y han terminado el año con un rendimiento positivo.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

Poner las cosas en contexto es importante. Por eso también he adjuntado este último gráfico en donde vemos las caídas de las 7 Magníficas al lado de los retornos de los dos últimos años. Ahora la película cambia, ¿no?

Para reducir el impacto emocional de las fluctuaciones del mercado, una estrategia efectiva es el **ahorro periódico (dollar-cost averaging)**. Consiste en invertir una cantidad fija de dinero en intervalos regulares, sin importar si el mercado está subiendo o bajando. Esto permite comprar cuando los precios son

altos, pero cuando también son bajos, lo que suaviza el impacto de la volatilidad y ayuda a construir riqueza a lo largo del tiempo. Y, por supuesto, combinar esta estrategia con mayores aportaciones en estos momentos de caídas (*lump sum*). Esta **unión de las estrategias nos suele dar un medio y largo plazo más que aceptable**. No me detengo en el uso de estas estrategias porque también las hemos comentado en los cursos de Estrategias de Inversión.

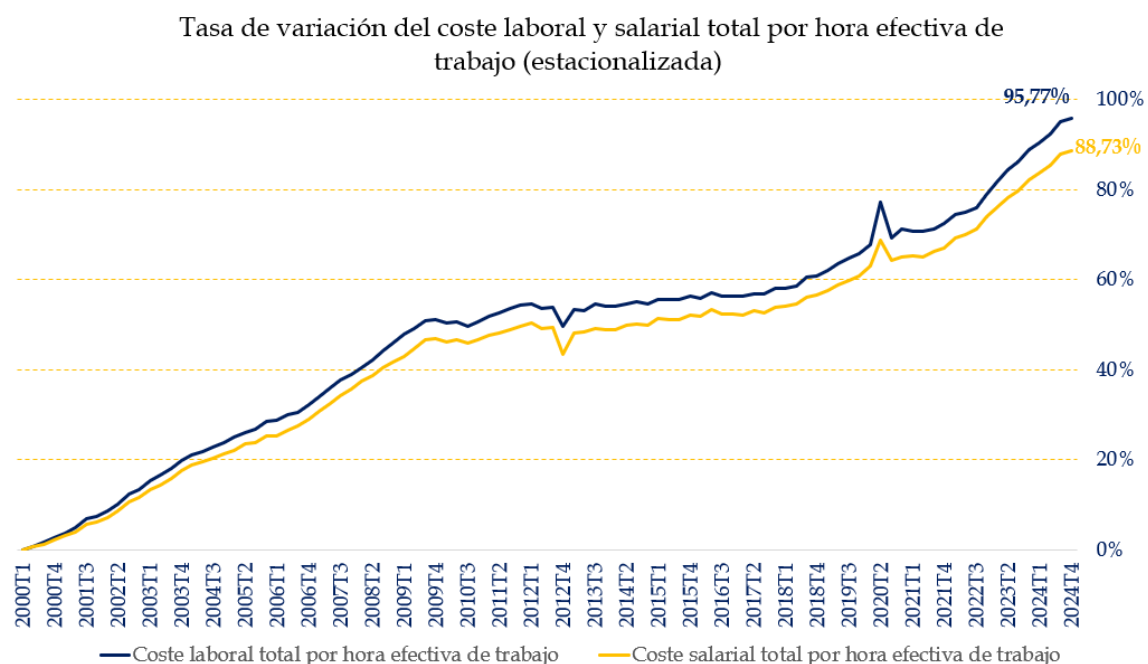
A largo plazo, los inversores que mantienen sus inversiones y diversifican adecuadamente suelen obtener mejores resultados que aquellos que intentan predecir el mercado. Como decía Warren Buffett: “El mercado es un mecanismo para transferir dinero del impaciente al paciente”. Así que la próxima vez que veas una caída en tu cartera, respira hondo, revisa tu estrategia y recuerda: en inversión, **el tiempo es tu mejor aliado**.

46.El coste laboral en España

El coste laboral es el conjunto de gastos que asumen las empresas por cada trabajador contratado. No solo incluye el salario que recibe el empleado, sino también otros costes asociados que afectan a la empresa.

El coste laboral se divide en dos componentes principales. Por un lado, tenemos los **costes salariales**, que incluyen la remuneración directa que recibe el trabajador, pagas extraordinarias, complementos salariales y pagos en especie. Por el otro, tenemos los **costes no salariales**, que incluyen cotizaciones a la Seguridad Social, indemnizaciones por despido, prestaciones sociales, seguros de accidentes de trabajo, gastos en formación y otros beneficios adicionales.

Por tanto, el **coste laboral total** es siempre superior al **coste salarial total**, debido a las cargas sociales y otros costes que deben asumir las empresas. Pero lo ideal es que fuesen prácticamente iguales. Y en España vemos que hay una brecha entre ambos indicadores y que se está acrecentando poco a poco.



Fuente: Carlos Arenas Laorga, datos del INE

Según los datos del INE, el **coste laboral total por hora efectiva trabajada ha aumentado de forma constante desde el año 2000**, con una aceleración en los últimos años. El coste salarial ha seguido una evolución similar, aunque con una

brecha constante respecto al coste laboral total, lo que no da el indicador del peso de los costes no salariales.

Es normal e incluso debería ser sano que el coste laboral total suba, pero en España hay varios datos que creo que no son del todo positivos para estos incrementos, más todavía cuando la brecha entre el coste laboral y el salarial aumenta.

Por ejemplo, las **subidas de SMI** han sido de más del 55% en los últimos 5 años. Este incremento ha elevado los costes salariales en muchas empresas, pero especialmente en aquellas de sectores con escasa productividad. La consecuencia de esto es simple: despidos.

Otro de los motivos es la aprobación por parte del Gobierno de reformas que han **elevado la carga de cotizaciones que pagan los empresarios a la Seguridad Social**. En particular, la introducción del Mecanismo de Equidad Intergeneracional ha supuesto un aumento de cotizaciones para sostener el sistema de pensiones. Y claro, esto es un aumento directo del coste que asumen los empresarios y un **desincentivo a la contratación**.

Aunque estamos en máximos de pluriempleo, otro mal dato, por cierto, la **cantidad de horas efectivas trabajadas ha venido disminuyendo**. Como el coste laboral total se calcula por hora trabajada, si el total de horas disminuye, pero los salarios y cotizaciones se mantienen, el resultado es un aumento del coste laboral por hora.

En resumen, **la mayor brecha** entre las dos variables que vemos en el gráfico **indica que ha crecido más el peso de los costes indirectos y las cotizaciones que los salarios**.

Los efectos de este comportamiento no son buenos, claro. El coste soportado es una **mayor recaudación del estado**, en perjuicio de la creación de empleo y del dinero en el bolsillo del ciudadano. La **competitividad se resiente** si la productividad no aumenta al mismo ritmo, y no lo ha hecho. Esto nos sitúa en **desventaja con otros países**, aunque la mano de obra sea más cara en aquellos.

Y no hay que olvidarse de un efecto de segunda ronda como la **inflación**. Si las empresas trasladasen estos mayores costes no solo en forma de menos contratación, sino en el precio final de su producto o servicio, los precios tenderán a subir. Esta consecuencia la vemos, entre otros, en el **precio de los alimentos**. Y es que, en el reciente informe del Banco de España sobre las proyecciones macroeconómicas, se aprecia cómo en España han aumentado los precios de los alimentos más que en el conjunto de la Unión Europea. Sirva como botón de muestra.

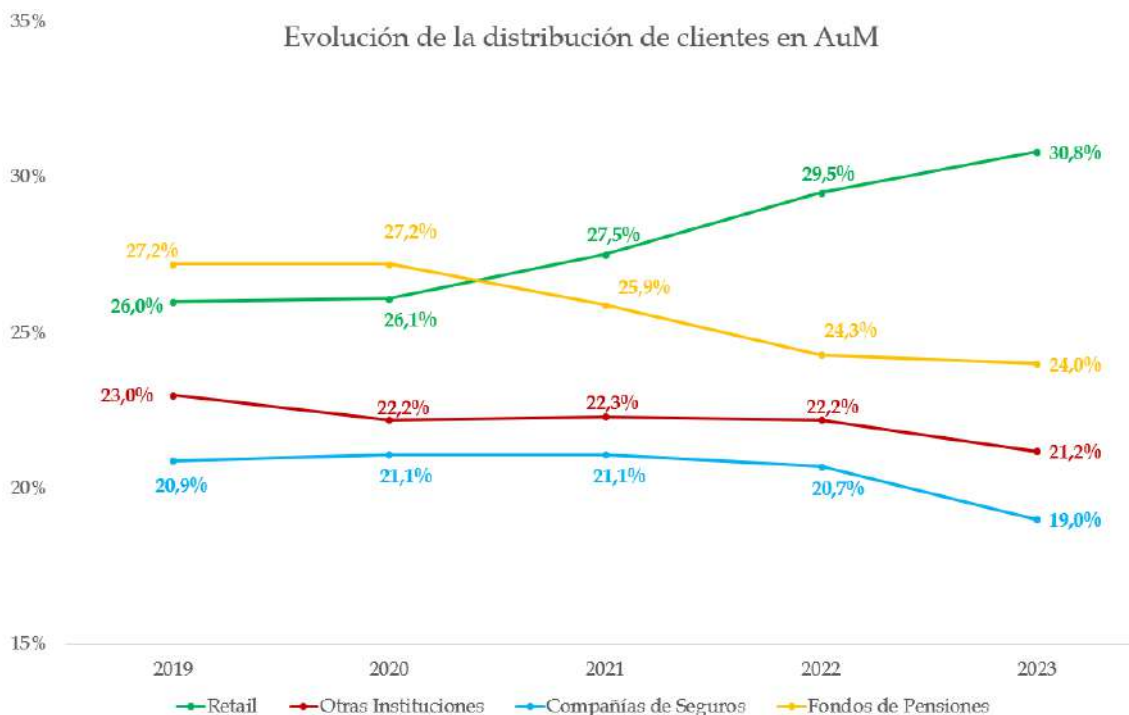
Aunque los aumentos de los costes laborales **pueden tener efectos positivos** sobre los salarios, también generan **riesgos en términos de competitividad y empleo**. Para evitar impactos negativos, es fundamental que el crecimiento del coste laboral vaya acompañado de un incremento en la productividad y de políticas que faciliten la contratación, no lo contrario.

En el fondo, es **otro motivo más para recordarnos la importancia de invertir cuanto antes**.

47.El gran potencial del cliente retail en España para las gestoras de fondos

En el mundo de la gestión de activos, las grandes cifras a menudo se asocian con inversores institucionales: fondos de pensiones, aseguradoras, grandes patrimonios. Sin embargo, en España, el inversor retail está cobrando cada vez mayor protagonismo, y las gestoras de fondos harían bien en tomar nota de esta tendencia.

Según datos de *McKinsey Performance Lens Global Growth Cube* de gestión de activos, la participación de clientes minoristas en el total de **activos bajo gestión** (AUM) en Europa ha crecido de forma importante en los últimos años. **En 2019, representaban el 26%, mientras que al cierre de 2023 ya suponían un 30,8%.** Este aumento refleja un interés creciente de los ahorradores en Europa por los mercados de capitales, impulsado por la reducción de la rentabilidad de los productos bancarios tradicionales y la mayor accesibilidad a los fondos de inversión gracias a la tecnología.

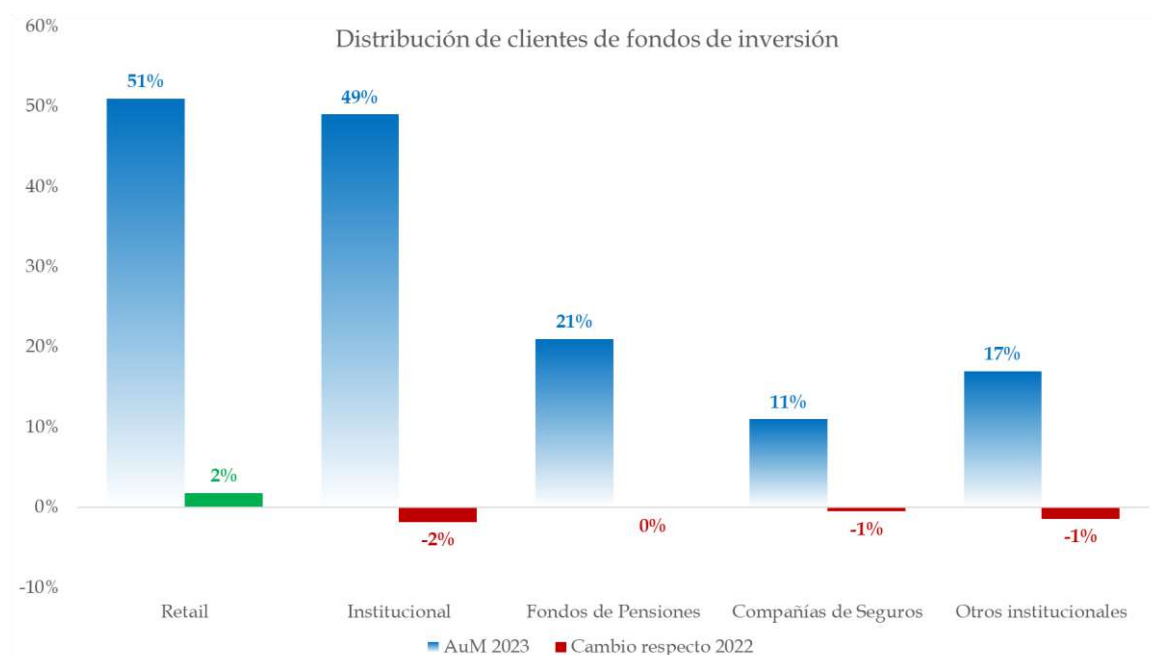


Fuente: Carlos Arenas Laorga con datos de McKinsey Performance Lens Global Growth Cube

En España, el peso de la banca en la distribución de fondos ha sido históricamente dominante, pero esto está cambiando. Las plataformas digitales, los *robo-advisors* y la mayor cultura financiera han permitido que **más particulares accedan a opciones de inversión diversificadas**. Las gestoras que sepan adaptarse a este nuevo entorno tienen ante sí una oportunidad única.

El ahorro de los hogares españoles sigue estando altamente concentrado en depósitos bancarios y efectivo, con **más de 1,1 billones de euros en cuentas a la vista**. Mientras que en otros países europeos los fondos de inversión son una pieza clave del ahorro privado, en España siguen ocupando un lugar menor en las carteras de los ciudadanos. Sin embargo, con la bajada de tipos y la menor rentabilidad de los depósitos, cada vez más ahorradores buscan alternativas. Ahí es donde las gestoras de fondos pueden jugar un papel crucial. Repito que, además del peso sustancialmente mayor del cliente minorista, hablamos de más de 1 billón disponible para invertir que está en depósitos. Pero no solo se trata de que la mayor parte de AUM esté en retail, sino que **esta tendencia se está acrecentando en los últimos años**.

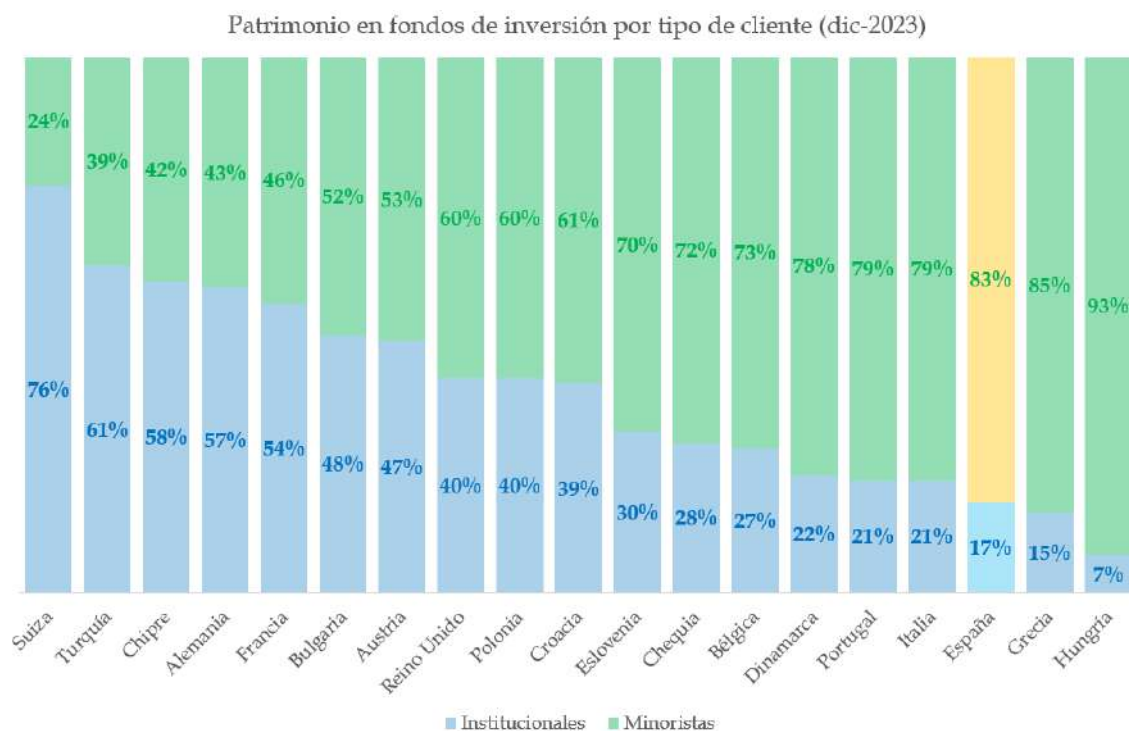
Y no solo estamos hablando de activos bajo gestión en general, hablamos concretamente de **activos en fondos de inversión**. Lo cual es concretar de modo muy preciso en los datos que atañen a la industria financiera.



Fuente: Carlos Arenas Laorga con datos de McKinsey Performance Lens Global Growth Cube

Si en vez del conjunto europeo, lo desglosamos por países, nos llevamos una tamaño sorpresa. Estamos hablando de que **en España este porcentaje sube hasta, atención, el 83% a finales de 2023**. Y otro dato interesante es que los mandatos discrecionales también están en cliente retail, con un peso del 95%. Aunque el volumen en cliente reatil gestionado es exactamente la mitad que en el no gestionado. Es decir, el inversor de la calle es quien domina el volumen de fondos en España.

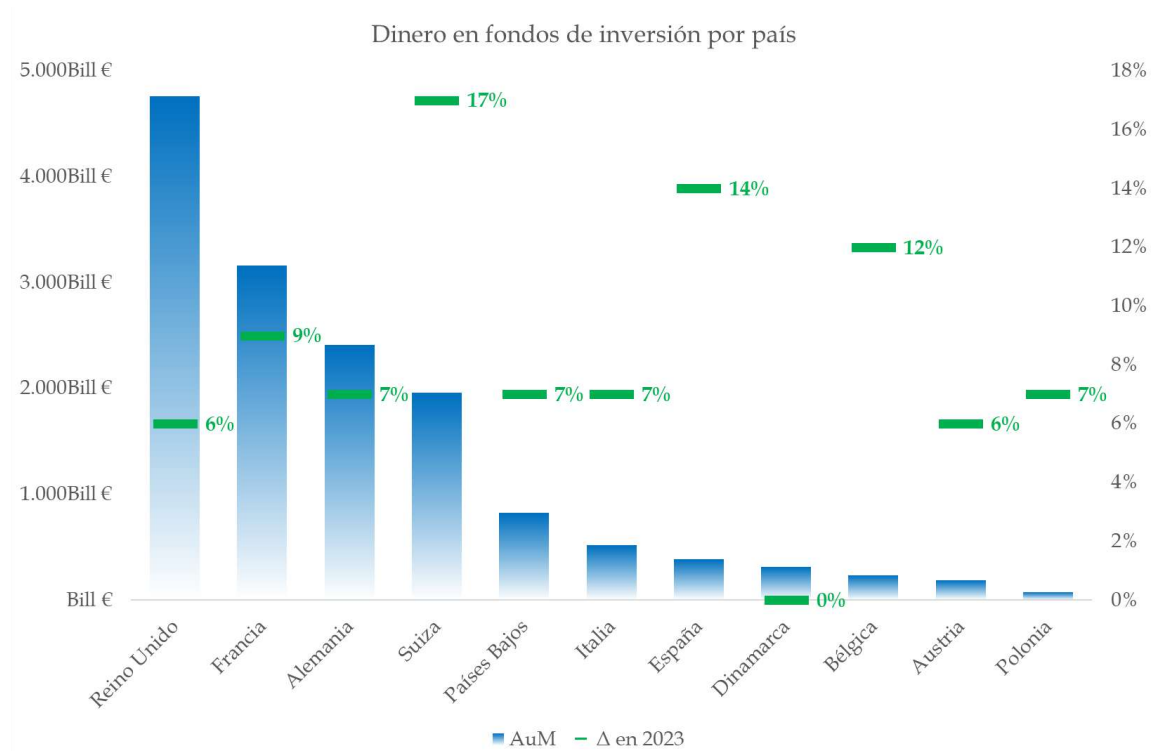
Aunque pueda sonar raro, es lo mismo que pasa con algunas variables macroeconómicas. Por ejemplo, el ahorro de una economía podría pensarse que proviene de grandes corporaciones y es un elemento muy abstracto. Pero nada más alejado de la realidad. La mayor parte del volumen es de familias de clase media que van haciendo sus pequeños ahorros para pagar los estudios de los hijos, comprar una casa o un coche, etc.



Fuente: Carlos Arenas Laorga con datos de McKinsey Performance Lens Global Growth Cube

Además, tenemos **otra buena noticia para las gestoras de fondos**. No se trata solo de que haya más de 1 billón en depósitos, tampoco se trata de que en España

tradicionalmente se invierte a través del ladrillo, es que estamos viendo un **apetito en fondos que nos sitúa en el podio a nivel europeo**. Solo en 2023, el **crecimiento de los AUM en fondos de inversión creció en un 14%**.

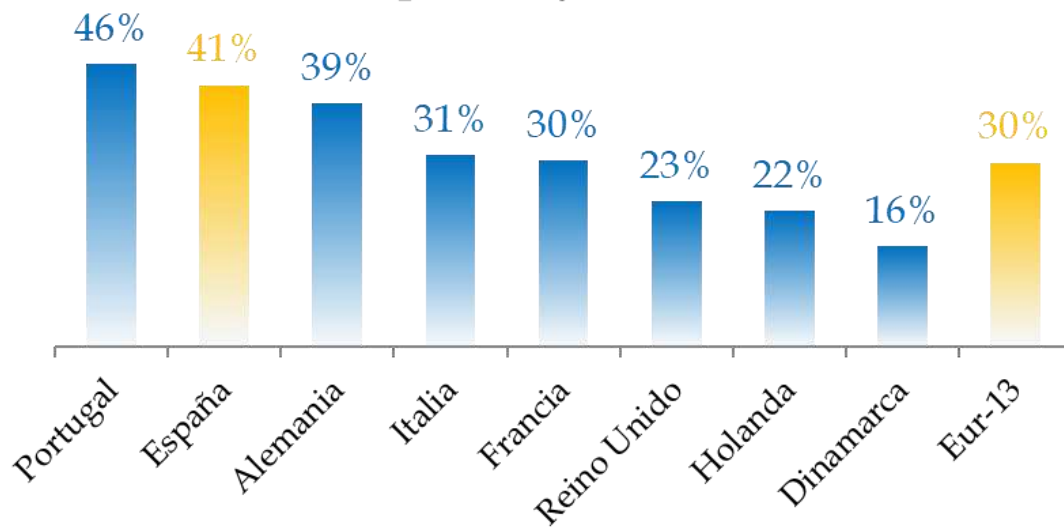


Fuente: Carlos Arenas Laorga con datos de McKinsey Performance Lens Global Growth Cube

A pesar de estas tendencias positivas, **queda mucho trabajo por hacer**. En primer lugar, la **educación financiera** sigue siendo un obstáculo. El desconocimiento sobre los beneficios de la inversión a largo plazo hace que muchos ahorradores españoles mantengan una aversión excesiva al riesgo, lo que les impide beneficiarse de los mercados. En segundo lugar, **la distribución sigue siendo un reto**. Aunque las redes bancarias continúan siendo el principal canal de venta de fondos en España, las gestoras tienen **muy difícil acceso al ese 83% del mercado**.

Otra buena noticia para las gestoras de fondos es el enorme potencial que sigue teniendo España a la vista de cómo ahorramos en comparación con otros países europeos. En este gráfico podemos ver el porcentaje de activos de las familias europeas que está en depósitos y en efectivo.

Depósitos y efectivo



Fuente: Carlos Arenas Laorga, datos de INVERCO

Aquí caben **dos opciones**, o incrementar mucho el peso en clientes **institucionales** o aprovechar ese peso mayoritario del 83%. Cada estrategia tiene ventajas en inconvenientes. En cuanto al **cliente institucional**, es muy difícil entrar y muy fácil salir. El volumen es importante y, como en cualquier empresa, no es bueno depender de un cliente que no está nada atomizado. En cuanto al cliente retail, el camino de crecimiento no es tan binario y rápido, pero es mucho más estable y sólido. En el medio plazo, está claro el camino que deben seguir las gestoras de fondos, aunque sea más lento de transitar.

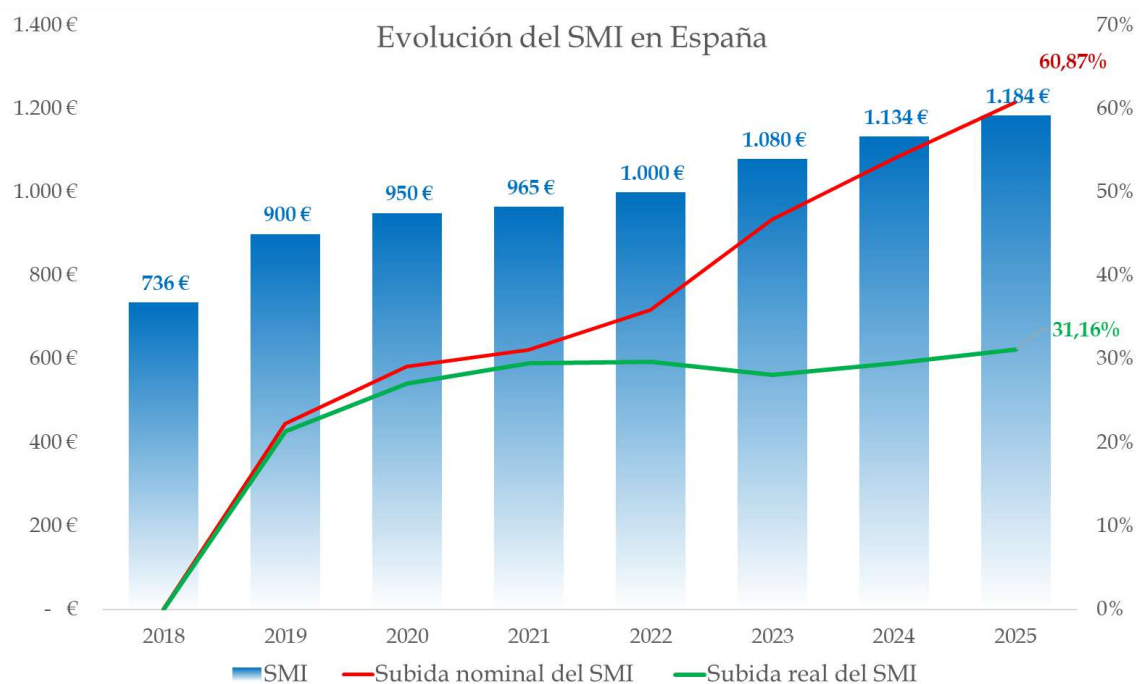
Las gestoras internacionales (y nacionales) de fondos en España deben ver en el cliente retail una gran oportunidad de crecimiento. El interés por la inversión está en auge, los ahorradores buscan alternativas a los depósitos y la tecnología está facilitando el acceso a los mercados. Pero para aprovechar este potencial, será fundamental **invertir en educación financiera**, mejorar la distribución y ofrecer productos adaptados a las necesidades del inversor minorista. En un contexto de presión sobre los márgenes y competencia creciente, el segmento retail puede ser la clave para el futuro de la industria de gestión de activos en España.

48.El Salario Mínimo, mucho ruido y pocas nueces

Si uno atiende al discurso oficial, el Salario Mínimo Interprofesional ha subido un 61% desde 2018. Un logro histórico, nos dicen. Pero si ajustamos la cifra a la inflación, el aumento real del poder adquisitivo es mucho menor.

Y aquí está el truco: el trabajador cobra más, pero también paga más por la cesta de la compra, la vivienda y la energía. Especialmente por los alimentos, en relación con el resto de Europa. A simple vista parece una gran mejora, pero realidad es menos halagüeña.

Más allá de la narrativa política, hay datos que generan menos titulares pero que deberían preocuparnos. Según el informe del Banco de España de 2021 *Los efectos del salario mínimo interprofesional en el empleo: nueva evidencia para España*, la subida del SMI en 2019 provocó una pérdida neta de empleo asalariado en el colectivo afectado de entre 6 y 11 puntos porcentuales a finales de ese año. Dado que el número de asalariados afectados se estima en aproximadamente 1,6 millones, esto equivaldría a una reducción de entre 96.000 y 176.000 empleos. No es una cifra menor.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

Además, el informe señala que hubo un menor crecimiento del empleo en el colectivo con menores salarios tras el incremento del SMI. También se observó un mayor impacto adverso en el empleo de los trabajadores de mayor edad y una reducción más acusada de las horas trabajadas y de la creación de empleo para los jóvenes. Es decir, justo aquellos a los que supuestamente se quería beneficiar han acabado sufriendo más dificultades para encontrar empleo. La ironía es evidente: una medida pensada para ayudar a los más vulnerables ha terminado perjudicándolos.

Y por si esto fuera poco, el efecto "boomerang" es real: muchas pymes, que operan con márgenes reducidos, han tenido que subir precios o reducir plantilla para afrontar el incremento de costes. Es el clásico dilema: lo que gana el trabajador por un lado, lo pierde en encarecimiento de bienes y servicios. Una subida del SMI sin un aumento de la productividad es como echar gasolina a un coche con el motor averiado. El incremento del SMI ha funcionado como un parche, pero no ha solucionado el problema estructural del empleo en España. De hecho, en el último informe del Banco de España de 2025 sobre la *Encuesta a las empresas españolas sobre la evolución de su actividad*, “un 32% de las empresas afirman que las subidas del SMI habrían provocado una reducción de sus márgenes, mientras que un 26% manifiestan que han trasladado las alzas del SMI a sus precios de venta”. Y del SMI también se dice que “un 21% de las empresas encuestadas declaran como relevante la reducción de nuevas contrataciones y un 10,1% el recorte de su plantilla vía despidos”.

Subir el SMI por decreto suena bien, pero tiene efectos secundarios. Para muchas empresas, especialmente las más pequeñas, un incremento del 61% en cinco años no es asumible sin consecuencias. Mientras que las grandes empresas pueden adaptarse con economías de escala, las pymes y autónomos lo tienen mucho más difícil. En el peor de los casos, la subida del SMI puede acelerar la sustitución de trabajadores por tecnología o deslocalizar empleos a países con menor coste laboral. Es más, en un contexto donde la automatización avanza a pasos

agigantados, encarecer la mano de obra sin mejorar su productividad es la receta perfecta para la destrucción de empleo.

Otro punto clave: la productividad en España no ha crecido al mismo ritmo que el SMI. Si los salarios suben sin que aumente la productividad, el resultado es inflación y menor competitividad. En países con una economía más flexible, los aumentos salariales vienen acompañados de mejoras en eficiencia, innovación y valor añadido. En España, muchas veces suben por decisión política, sin respaldo económico. Y cuando se trata de decisiones económicas, la política es un mal consejero.

En lugar de subir el SMI a golpe de decreto, una mejor estrategia sería fomentar el crecimiento económico y la productividad. Salarios más altos deben venir acompañados de mayor creación de valor, no solo de regulación. De lo contrario, el efecto final puede ser justo el contrario al deseado: más paro, más precariedad y más empresas en dificultades. Y, lo que es peor, más desigualdad: aquellos con menor cualificación seguirán siendo los más perjudicados.

El dinero no se imprime por decreto y la riqueza no se crea con promesas. Que haya una ley que diga que podemos volar no va a hacer que efectivamente volemos. No creo que muchos se tirasen por la ventana cuando esta ley se publicase en el BOE. Si queremos salarios dignos y sostenibles, hay que generar riqueza, no imponerla por ley. Porque un buen salario no es el que te suben por decreto, sino el que puedes negociar en un mercado laboral flexible y dinámico. Si queremos una economía competitiva, no podemos seguir jugando a la política del parche. España necesita reformas estructurales, no soluciones populistas y rápidas que terminan costándonos más de lo que aportan.

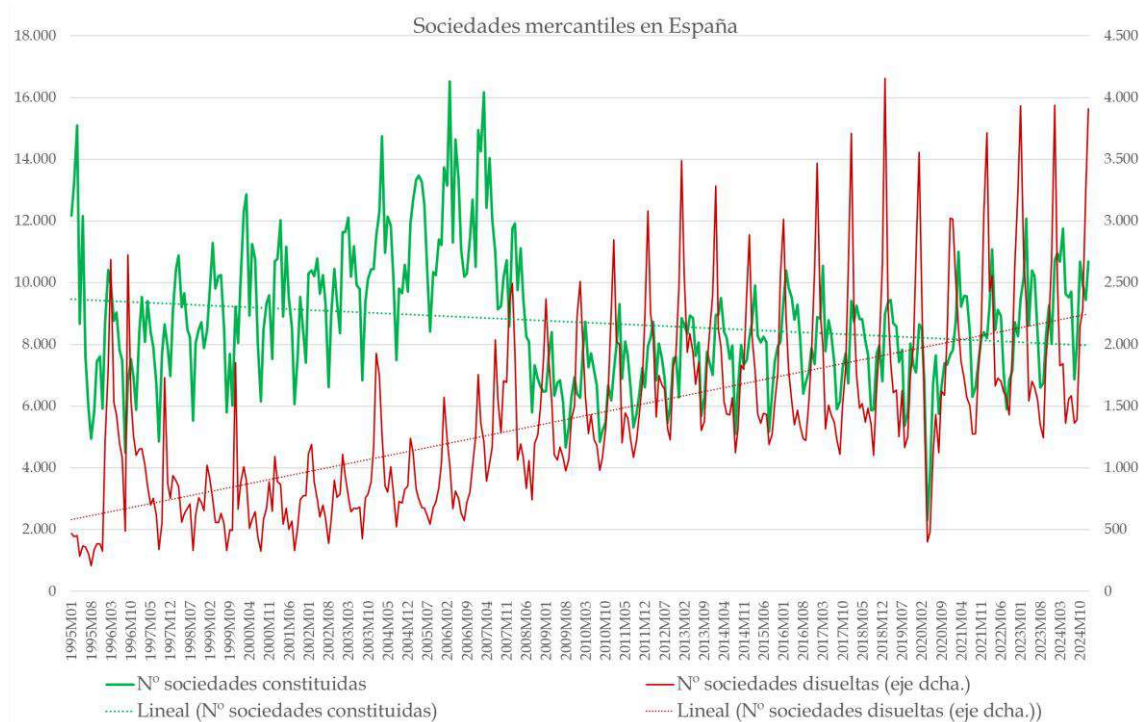
49. La crisis silenciosa del emprendimiento en España

El tejido empresarial español está experimentando una transformación preocupante: cada vez se crean menos sociedades mercantiles y, al mismo tiempo, el número de disoluciones sigue una tendencia ascendente. Los datos recientes muestran que el problema no es pasajero y que sus raíces se encuentran en factores estructurales que llevan años lastrando la competitividad del país.

Según las cifras recientes del INE, el número de nuevas sociedades mercantiles sigue cayendo: “En enero se crearon 10.677 sociedades mercantiles, un 0,4% menos que en el mismo mes de 2024. El capital suscrito para su constitución registró un descenso anual del 44,6% y el capital medio suscrito (47.326 euros) disminuyó un 44,4%”. Aunque este dato es casi anecdótico, no lo es la tendencia de largo plazo. De hecho, en los últimos años se ha intensificado hasta alcanzar niveles preocupantes.

El problema no es solo un indicador del menor dinamismo empresarial, sino también un reflejo de una economía que no ofrece las condiciones adecuadas para el desarrollo de nuevos proyectos. En otras palabras, el mercado de capitales, el marco regulatorio, la fiscalidad y el coste del empleo están generando un entorno poco propicio para el crecimiento de nuevas empresas.

Por cierto, si te preguntas por los dientes de sierra del gráfico, es normal. La constitución de sociedades y su disolución siguen un patrón estacional muy marcado y no hay datos desestacionalizados.



Fuente: Carlos Arenas Laorga, datos del INE

Mercado de capitales

Un grandísimo talón de Aquiles de la economía española es la dificultad de las empresas para encontrar financiación. A pesar de que existen alternativas como el *venture capital* o el *private equity*, el acceso a crédito sigue siendo complejo, especialmente para las pequeñas y medianas empresas. La banca, principal fuente de financiación en España, mantiene unos criterios estrictos para la concesión de préstamos, lo que dificulta la supervivencia y el crecimiento de muchas compañías.

Además, la falta de una bolsa de valores con un ecosistema robusto para pequeñas y medianas empresas impide que estas puedan captar capital a través de emisiones de acciones o bonos. En mercados más desarrollados, como el estadounidense, las empresas emergentes tienen más facilidad para conseguir inversión privada, lo que les permite escalar de forma más eficiente. Sabemos que la bolsa trabaja para mejorar esto, pero hace falta apoyo institucional o, al menos, que no pongan palos en las ruedas.

Regulación excesiva

España se encuentra entre los países con mayor carga regulatoria para las empresas. La burocracia ralentiza la creación de negocios y supone un coste adicional que muchas compañías no pueden permitirse. Desde licencias y permisos hasta normativas laborales y fiscales, el entramado administrativo es un freno constante para la actividad empresarial.

La estabilidad jurídica e institucional es regular, por decirlo suave, lo que añade incertidumbre a la planificación empresarial. La inestabilidad regulatoria es un enemigo silencioso para los negocios, especialmente para aquellos que requieren inversiones a largo plazo.

Impuestos elevados

El sistema fiscal español tampoco ayuda. La carga impositiva sobre las empresas es elevada, lo que reduce la capacidad de reinversión y crecimiento. El Impuesto de Sociedades, junto con las cotizaciones sociales y otros tributos, hacen que el coste de operar en España sea arduo cuando no imposibilite la formación de la compañía. Que me corrijan los juristas, pero desde la ley de Divorcio Express de 2055, la vinculación jurídica de un contrato indefinido es más fuerte que la del matrimonio. Y si nos cuesta tanto elegir una pareja, no digamos contratar a alguien. Esto es impensable en muchos otros países.

Este entorno fiscal, lejos de fomentar la inversión y la creación de empleo, genera un efecto contrario: desincentiva el emprendimiento y empuja a muchas empresas a cerrar antes de tiempo o a buscar mercados más favorables.

El impacto del SMI

El Salario Mínimo Interprofesional es un arma de doble filo. Lo primero que hay que recordar es la impresionante subida que llevamos en el SMI desde 2028; un 60,87%, ni más ni menos. Aunque todos sabemos que es una medida que busca mejorar el poder adquisitivo de los trabajadores, también sabemos que genera el efecto contrario en muchas ocasiones (como ya ha dicho el BdE) y muchas pequeñas empresas no pueden asumir estos costes sin reducir su plantilla o incluso cerrar.

En sectores de márgenes reducidos, como la hostelería o el comercio minorista, el incremento del SMI ha llevado a la reducción de contratos y al aumento de la economía sumergida. Esto no solo afecta a los empresarios, sino también a los propios trabajadores, que en algunos casos ven reducidas sus oportunidades de empleo formal.

En el último informe del Banco de España de 2025 sobre la *Encuesta a las empresas españolas sobre la evolución de su actividad*, “un 32% de las empresas afirman que las subidas del SMI habrían provocado una reducción de sus márgenes, mientras que un 26% manifiestan que han trasladado las alzas del SMI a sus precios de venta”. Y del SMI también se dice que “un 21% de las empresas encuestadas declaran como relevante la reducción de nuevas contrataciones y un 10,1% el recorte de su plantilla vía despidos”.

La combinación de dificultades en el acceso a la financiación, una regulación asfixiante, una elevada carga fiscal y un incremento de los costes laborales ha creado un cóctel letal para el tejido empresarial español. Si no se toman medidas para flexibilizar el mercado, reducir la burocracia y ofrecer incentivos reales a la inversión, la tendencia de menos creación y más disoluciones de sociedades seguirá agravándose.

España necesita un ecosistema más dinámico y competitivo que fomente la innovación y el crecimiento de las empresas. Solo así se podrá revertir esta crisis silenciosa que amenaza con debilitar el motor económico del país.

50.El impacto de las decisiones de la Fed en los mercados

Cuando la Reserva Federal habla, los mercados escuchan. Y no solo escuchan. Reaccionan, a veces con euforia y otras con pánico y, normalmente **sobre reaccionan**. La Reserva Federal de Estados Unidos no es solo un banco central, es casi un director de orquesta de la economía global, y cada ajuste en su política monetaria puede desencadenar movimientos bruscos en las bolsas, la renta fija y las divisas.

La Fed tiene varias herramientas a su disposición, pero ninguna tan poderosa como los *federal funds rate*, es decir, **los tipos de interés a corto plazo**. Cuando la Fed los **sube**, de forma resumida: el crédito se encarece, las empresas y los consumidores gastan menos, y la economía se enfría. Cuando los **baja**, sucede lo contrario y los mercados suelen celebrarlo.

Pero **no siempre es así**. Hay contextos y contextos. Una **bajada de tipos no siempre es una buena noticia** si viene acompañada de una economía al borde de la recesión. Hemos visto en numerosas ocasiones cómo el mercado se tomaba mal una bajada de tipos porque el mensaje de la Fed venía a decir que la bajada era necesaria porque los datos de la economía eran malos. Y una subida de tipos no tiene por qué ser negativa si refleja un crecimiento sano con inflación controlada.

Las bolsas estadounidenses, lógicamente, son las primeras en reaccionar a cualquier insinuación de la Fed. Los **tipos de interés afectan directamente al coste de financiación de las empresas** y, sobre todo, a la valoración de las **compañías growth**. Estas empresas, cuyo atractivo radica principalmente en sus beneficios futuros, ven cómo su valoración cambia drásticamente cuando se modifican los tipos. A tipos bajos, sus flujos de caja futuros valen más en términos presentes; a tipos altos, el descuento es mayor y, por tanto, su cotización puede verse afectada.

Ejemplo claro: en 2022, cuando la Fed inició su ciclo de subidas más agresivo en décadas para combatir la inflación, el Nasdaq sufrió una caída del 30%, mientras que valores defensivos, como los ligados al consumo básico y la salud, resistieron mejor el embate.

Pero no todo es renta variable, ni mucho menos. Si hay un mercado que reacciona de inmediato a los movimientos de la Fed, ese es el de la **renta fija**. Cuando los **tipos suben, los bonos existentes pierden valor** porque sus cupones quedan por debajo de las nuevas emisiones con tipos más altos. Cuando bajan, ocurre lo contrario.

Pero más allá de la reacción mecánica, lo interesante es lo que ocurre con **la curva de tipos**. Una curva invertida (cuando los bonos a corto plazo ofrecen más rentabilidad que los de largo plazo) suele anticipar una recesión, porque indica que los inversores están preocupados por el crecimiento económico futuro.

Otro impacto fundamental de las decisiones de la Fed es en el **mercado de divisas**. Unas tasas de interés más altas atraen capitales hacia EE.UU., fortaleciendo el dólar frente a otras monedas. No puede ser de otro modo. Si el euro paga menos, me voy a comprar dólares, con tipos más elevados, porque me dan más. Esto tiene un efecto dominó: las **economías emergentes**, que suelen tener deuda en dólares, ven cómo sus costes de financiación aumentan, lo que puede desencadenar problemas en estos mercados. Por otro lado, un dólar fuerte **perjudica a las grandes multinacionales estadounidenses, ya que encarece sus exportaciones y reduce sus ingresos en el extranjero**. Y no me extrañaría que sea el propio Trump quien esté haciendo méritos para que las bolsas caigan, a fin de que sea la “independiente y contraria a Trump” Fed quien baje *motu proprio* los tipos de interés, estimulando así un dólar menos fuerte, favoreciendo las exportaciones, y creando un nuevo impulso a los mercados.

Pero cuando hablamos de lo que dice o no dice la Fed no todo es matemática. En los mercados, **la percepción es tan importante como la realidad**. Por eso, cada palabra que sale de la boca de Powell es analizada con lupa. A veces, ni siquiera hace falta que la Fed suba o baje tipos para que los mercados reaccionen; basta con que insinúe cuál será su próximo movimiento.

El famoso *pivot* (cambio de postura de la Fed) es un ejemplo perfecto. En 2023, tras un año de subidas agresivas, el mercado comenzó a descontar bajadas de tipos para 2024, incluso antes de que la Fed confirmara que estaba lista para

relajarse. Esta anticipación generó un *rally* en los mercados, aunque la Fed aún no había movido un solo punto porcentual a la baja. Y cuando parecía que finalmente no iba a bajar tanto, los mercados frenaron en seco.

Para los inversores, hay **varias reglas que considero importantes** cuando habla la Fed.

1. **No reaccionar en caliente.** Los mercados suelen exagerar sus movimientos iniciales ante cualquier comunicado de la Fed. Espera a que el polvo se asiente antes de tomar decisiones.
2. **Diversifica.** No pongas todos los huevos en la misma cesta. Empresas *growth*, bonos a largo plazo y mercados emergentes son más sensibles a los cambios en tipos, mientras que sectores defensivos y renta fija a corto plazo ofrecen más estabilidad.
3. **Sigue la macroeconomía.** La Fed no suele actuar dando palos al aire. Sus decisiones dependen de la inflación, el empleo y el crecimiento económico. Estar al tanto de estos indicadores te ayudará a anticipar sus movimientos.

Lo importante **no es predecir qué hará la Fed, sino cómo posicionar tu cartera** para estar preparado ante cualquier escenario.

51.Las caídas en bolsa no son el fin del mundo

Cada vez que los mercados atraviesan una corrección, los titulares apocalípticos y el miedo colectivo parecen adueñarse de los inversores. Sin embargo, si hay algo que la historia nos ha enseñado es que la volatilidad forma parte natural del mercado y que la paciencia, en la mayoría de los casos, es recompensada.

Aunque ya hemos publicado acerca de las caídas, no es malo recordar lo que nos dice la historia. Desde 1928, el S&P 500 ha sufrido numerosas caídas, algunas de ellas extremadamente abruptas. Sin embargo, **en 31 ocasiones, el mercado cayó más de un 10% en algún momento del año (como sucede este año) y, aun así, cerró en positivo.** Esto pone de manifiesto que **las correcciones no siempre son preludio de un desastre**, sino, en muchos casos, oportunidades disfrazadas para quienes invierten con visión a largo plazo. Cuidado, no estoy diciendo que este año vaya a terminar en positivo. Simplemente quiero recordar que la historia nos enseña que tampoco tiene que ser el fin del mundo.

Si miramos algunos de los **momentos de mayor volatilidad en la historia**, veremos que las caídas fueron seguidas por recuperaciones sorprendentes. En **1987, el famoso "Lunes Negro"** llevó al mercado a desplomarse más de un 20% en un solo día. **Ese año, el S&P 500 terminó con una rentabilidad positiva del 5,3%**, en 1988 con un +16,6% y en 1989 con un +31,7%. Y tras un 1990 con una caída del 3,1%, los 9 siguientes años fueron de rentabilidades positivas, algunos como **1998 en los que llegó a caer más de un 19% y terminó el año con un +28,6%.**

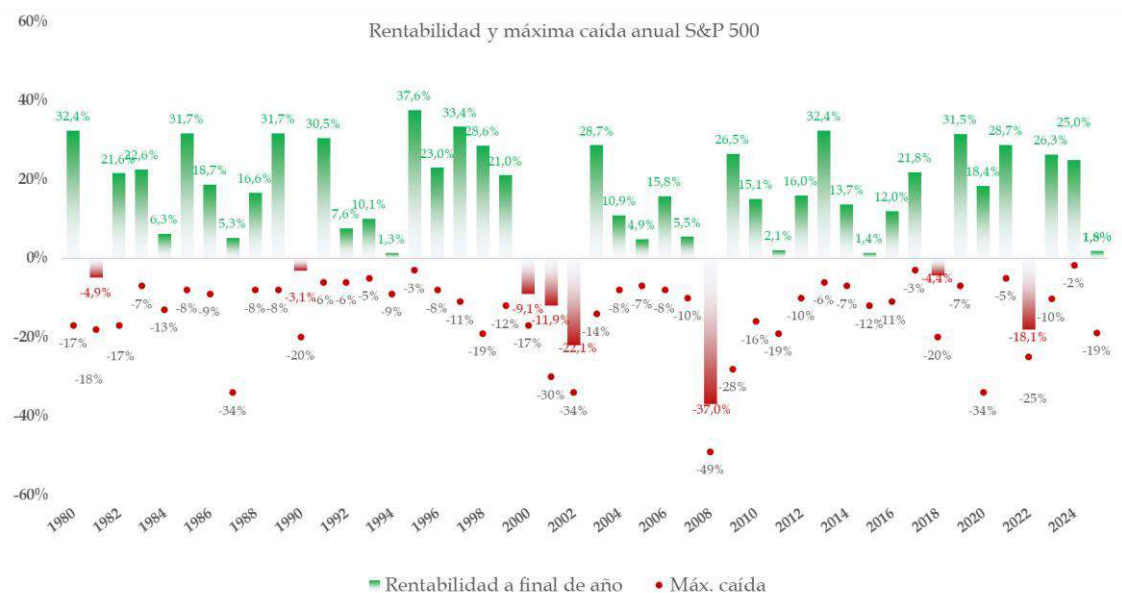
Más recientemente, en **2020, la crisis del COVID** provocó una caída histórica del **34% en apenas un mes.** En ese momento, muchos pensaron que la economía tardaría años en recuperarse. Sin embargo, en menos de seis meses el mercado ya estaba de nuevo en positivo **y cerró el año con una rentabilidad del +18,4%.**

Incluso en momentos de crisis, como en **2008, la bolsa logró recuperarse con fuerza en los años siguientes.** De hecho, en los **13 años posteriores, todos subieron con doble dígito salvo en dos ocasiones y una en la que cayó un 4,4%.** Esto no es casualidad. Los mercados tienden a revalorizarse a largo plazo. Detrás

de cada empresa cotizada hay modelos de negocio que siguen evolucionando, innovando y adaptándose.

Si analizamos el comportamiento del mercado en los últimos 100 años, los datos hablan por sí solos. **Más del 70% de los años el mercado terminó en positivo; la rentabilidad promedio del S&P supera en este periodo el 11%; o podemos añadir que, en 37 años, el mercado cerró con una rentabilidad superior al 20%.**

Warren Buffett, uno de los inversores más exitosos de la historia, lo ha dicho claramente: "*El momento de comprar es cuando hay sangre en las calles*". Esto significa que las caídas de mercado, aunque emocionalmente difíciles de soportar, pueden ser momentos idóneos para comprar activos a precios atractivos.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

Las caídas en bolsa no son el fin del mundo; al contrario, son parte de la inversión. La historia demuestra que, a pesar de la volatilidad y los momentos de pánico, los mercados tienden a recuperarse y seguir creciendo con el tiempo. En lugar de dejarse llevar por el miedo, los inversores harían bien en recordar que la clave del éxito no está en predecir el mercado, sino en **mantenerse invertidos con una estrategia bien definida.**

52. ¿Quiere Trump provocar una recesión en Estados Unidos?

La vuelta de Trump al primer plano político ha traído consigo recetas conocidas: proteccionismo comercial, vehementes discursos y una calculada generación de incertidumbre que afecta a los mercados. Pero ¿hay una estrategia detrás de todo esto?

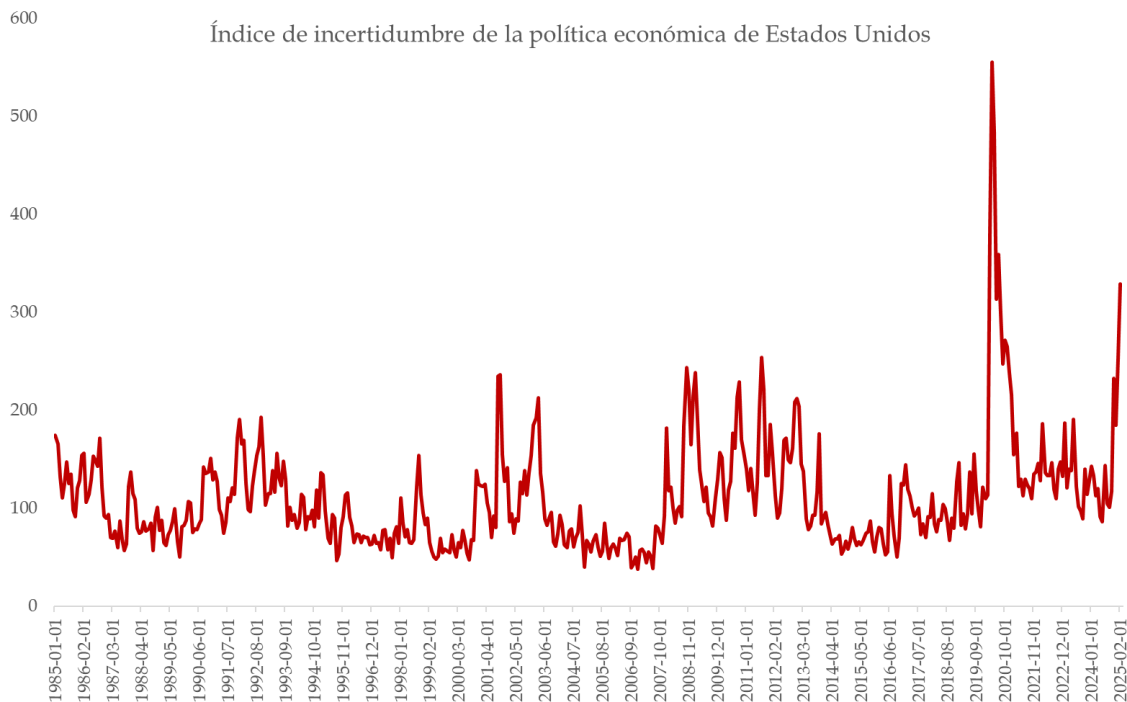
Trump ha retomado su estrategia de imponer aranceles a productos importados, particularmente a bienes procedentes de China y México. Aunque en el juego entran los BRICS, Europa y Canadá. Los nuevos aranceles propuestos elevan los costes de importación y pueden generar una reacción en cadena: subida de precios, disminución del consumo y presiones inflacionarias.

Pero aquí viene lo interesante. Las empresas no saben a qué atenerse, las cadenas de suministro se resienten y los inversores buscan refugio. Esta incertidumbre tiende a desacelerar el crecimiento económico, algo que la Fed no puede ignorar. Y de aquí al objetivo de Trump hay una delgada línea.

La Reserva Federal ha estado en modo restrictivo durante los últimos años, con tipos de interés en niveles “no bajos” para combatir la inflación pero se resiste a bajarlos tanto como a Trump le gustaría. Sin embargo, la estrategia de Trump introduce una nueva variable en la ecuación: si la incertidumbre afecta al crecimiento y las bolsas siguen cayendo, la Fed podría verse forzada a bajar los tipos. No sería la primera vez que ocurre.

Un elemento adicional en la estrategia económica de Trump es el denominado “Acuerdo de Mar-a-Lago”, una propuesta que busca reestructurar el sistema financiero global de manera similar al acuerdo de Bretton Woods de 1944. Su objetivo principal es la devaluación del dólar estadounidense para fortalecer el sector manufacturero del país. Esta medida, en teoría, haría que los productos estadounidenses fueran más competitivos en el mercado, impulsando las exportaciones y reduciendo el déficit comercial. Por un lado, Trump consigue que las empresas americanas exporten, por otro, un puente de plata para que la Fed baje tipos. Pero cuidado, porque es un equilibrio inestable.

Si este plan llegara a ejecutarse, la Fed se encontraría en un dilema: bajar los tipos de interés para incentivar el crecimiento y favorecer la política de Trump o mantener una postura firme para contener los efectos inflacionarios de una divisa debilitada.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

En cualquier caso, esta situación está generando una incertidumbre no vista en muchas décadas. Es más, ni en la crisis de 2007 vimos a este índice en los niveles que vemos hoy, tan solo superado por la etapa COVID.

Los inversores están atentos a cada movimiento. Cualquier señal de tensiones comerciales genera inestabilidad en los mercados, y esa inestabilidad podría traducirse en caídas que, a su vez, justifiquen una respuesta de la Fed. Es un juego peligroso, pero con un objetivo político claro: Trump sabe que un mercado bajista o una economía en problemas pueden ser útiles para su fin.

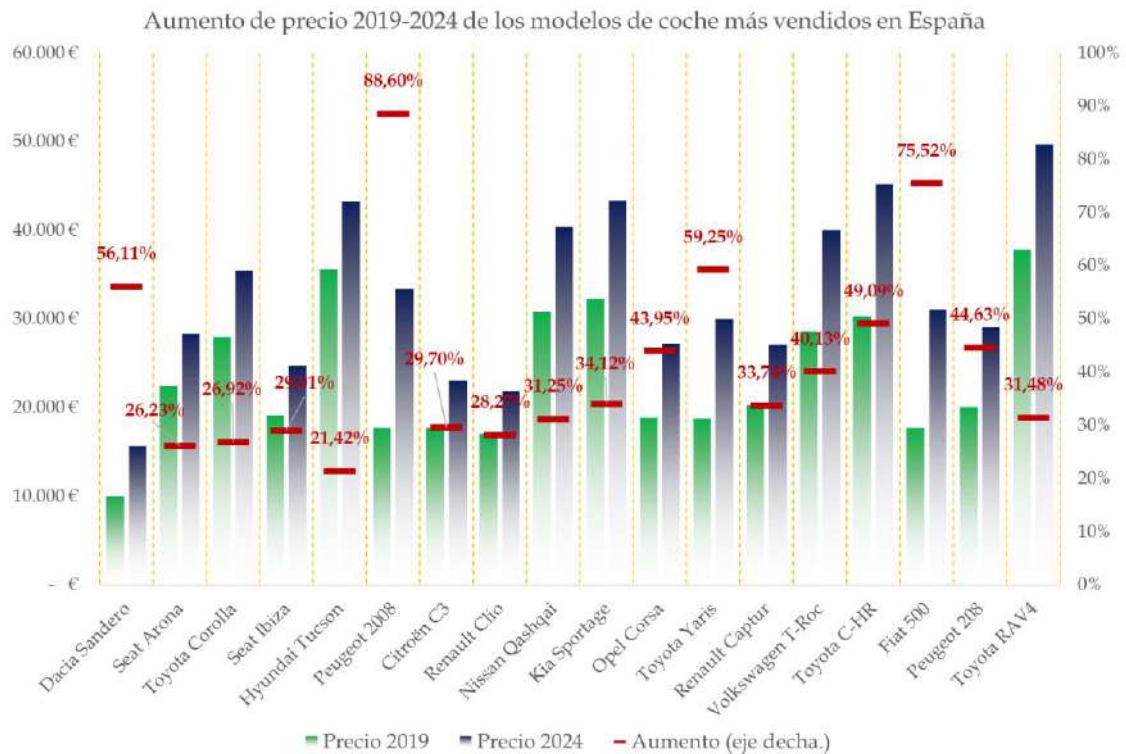
Trump no solo juega en el terreno de la política, sino también en el de la economía. Los aranceles no solo son un arma comercial, sino también un mecanismo para aumentar la incertidumbre y empujar a la Fed a tomar medidas que, directa o indirectamente, puedan beneficiar su política.

53.El increíble aumento del precio de los coches en España

Si hace unos años nos hubieran dicho que comprar un coche nuevo se convertiría en un lujo al alcance de pocos, probablemente habríamos pensado que era una exageración. Pero la realidad nos ha alcanzado: el precio de los coches en España no ha parado de subir y las perspectivas no son alentadoras.

Existen varios factores que explican el encarecimiento de los automóviles. Uno de los principales es la **inflación generalizada**, que ha afectado a los costes de producción, desde las materias primas hasta la energía necesaria para fabricar los vehículos. Además, la crisis de los microchips, que comenzó en plena pandemia y se ha prolongado más de lo esperado, ha generado un desajuste entre la oferta y la demanda, y ha disparado los precios.

También hay que considerar la transición hacia la electrificación del parque automovilístico. La **exigencia de normativas medioambientales** más estrictas ha obligado a los fabricantes a invertir enormes cantidades de dinero en investigación y desarrollo de modelos híbridos y eléctricos, cuyos costes de producción son más elevados que los de los vehículos de combustión tradicional. Como resultado, **los precios de venta han subido** para compensar estas inversiones.

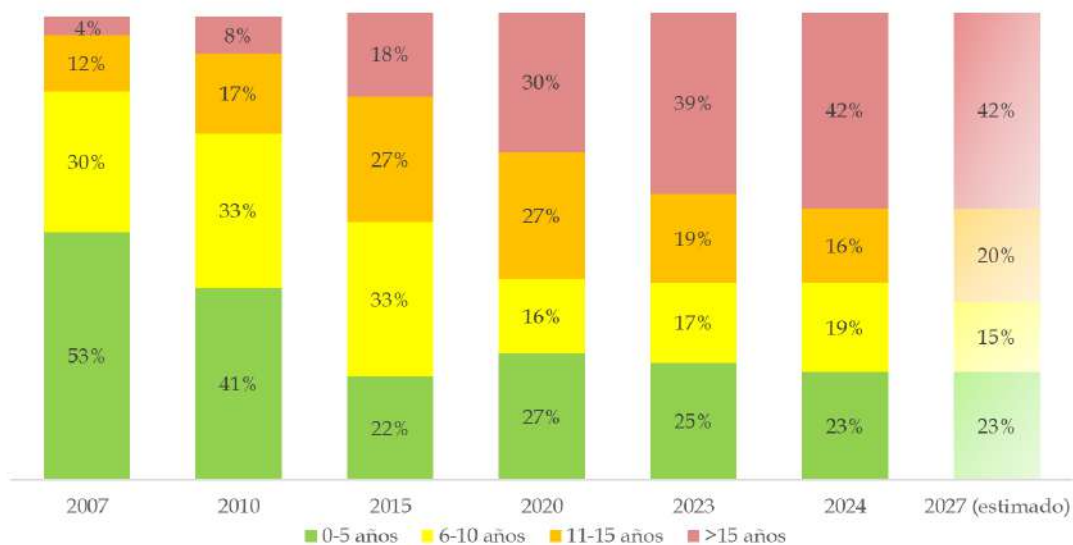


Fuente: Carlos Arenas Laorga

El primer impacto de esta situación lo sufren, evidentemente, los consumidores. **Adquirir un coche nuevo es cada vez más difícil** para la mayoría de los españoles. Aunque la inflación general en los últimos 20 años ha sido mayor que la de los coches, **desde 2019 el precio de los coches se ha disparado, con una inflación general acumulada del 22%, frente a un 41% en los automóviles** (media de los modelos más vendidos). Además, este encarecimiento también ha provocado una subida de precio de los coches usados, lo que agrava aún más el problema.

También se está observando un **alargamiento en la vida útil de los vehículos**. Los conductores intentan estirar al máximo la durabilidad de sus coches actuales, posponiendo la compra de uno nuevo. La economía va como un cohete, pero cada vez que analizamos un sector, nos encontramos con problemas estructurales.

Evolución de la antigüedad de los coches en España



Fuente: Carlos Arenas Laorga

La **industria automovilística es una de las más importantes para la economía española**, tanto en términos de empleo como de contribución al PIB. El peligro de la caída de las ventas también podría provocar un cambio en los hábitos de movilidad. Con los precios al alza, el renting y el *carsharing* podrían ganar terreno frente a la compra tradicional de vehículos. De hecho, **el renting ya es una de las fuentes más importantes de ingresos** de muchos concesionarios frente a la tradicional venta. Más que concesionarios de coches son bancos especializados en financiación de coches.

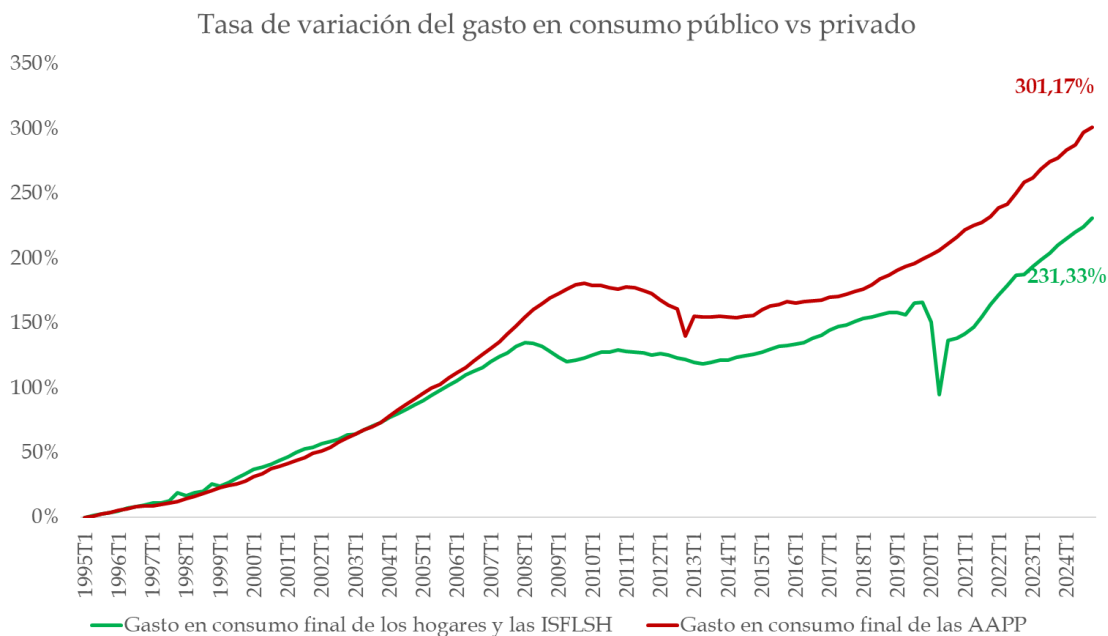
A corto plazo, no parece que los precios vayan a bajar. La electrificación del sector seguirá empujando los costes al alza, y aunque la crisis de los microchips parece cosa del pasado, todavía se necesitan ajustes en la producción para recuperar un equilibrio entre la oferta y la demanda de todos los componentes.

A medida que la tecnología avance y la competencia aumente, es posible que veamos una normalización de los precios de los coches. Mientras tanto, el coche privado podría dejar de ser la opción preferida por muchos ciudadanos. Y no por preferir otra alternativa, sino por no tenerla.

54. Crecimiento económico dopado, adictos a la dopamina del gasto público

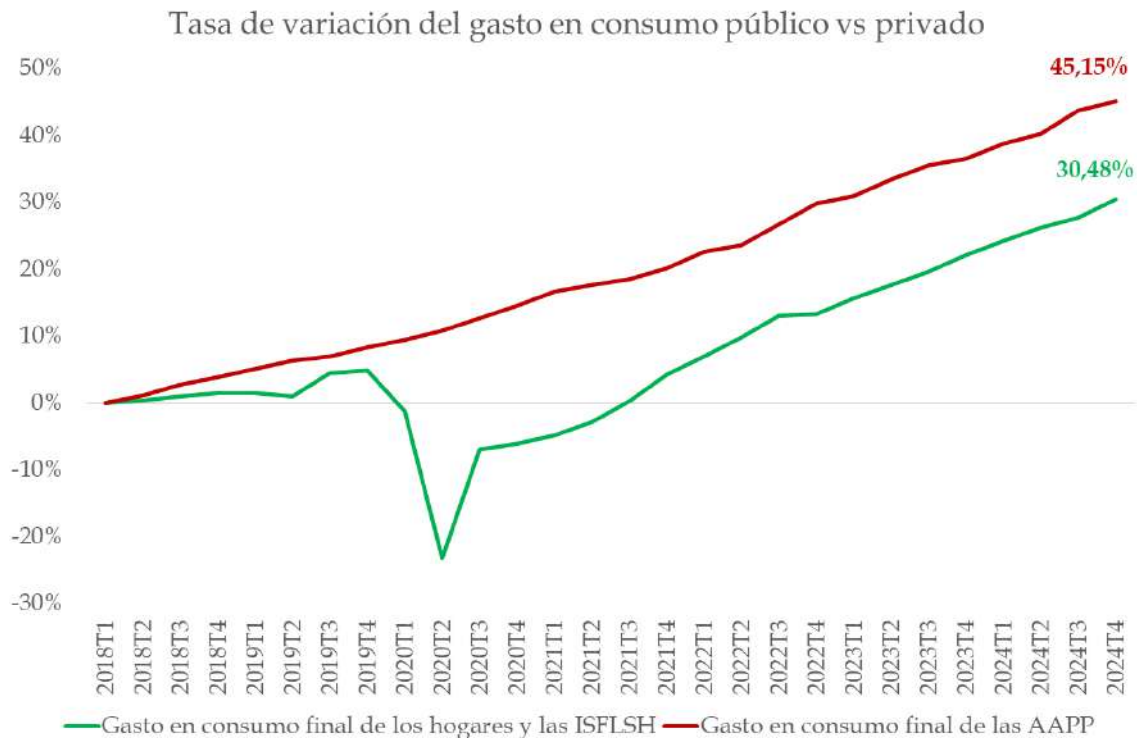
Cuando uno ve las cifras del crecimiento económico español de los últimos años, puede tener la tentación de sacar pecho. ¡Estamos creciendo más que la media europea!, escuchamos en titulares, debates parlamentarios y presentaciones oficiales. Pero es una fiesta que está pagando en buena parte “el primo de Zumosol”.

Existen los **esteroides públicos**, sí. Si analizamos con detalle los **componentes del crecimiento del PIB** español desde la pandemia, descubrimos que el empuje no ha venido, como se esperaría en una recuperación sólida, del consumo privado, la inversión empresarial o las exportaciones. No. El verdadero protagonista ha sido el **sector público**. Y no un papel secundario precisamente. Estamos hablando de un **gasto público que ha crecido de forma sostenida y muy por encima del gasto privado**, como muestro en los gráficos comparativos por periodos.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

Uno podría ser condescendiente y pensar que es normal que en plazos tan largos haya un 70% de diferencia. Pero si nos vamos unos pocos años atrás, vemos que la estructura es similar, o más agresiva.



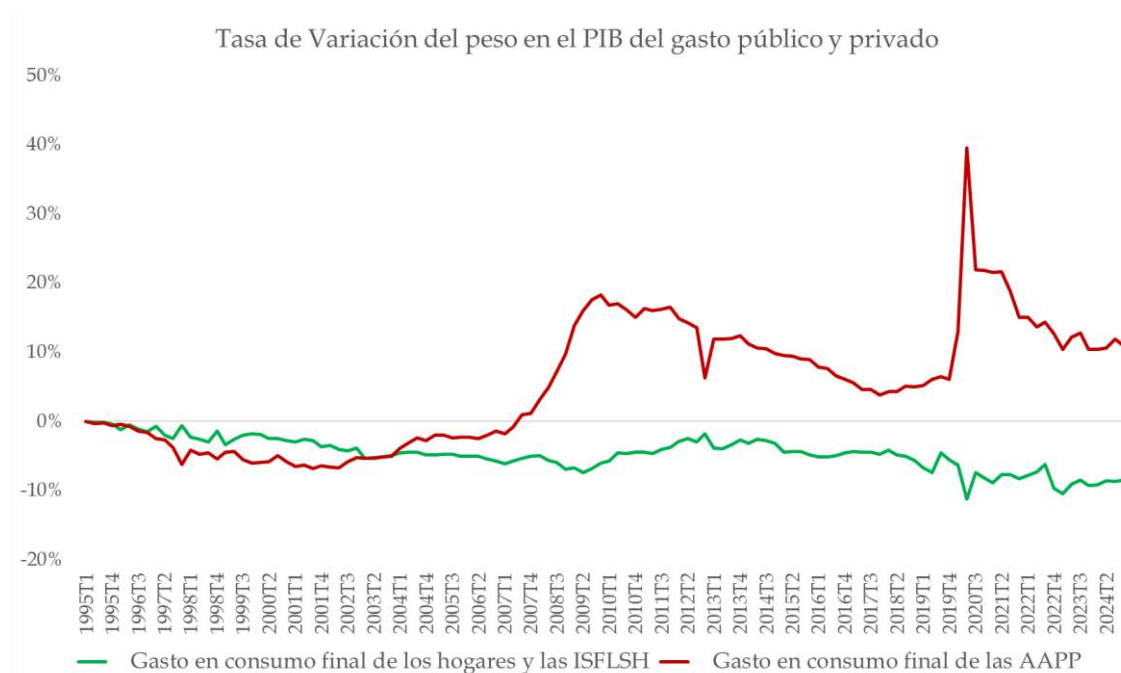
Fuente: Carlos Arenas Laorga

¿La consecuencia? Un **crecimiento económico que está dopado**, impulsado artificialmente por un estado hipertrofiado que está sosteniendo a pulmón abierto buena parte de la actividad. Lo mejor es que sea el sector privado quien cree empleo, no el público, como ha sucedido en los últimos datos que ha publicado el INE sobre el desempleo. Lo más sostenible es que sean los agentes privados quienes impulsen el crecimiento del PIB, no las administraciones públicas.

Imagina que una familia ha duplicado su nivel de vida en los últimos años. Sale más a cenar, se va de vacaciones más veces y renueva el coche cada dos años. ¿Motivo? Uno de los padres se ha quedado en paro, pero han conseguido un crédito muy generoso y están tirando de tarjeta. A simple vista parece que han mejorado su situación, sí. Pero sabemos que eso no es sostenible. En algún momento, la tarjeta se congela y toca ajustar.

Según los gráficos que he preparado, **el gasto público real ha crecido con mucha más fuerza que el privado**, especialmente tras el shock de 2020. Lo peligroso es que esto no ha sido un fenómeno puntual. El gasto de las administraciones públicas no solo ha servido como “red de seguridad” en los momentos de la pandemia, sino que **se ha convertido en motor principal y permanente del crecimiento del país**. Hemos confundido o hemos querido confundir, en el mejor de los casos, los famosos gastos sociales con toda una amalgama de grasa política en donde se benefician unos pocos. Desde luego, no los afectados en Valencia.

Hoy en día son los Presupuestos Generales del Estado (que seguimos sin aprobar) los que mueven la rueda. Infraestructuras públicas, subvenciones, contrataciones, prestaciones y fondos europeos -especialmente los *Next Generation EU*- están engordando la economía... pero con músculo que no es propio. Esto genera una serie de distorsiones importantes, como el desincentivo a la iniciativa privada, problemas de sostenibilidad fiscal, burbujas de empleo público, etc. Y la gran incógnita que planea sobre este modelo es qué ocurrirá cuando el BCE, Bruselas, o simplemente los mercados, exijan un ajuste fiscal. Porque, aunque los tipos de interés estén cayendo, **el coste de la deuda es mucho mayor que hace tres años**, y la realidad no parece dispuesta a mirar para otro lado indefinidamente.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

El final de los **estímulos extraordinarios** (*Next Gen*, ayudas COVID, ahora infraestructuras y gasto militar, etc.) puede dejar al descubierto un crecimiento que no era tan sano como parecía. Y, si el gasto público deja de crecer puede que nos encontremos con **una economía no tan sana**.

Si gran parte del avance de las métricas macroeconómicas se debe al gasto público sostenido artificialmente, no estamos ante un crecimiento saludable ni sostenible. Estamos ante una economía dopada. Cuidado, no estoy diciendo que el gasto público sea malo por sí mismo, eso sería otro debate. Pero debe ser un impulso, no una muleta permanente. Un catalizador, no una dependencia crónica.

La **economía española necesita reenfocar su modelo**: fomentar la inversión productiva, reducir trabas burocráticas, incentivar el empleo privado de calidad y usar el gasto público de forma estratégica. De lo contrario, corremos el riesgo de creernos más fuertes de lo que somos... hasta que toque enfrentarse a la realidad.

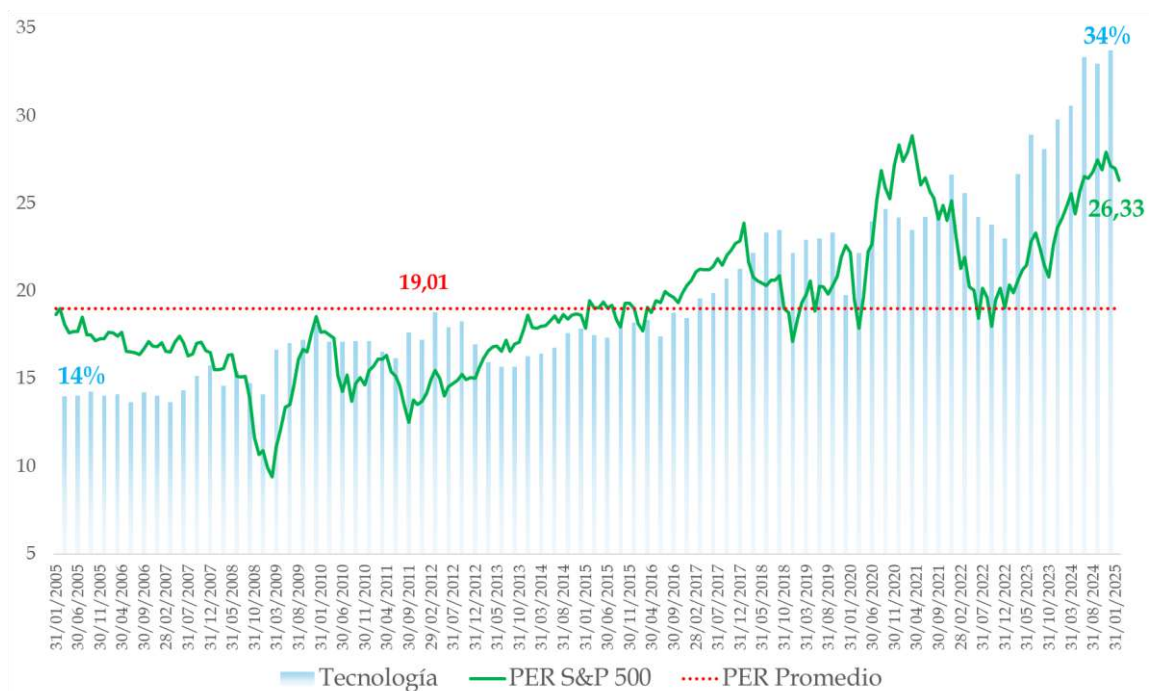
55.¿Podemos comparar el PER actual del S&P 500 con su histórico?

Spoiler: no.

Cuando uno escucha que el PER del S&P 500 (la ratio precio-beneficio más utilizado del mundo) está por encima de su media histórica, la reacción instintiva suele ser de alerta: ¡está caro! Pero cuidado, porque comparar el PER actual con su media histórica es como comparar manzanas con drones. A simple vista parece lo mismo: son cifras, ratios, porcentajes. Pero por dentro, la composición ha cambiado tanto que el PER de hoy y el de hace 20 años hablan idiomas distintos.

Yo soy el primero que utiliza el PER para ver sus medias históricas, pero lo hago con un ajuste y me he dado cuenta de que no todo el mundo hace. Y creo que es bueno contarlos. **El PER mide cuántas veces está pagando el mercado los beneficios actuales de una empresa** o índice. Un PER de 20, por ejemplo, indica que los inversores están dispuestos a pagar 20 dólares por cada dólar de beneficio generado. Cuanto más alto, más caro parece. Hasta aquí todo claro.

La trampa viene cuando olvidamos que esta ratio no se forma en el vacío, sino que depende de los beneficios (el denominador) y del precio (el numerador) ... y que ambos están condicionados por la composición del índice.

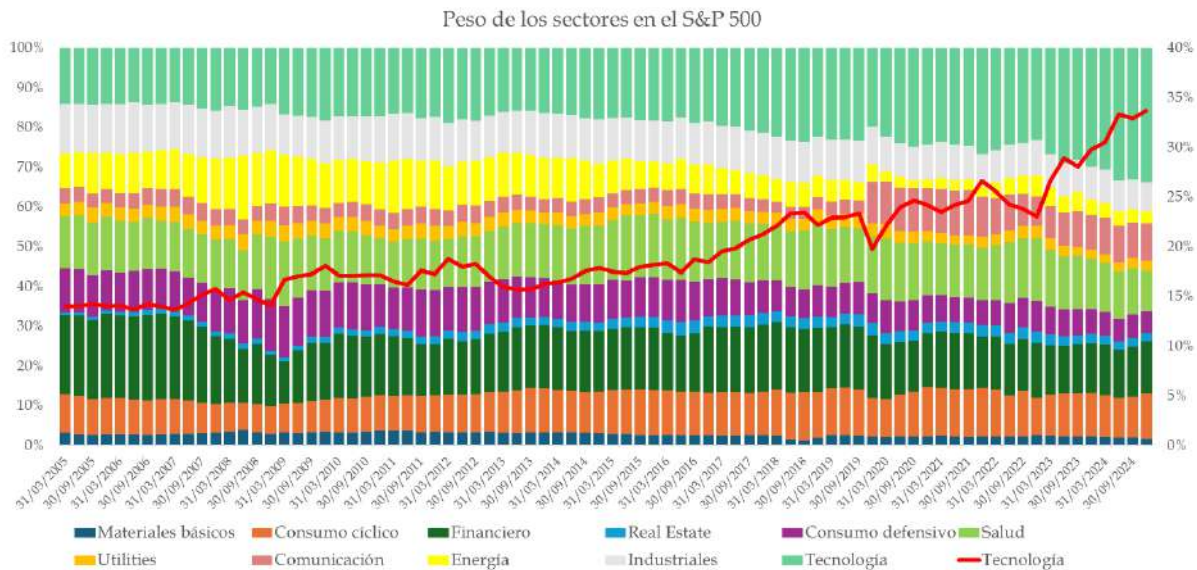


Fuente: Carlos Arenas Laorga

Hace dos décadas, las petroleras, financieras y empresas industriales eran las grandes dominadoras del S&P 500. En el año 2005, **el sector tecnológico representaba menos del 15% del índice**. Hoy, ese porcentaje ha subido a **más del 30% y más del 45% si sumamos las compañías tecnológicas no catalogadas** como tales (las encontramos en comunicación y consumo cíclico, principalmente). Es decir, casi la mitad del índice está compuesta por empresas como Apple, Microsoft, Nvidia, Alphabet, Amazon, Meta o Tesla (y no todas son catalogadas como tecnología). Pero vamos a ceñirnos, por ser estrictos, al 34% del sector, aunque dejemos fuera a compañías como Amazon, Tesla, Alphabet, Netflix, o Meta. Y lo que estoy diciendo es relevante. Repito, dejamos fuera a estos gigantes, y el peso de la tecnología es del 34%...

Aquí es donde entra la distorsión. Las compañías de tecnología tienen características que empujan el PER hacia arriba, sin que eso signifique necesariamente que estén caras. Las empresas tecnológicas y de crecimiento operan bajo un paradigma distinto al de las compañías tradicionales.

1. **Sus beneficios actuales son bajos respecto a su potencial futuro:** muchas de estas empresas reinvierten masivamente en I+D+i, expansión global, IA, o nuevas líneas de negocio. El mercado no las valora por lo que ganan hoy, sino por lo que podrían ganar dentro de 5, 10 o 15 años. En realidad, como a todas, pero a más largo plazo.
2. **Su rentabilidad futura es más sensible a los tipos de interés:** cuando los tipos bajan, el valor presente de sus beneficios futuros sube mucho. Lo vemos cada vez que hay movimientos de la Fed o los que se esperan. Precisamente por la mayor duración.
3. **Margen bruto y retorno sobre capital muy elevados:** compañías como Nvidia o Apple tienen márgenes y eficiencias que hace años eran impensables. Esto les permite escalar beneficios de forma no lineal, justificando ratios más altas.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

El **PER sigue siendo una herramienta muy útil**, pero si se interpreta en su contexto. Lo que no tiene sentido es comparar el PER actual con su media histórica sin ajustar por la composición sectorial. Si hace 20 años el índice estaba lleno de bancos, petroleras y empresas cíclicas, y hoy está liderado por semiconductores, software y plataformas digitales, el punto de partida es radicalmente diferente.

Imagina que antes tenías una cesta de la compra compuesta por pan, leche y huevos y ahora incluye jamón ibérico, salmón noruego y una botella de Vega Sicilia. ¿Podemos hablar de inflación o de cambio de cesta?

Además, conviene recordar que el índice está más concentrado: los “7 magníficos” ya representan más del 30% del total. ¿Podríamos estar viviendo una burbuja como en el año 2000? Aquellas tecnológicas no generaban beneficios, estas sí. Y muchos. Y cada vez más diversificados.

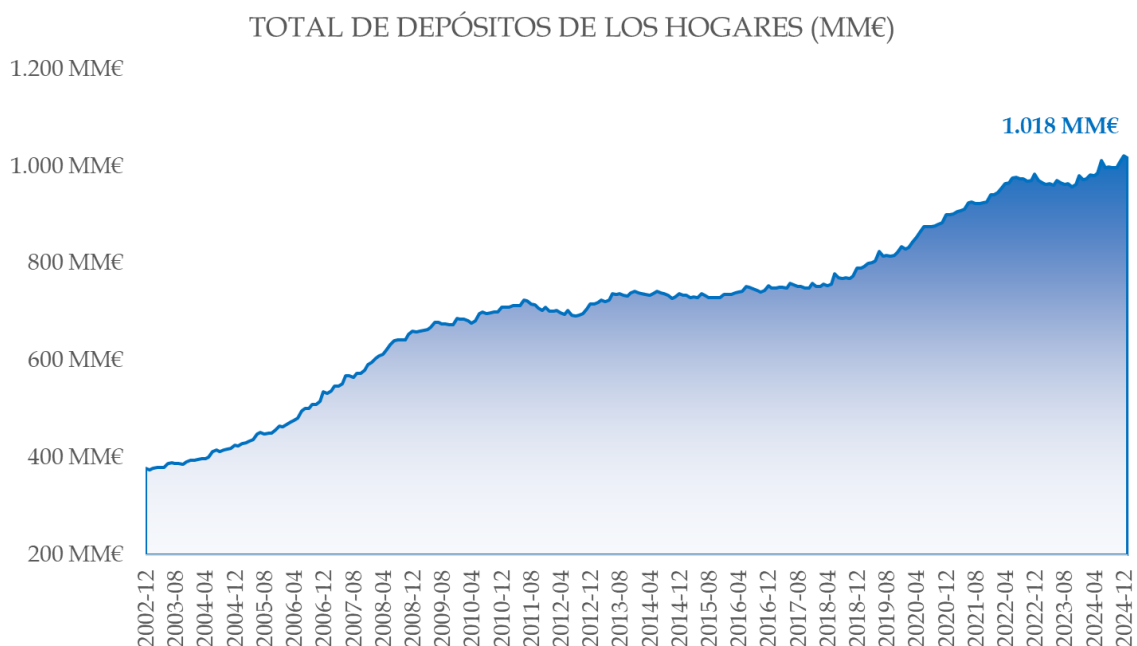
El mercado ha evolucionado, y las métricas con las que lo analizamos también deberían hacerlo. **El PER sigue siendo un termómetro válido**, pero no es un oráculo que haya que consultar sin poner en contexto. Si te dicen que el S&P 500 está “caro” porque su PER es más alto que en 1995, pregunta primero: ¿qué tiene dentro ese índice hoy? Porque no es que estemos pagando más por lo mismo...

Es que estamos pagando por algo completamente distinto. No compares el PER de una bicicleta con el de una GPU de IA.

56. ¿Por qué invertir (todavía) en fondos de renta fija a vencimiento?

En la fotografía financiera de los hogares españoles, hay un dato que llama poderosamente la atención: estamos en máximos históricos de depósitos. Casi como si el dinero durmiera plácidamente en su colchón digital, millones de euros reposan en cuentas corrientes o depósitos a plazo fijo. Y no es de extrañar: tras años de tipos de interés negativos o cercanos a cero, volver a ver un 3% o incluso un 4% en un depósito bancario ha despertado a más de uno del letargo inversor.

Ahora bien, si eres de los que han vuelto a los depósitos con la esperanza de aprovechar la “fiesta” de los tipos altos, tengo una noticia que quizá no te entusiasme: te estás perdiendo buena parte de la música. Y además, la música se va perdiendo poco a poco. En este mismo entorno hay **instrumentos que pueden ofrecer rentabilidades superiores, una diversificación real y sin perder de vista la seguridad. Hablamos de los fondos de renta fija a vencimiento.**



Fuente: Carlos Arenas Laorga

Un fondo de renta fija a vencimiento es un **vehículo que invierte en una cesta de bonos (corporativos o gubernamentales) hasta su vencimiento**. La gestora compra estos bonos y, salvo sorpresa, los mantiene hasta el final. Al hacerlo, **reduce el riesgo de reinversión y evita tomar decisiones de compraventa**

constantes. Es como si comprases un puñado de letras del Tesoro y las dejaras madurar hasta su vencimiento, pero con la ventaja de una cartera diversificada, gestionada profesionalmente y con **acceso a bonos que como particular no podrías comprar.**

Imagina que compras un bono de Repsol a 3 años con un cupón del 3,5%. Si lo mantienes hasta el vencimiento, y no quiebra la empresa, sabes que vas a recibir tu capital y los intereses pactados. Ahora, traslada eso a un fondo que compra no solo ese bono, sino otros 50 similares, y que tiene fecha de cierre en 2027. Bienvenido al mundo de los fondos a vencimiento.

Los fondos a vencimiento han sido **muy atractivos porque te has podido cerrar una yield muy interesante.** El problema de la renta fija es que, con las bajadas de tipos, las nuevas reinversiones van a dar menor rentabilidad. Pero con los fondos a vencimiento te has cerrado ya una rentabilidad objetivo y, muy raro sería, que no recibas el principal con los intereses. Una ganga. La renta fija se comporta de forma inversa a los tipos de interés. Es decir, si los tipos bajan, los bonos que ya tienen cupones altos ganan valor. Pero incluso si no lo hicieran, mantenerlos hasta vencimiento permite asegurar una rentabilidad cercana a la ofrecida en el momento de compra.

En otras palabras: es el momento de fijar tipos altos antes de que desaparezcan. Como quien ve una oferta de alquiler a buen precio y la cierra por tres años: quizá el precio no baje, pero si sube, tú ya tienes lo que querías. Incluso, con las bajadas de tipos, hay fondos a vencimiento que logran su rentabilidad objetivo antes de plazo.

Los fondos de renta fija a vencimiento que se están comercializando ahora, muchos de ellos a 2-4 años vista, **ofrecen rentabilidades estimadas que oscilan entre el 3,5% y el 4,5% (la mayoría, los hay de más del 6% y de menos del 2%) anual neto de comisiones.** Y no hablamos de productos exóticos o arriesgados: la mayor parte invierten en deuda corporativa de grado de inversión (*investment grade*) o en emisiones *high yield* de emisores sólidos, con diversificación por sector, país y calificación crediticia.

Aquí viene lo interesante: aunque los depósitos volvieron con fuerza (cosa poco probable), rara vez alcanzan la rentabilidad neta que ofrecen estos fondos. Actualmente, según el Banco de España, el **tipo de medio de los depósitos a plazo de más de 2 años apenas llega al 2%**. Mucho menos que un fondo de renta fija a vencimiento. Y no olvidemos la **fiscalidad**.

- **Depósito bancario al 3%:** tributa como rendimiento del capital mobiliario, al 19%-23% según tramos. Es decir, si obtienes un 3% bruto, te quedas con un 2,4%-2,1% neto.
- **Fondo de renta fija a vencimiento con TIR del 4%:** permite diferir el pago de impuestos hasta el reembolso final y, si lo traspasas a otro fondo, ni siquiera tributas. Además, la fiscalidad es sobre la plusvalía, no sobre cada cupón como en el caso del depósito.

A igualdad de condiciones, **el fondo gana por goleada en eficiencia fiscal**. Y si tienes perfil conservador, pero estás dispuesto a aguantar el vencimiento (como harías con un depósito), **la volatilidad intermedia no debería preocuparte**.

Ningún producto está exento de riesgos. Los fondos de renta fija a vencimiento **no garantizan el capital** como un depósito cubierto por el Fondo de Garantía de Depósitos. Aquí, el riesgo está en los emisores: si una empresa incumple su deuda, el fondo puede sufrir pérdidas. Aunque son casos muy, muy infrecuentes, no quiero dejar de mencionarlo.

Sin embargo, esa es también precisamente la ventaja de la diversificación. Un **fondo puede tener 50 o 200 emisores distintos**, repartidos en varios países y sectores. Además, los gestores suelen hacer una selección cuidadosa del riesgo de crédito, con análisis exhaustivos y seguimiento continuo. No es infalible, pero es mucho más seguro que comprar tú solo un bono de una empresa. Y, en todo caso, el riesgo no es más alto que el de tener todo tu dinero en un único banco. Que a veces confiamos más en el logo del banco que en el análisis de una cartera bien construida.

Así que, si eres de los que está esperando al vencimiento de su depósito para “ver qué hace el mercado”, plantéate hacer que tu dinero trabaje desde ya. Porque el momento de los fondos de renta fija a vencimiento está desapareciendo. Corre, que todavía puedes.

Te dejamos un **listado de 85 fondos de renta fija a vencimiento que puedes suscribir en España ordenados por la *yield* que ofrecen.**

Si quieres ver el listado completo, pincha aquí.

<https://marketing.estrategiasdeinversion.com/permission/marzo25/renta-fija-vencimiento.xlsx>

Nombre del fondo	% HY	% IG	Yield actual
Carmignac Credit 2029	33,49%	45,34%	6,57%
Tikehau 2027	77,44%	11,24%	6,12%
Amundi Buy And Watch US High Yield Opportunities 11/2026	82,08%	16,66%	5,81%
Lazard High Yield 2029	88,38%	7,65%	5,58%
Oddo BHF Global Target 2028	93,05%	3,50%	5,57%
EdR Millesima 2030	77,52%	17,65%	5,37%
Vontobel Fixed Maturity Emerging Markets Bond2026	38,82%	53,67%	5,10%

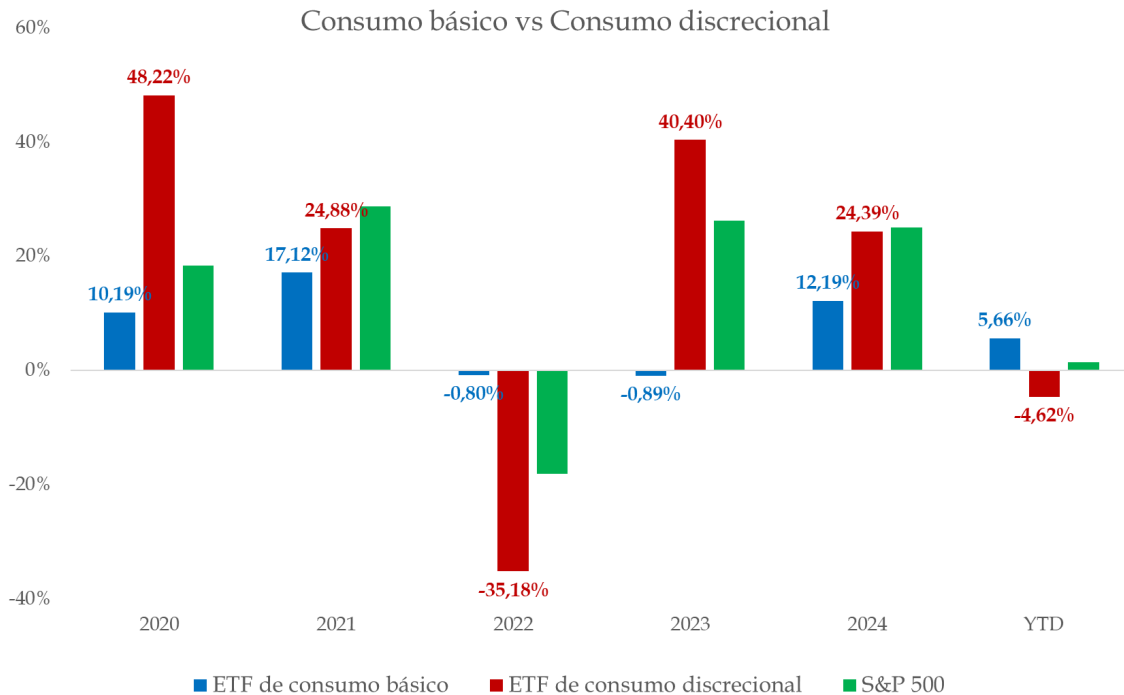
57. Sectores anticíclicos, todos terrenos salvavidas

En los mercados financieros, como en la vida, hay momentos en los que conviene tener a mano un buen paraguas. En España, como en los mercados, suele salir el sol con mucha frecuencia, lo que no quita para que tengamos temporadas anómalas con casi un mes de lluvias. Y años más fríos o con menos días de sol.

Todos sabemos que las tormentas llegan sin avisar. Otras veces vemos venir la lluvia. Pero cuando el chaparrón bursátil aparece, hay sectores que, como un buen impermeable, **protegen nuestra inversión**. Son los llamados **sectores anticíclicos**. Hoy vamos a hablar de ellos.

Los sectores **anticíclicos** son aquellos que, a diferencia de los cíclicos -que suben y bajan al ritmo de la economía-, **tienden a mantenerse estables o incluso a crecer cuando todo lo demás se tambalea**. ¿Por qué? Porque responden a **necesidades básicas** o recurrentes que no desaparecen, aunque el bolsillo se apriete.

En otras palabras, **cuando el consumo de lujo se desploma, seguimos necesitando comida, medicinas, energía, y... papel higiénico** (que no falte). De ahí que estos sectores se comporten como refugios naturales en épocas de incertidumbre. Lo mejor es verlo en un gráfico, en donde se aprecia que el consumo discrecional va más en línea con el ciclo, con grandes bajadas y subidas. Y el básico aguanta mejor (año 2022), pero sube menos (años 2023 y 2024, por ejemplo).



Fuente: Carlos Arenas Laorga

Aunque las clasificaciones pueden variar, los **principales sectores anticíclicos** suelen ser:

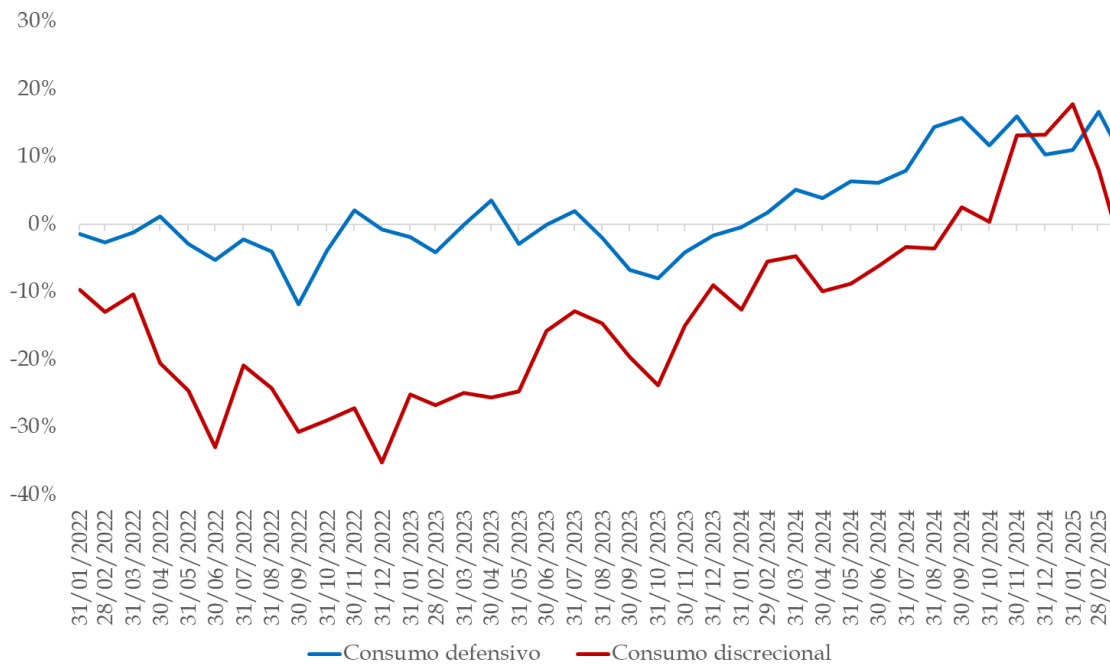
- **Salud:** incluye farmacéuticas, biotecnología, hospitales, aseguradoras médicas... La demanda de salud no entiende de ciclos económicos. Enfermar no es opcional.
- **Consumo básico:** hablamos de **productos que usamos todos los días:** alimentación, bebidas, productos de limpieza o cuidado personal. Da igual si hay crisis o no: seguimos comprando **leche, pasta y champú**.
- **Utilities:** **electricidad, agua, gas.** ¿Quién se plantea vivir sin luz? Además, muchas de estas compañías reparten dividendos estables, lo que las hace aún más atractivas en entornos de recesión.
- **Telecomunicaciones:** un **sector híbrido** que, aunque no siempre se comporta como puro anticíclico, muestra una demanda estable. Nadie quiere quedarse sin internet ni móvil, especialmente si está en casa por confinamientos o teletrabajo forzado.

Se me ocurren muchas **ventajas** por las que tener compañías de sectores anticíclicos, peor me voy a quedar con las más genéricas.

1. **Menor volatilidad:** al no seguir los vaivenes del ciclo económico, su cotización tiende a fluctuar menos. Y ya sabemos que, en épocas de tormenta, menos sustos es más salud.
2. **Estabilidad de ingresos:** muchas de estas empresas tienen ingresos recurrentes y márgenes estables.
3. **Dividendos atractivos:** al ser sectores maduros, suelen tener políticas de reparto de dividendos generosas.
4. **Correlación baja con el mercado:** su comportamiento puede ser muy distinto al de sectores más cíclicos como tecnología, consumo discrecional o industriales. Esto los convierte en excelentes ingredientes para **diversificar la cartera**.

Pero nada es perfecto. Cuando **la economía se dispara** y los sectores más “calientes” (como tecnología) vuelan, **los anticíclicos pueden quedarse rezagados**. Aquí entra en juego la estrategia: no se trata de elegir entre cíclicos o anticíclicos, sino de combinarlos de forma inteligente según nuestro perfil y el contexto. Además, incluso en ciclos expansivos, los sectores defensivos no suelen ofrecer rentabilidades negativas. Simplemente, no brillan tanto. Pero **su función no es brillar, sino proteger**.

Por eso pongo dos gráficos a distintos periodos, para que veamos que, desde inicio de 2022, con las caídas de este año, lo ideal habría sido no tener consumo discrecional. Pero si nos vamos a verlo desde 2015, la película cambia. Y es que no se trata de tener o dejar de tener, sino de equilibrar.



Fuente: Carlos Arenas Laorga



Fuente: Carlos Arenas Laorga

Hay varias **formas de incorporar sectores anticíclicos en una estrategia de inversión**. Se puede hacer a través de **fondos** con mayor peso en sectores defensivos, con fondos que están especializados en este tipo de sectores, con **ETFs** que repliquen índices de salud o de consumo básico, a través de fondos mixtos defensivos... Por opciones no será.

Creo (y es mi opinión, nada más que eso) que **conviene tener en cartera cierto peso de este tipo de compañías**. Nos podremos lamentar cuando años como el pasado 2024 no hagamos un +40% o un +24%. Pero seguro que es un menor lamento que el que haríamos si caemos un 35% al año siguiente. Para recuperar esa caída necesitas un 53,8% de subida...

58. ¿Tambores de recesión?

Durante años, uno de los indicadores más venerados y temidos por los inversores ha sido la famosa *yield curve* o curva de tipos. No es una herramienta moderna ni glamourosa, pero sí un clásico: cuando se invierte (es decir, cuando los tipos de interés a corto plazo superan a los de largo plazo), el mercado se pone nervioso. Y no sin razón: ha anticipado las últimas seis recesiones en EE. UU.... menos esta. ¿Nos hemos vuelto inmunes a sus advertencias? ¿Ha perdido su poder predictivo? ¿O simplemente el contexto ha cambiado y debemos mirar más allá?

La **curva de tipos refleja los rendimientos de la deuda pública estadounidense a distintos plazos**. En condiciones normales, **exige más rentabilidad cuanto más tiempo se preste el dinero**: tiene sentido, ¿no? Más plazo, más incertidumbre. Pero cuando el mercado cree que el futuro va a ser peor que el presente -una recesión, por ejemplo-, empieza a preferir los bonos a largo plazo, aunque paguen menos. Esa preferencia empuja su rentabilidad hacia abajo, y si la rentabilidad a corto sube (porque la Fed sube tipos, por ejemplo), se produce la temida inversión de la curva.

Históricamente, esta **inversión** ha sido un canario en la mina para los analistas: desde 1960, **cada vez que ha ocurrido, la economía ha entrado en recesión más o menos un año después**. Un indicador con ese historial se gana el respeto, y también el pánico.

Pues esta vez no. O, al menos, todavía no. **La *yield curve* se invirtió en 2022**, y desde entonces hemos tenido de todo menos una recesión: crecimiento razonable, mercado laboral fuerte, inflación en descenso y resultados empresariales que, en general, han aguantado bastante bien. ¿Qué ha pasado aquí? La respuesta corta: **los datos macro han sido más sólidos de lo esperado**. La respuesta larga... vamos a ello.

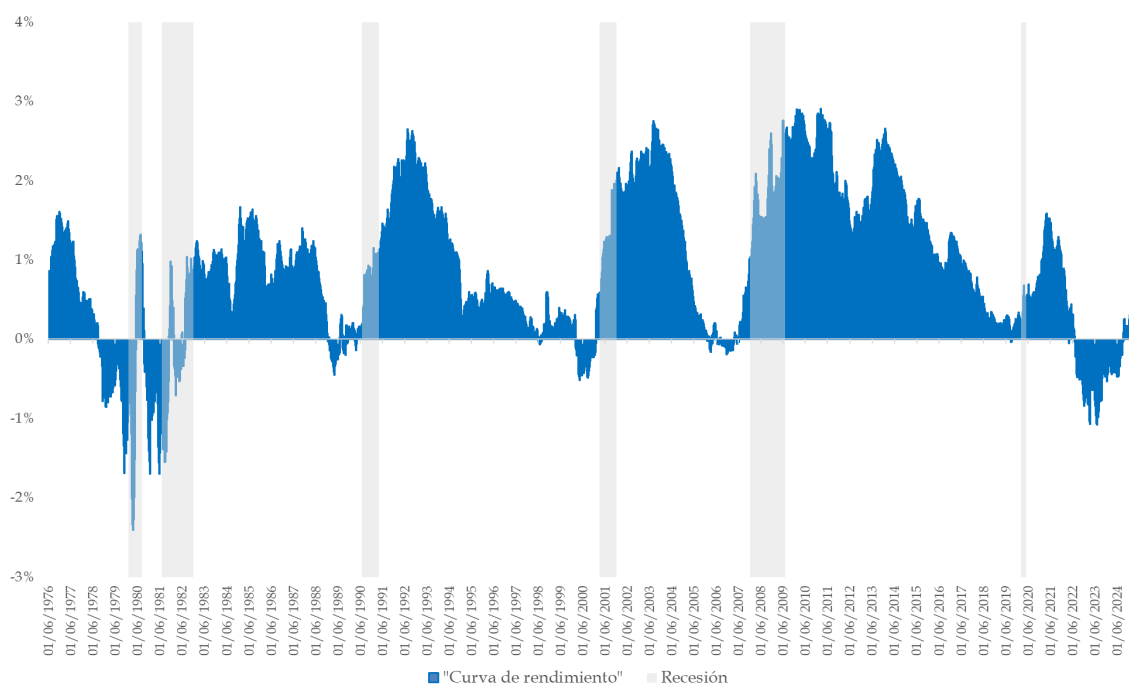
A diferencia de predicciones o modelos, los datos reales son como el examen corregido: nos dicen lo que es, no lo que podría ser. En los últimos trimestres, los datos macroeconómicos -consumo, empleo, inversión- han mostrado una

economía muy fuerte. Ni mucho menos perfecta, pero muy sólida. Y lo suficiente como para resistir la gran subida de tipos que hemos vivido en 2022.

Además, **los beneficios empresariales no han colapsado. Al contrario**, muchas compañías han sabido proteger márgenes (con subidas de precios, eficiencias, o simplemente porque su sector lo permite) y algunas incluso han mejorado resultados.

Y aquí llega la paradoja: aunque la curva de tipos grita recesión, los datos reales susurran estabilidad.

Aquí conviene hacer una aclaración. El problema de aferrarse a la historia, por muy buena que sea la estadística, es confundir correlación con causalidad. Que la curva invertida haya anticipado recesiones no significa que cause recesiones. Ni que siempre lo haga. Porque el contexto cambia.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

Antes, una inversión de la curva podía indicar que la política monetaria estaba asfixiando a la economía. **Hoy, puede reflejar simplemente que el mercado espera bajadas de tipos futuras, no necesariamente una recesión.**

La **historia sirve para aprender, no para escribirla de nuevo con plantilla. No se puede hacer teoría de la historia, como bien decía Mises.**

Nos podemos preguntar entonces qué hacemos con los datos de la curva. Pues lo que haríamos con un GPS cuando se queda sin cobertura: mirar la carretera. Los datos macro son las señales en el camino: consumo, inflación, empleo, resultados empresariales... Si siguen señalando que hay tracción, podemos seguir conduciendo, aunque la curva insista en que deberíamos frenar.

Eso sí, conviene no ignorarla del todo. **La curva invertida puede estar equivocándose esta vez, pero sigue reflejando tensiones:** unos tipos cortos muy altos (que encarecen el crédito) y una expectativa de bajadas (que sugieren cierta preocupación futura). **No es una señal de alarma total, pero sí de precaución.** Aunque hay que recordar que ya no está invertida, también es bueno saber que las recesiones que han venido después de la inversión de la curva no se han producido siempre inmediatamente después. Suele haber unos meses de decalaje.

La *yield curve* es una brújula, pero no es el único indicar, ni mucho menos. Hoy, más que nunca, conviene equilibrar la mirada: **ni obsesionarse con el pasado, ni ignorar sus enseñanzas.** La clave (o parte de ella) está en usar todos los instrumentos disponibles y no basar decisiones en un único indicador, por muy ilustre que sea.

La historia no se repite, pero a veces rima. Y otras, desafina. Esta vez, parece que la música suena distinta. Pero eso no significa que debamos dejar de escucharla.

59. Cómo jubilarte con, al menos, 1 millón de euros

Vamos a realizar una serie de artículos en los que vamos a explicar qué debes hacer para llegar a tu jubilación con más de 1 millón de euros, en función de tu edad, de la capacidad de ahorro que tengas y de tu perfil de inversión. Y spoiler, es más sencillo de lo que te imaginas. Mucho más sencillo. Muchísimo.

Algunas premisas para **entender cómo lo vamos a calcular**:

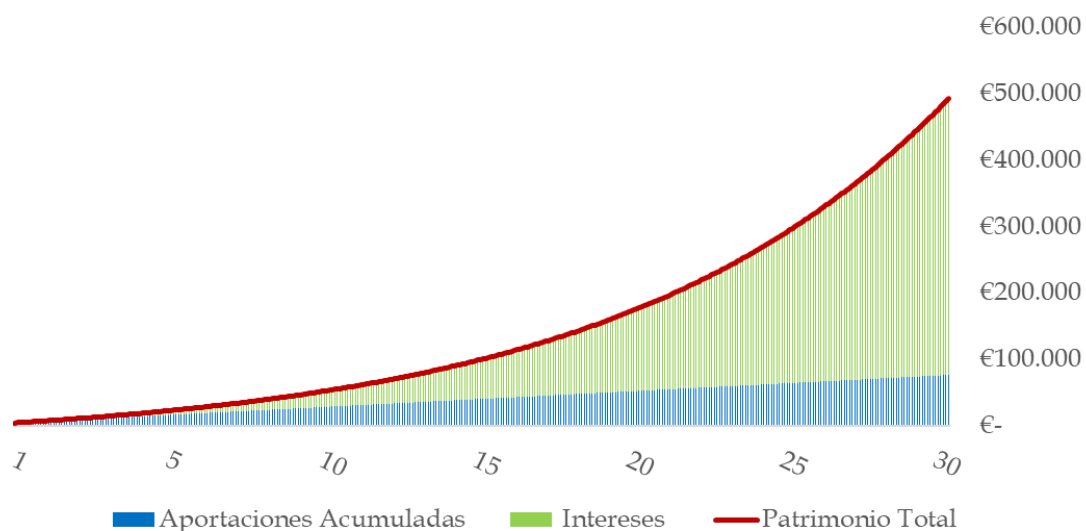
1. Se trata de **unidades monetarias**. En algunas ocasiones he puesto algún post en redes sociales indicando qué cantidad hubieras obtenido si invertiste determinada cantidad hace años. Algunas críticas que me han hecho a este cálculo venían relacionadas con que no tenía en cuenta la inflación y que, por ende, el cálculo era erróneo. Pues no. Es correcto. Es como decir que, si tienes 100 euros en el banco, después de 10 años no tienes 100 euros. Claro que los tienes. Otra cosa distinta es la capacidad adquisitiva de esos 100 euros. Ahí sí tendríamos que ver la inflación en el periodo. Pero las unidades monetarias son las que son.
2. Utilizamos **rentabilidades anualizadas**. Cogemos las rentabilidades anualizadas de los últimos 10 años como proxy de los rendimientos futuros. Evidentemente sabemos que rentabilidades pasadas no aseguran rentabilidades futuras. De todos modos, son 10 años en los que hemos vivido crisis europea, crisis de emergentes, años terribles como el 2018 y 2022, COVID, subidas intensas de tipos, aranceles, guerras, caídas tremendas en distintos sectores y un largo etcétera. También es cierto que hemos vivido unos cuantos de esos 10 años de mucha liquidez de los bancos centrales y estímulos monetarios. Es decir, con sus cosas positivas y negativas, hemos pasado muchos entornos de mercado distintos. Por supuesto que las rentabilidades del futuro nada tienen que ver con las del pasado, pero creo que es un periodo suficientemente largo y con numerosos eventos como para que nos sirva de indicador.
3. He escogido **más de 260 fondos de inversión que se comercializan en España**, de gestoras con servicio en nuestro país y, en cualquier caso, he

escogido fondos característicos de las gestoras. Es decir, no he buscado los fondos más rentables, ni mucho menos. Por tanto, si escogemos otras muestras, podríamos encontrarnos con fondos muchos más rentables y con otros menos rentables.

4. También he puesto **8 índices, como S&P 500, EuroStoxx 50, Nasdaq 100, Asis Pacific equity, una cartera 60/40, una cartera dinámica estándar de Morningstar** y varios índices sintéticos que invierten en distintos porcentajes en regiones o en sectores.
5. La **aportación inicial y las sucesivas aportaciones periódicas son siempre a los mismos activos**. Es decir, sería una inversión que no se rota ni se modifica en el tiempo. Esto es bueno porque, siendo estática es como invertir y dar una orden periódica automática y olvidarse. Para aquellos que no tienen tiempo, serán ejemplos muy buenos. Y es una buena noticia para quien tenga tiempo y conocimientos porque rotando algo la cartera, será fácil superar estas rentabilidades. Insisto en que los fondos escogidos son representativos; algunos con muy buenas rentabilidades y otros con rentabilidades mucho más modestas.
6. En las simulaciones haremos una única estrategia; a saber: una cantidad inicial no muy elevada y un ahorro periódicos. Es decir, **un lump sum inicial y un dollar cost averaging**. Si esta estrategia se utiliza en el tiempo, las rentabilidades serían mayores. Me refiero a que, si invertimos en 2015 y vamos realizando aportaciones periódicas y, en momentos como finales de 2018 y 2022, invertimos cantidades mayores al ahorro periódico, nuestras rentabilidades serían mucho mayores. Resumiendo, las unidades monetarias que salen de las simulaciones deberían ser mucho mayores a poco que hagamos.
7. Como he seleccionado los fondos con independencia de su rentabilidad y hemos escogido índices y carteras representativas (no las mejores) y solo hacemos una **estrategia de buy and hold (sin rotar)** y no invertimos en momentos de caídas, las rentabilidades que deberíamos obtener en la vida real serían mayores. A cambio, no mido el incremento del coste de la vida,

solo unidades monetarias. En cualquier caso, **las rentabilidades que obtenemos son bastante moderadas.**

8. Aunque los cálculos y las rentabilidades son de marzo de 2025, es **idéntico a los cálculos del libro *De Ahorrador a Inversor***, pero con las rentabilidades anualizadas actualizadas a los últimos 10 años y con muchos activos más entre los que elegir. Y los escogeré de **forma aleatoria**. Es decir, imaginemos que quiero una inversión en *Global Equity Large Cap*. El Excel me seleccionará uno al azar dentro de esta categoría. Puede ser un fondo con una rentabilidad mejor o peor, pero no la elijo yo, la elije Excel aleatoriamente dentro de las decenas de fondos que se incluyen en esta categoría. De mismo modo sucede con cualquier otra categoría.
9. Salvo las carteras 60/40 y la de Morningstar, que tienen renta fija, el resto de fondos son de renta variable.
10. Conviene **fijarse muy bien en los gráficos**. Habrá una parte azul, que son las aportaciones acumuladas. Ojo, acumuladas. Tienen en cuenta la aportación inicial y todas las aportaciones hechas a lo largo de los meses. Es decir, no es la última aportación, sino todas las anteriores acumuladas. Y luego veremos una parte verde, que son los intereses que nos ha generado la inversión en los activos en los que hemos realizado las aportaciones.



Fondo / Índice	Tipo de fondo	Gestora	Rentabilidad anualizada € (28 feb 2015-28 feb 2025)
60% USA + 30% Europa + 10% Asia Pacífico	Cartera Global	Sintético	9,89%
			Cantidad inicial
			5.000 €
			Ahorro periódico mensual
			Año 1 200 €
			Año 2 200 €
			Año 3 200 €
			Año 4 200 €
			Año 5 200 €
			Año 6 200 €
			Año 7 200 €
			Año 8 200 €
			Año 9 200 €
			Año 10 200 €
			Año 11 y sigs. 200 €
			Nº años de la inversión
			30

Patrimonio Total
491.942,29 €

Aportaciones Totales*
77.000 €

*incluye la cantidad inicial si la hay

Intereses generados
414.942,29 €

Fuente: Carlos Arenas Laorga

Si tienes dudas sobre cualquiera de los modos de cálculo, de los fondos (índices o carteras), o sobre cualquier cuestión, puedes preguntar en el **consultorio de fondos de Estrategias de Inversión**.

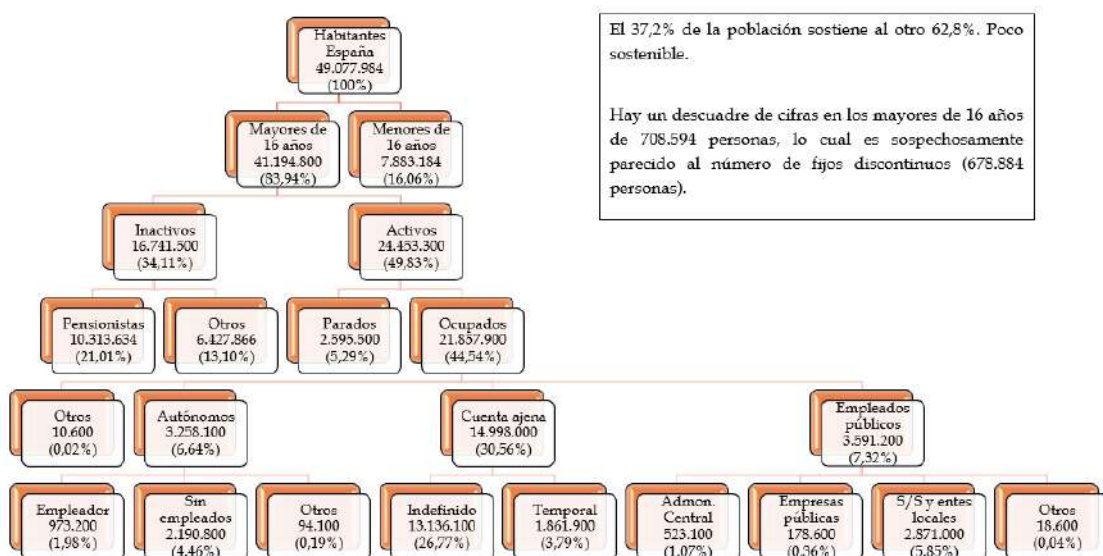
Espero que te sirva y, si quieres un artículo con una simulación adaptada a tu perfil, no dudes en escribirnos.

60.España se sostiene con el 37% de la población

España sigue liderando el ranking europeo y de la OCDE. Pero no uno de esos que queremos encabezar. Mientras gran parte de Europa se acerca al pleno empleo, nuestro país sigue siendo el farolillo rojo del paro en la UE. Y no es una novedad. De hecho, si este fuese un Mundial de Desempleo, tendríamos la copa en propiedad.

Nos separa el doble de distancia con países como Alemania, Países Bajos o incluso nuestros vecinos portugueses. Y ojo, que aquí no hablamos de datos aislados: esto es estructural. Casi un rasgo de identidad económica. Y eso, más que una etiqueta, es un problema de fondo.

Nos podríamos alegrar con los últimos datos del desempleo, a la baja claramente. Pero no. El empleo se destruye en el sector privado y crece mucho en el público. Eso es lo que nos dice el INE. ¿Y si calculamos la tasa de desempleo real? Es decir, si descontamos a los casi 700 mil fijos discontinuos que no engrosan las listas de parados y no tenemos en cuenta el empleo público. Pues recomiendo no hacerlo, porque el susto nos puede durar más de un día. Y no hablamos de la tasa de paro juvenil, que supera el 28%...



Fuente: Carlos Arenas Laorga

“Pero España está creciendo”, dirán los más optimistas. Y tienen razón. De hecho, somos uno de los países que más crece en la eurozona. Pero crecer no es suficiente. Lo veremos en el próximo artículo.

Y cuidado con esto: cuando la tasa de paro estructural es tan alta, el Banco Central Europeo tiene que hilar más fino con los tipos de interés. Porque cualquier medida que frene la economía para contener la inflación nos golpea con más fuerza. Somos más vulnerables. Tenemos menos margen. Y eso, en un contexto de cambio de ciclo monetario, importa y mucho.

La tasa de desempleo en España no es solo un indicador económico: es un síntoma de un modelo que necesita reformas profundas. No se trata de maquillar cifras con contratos temporales o con subsidios que alivian pero no curan. Se trata de abordar de una vez los retos estructurales que arrastramos desde hace décadas. Un 37% de la población no puede sostener a todos los demás. Es un coste muy elevado. La respuesta a la pregunta del artículo es 18 millones. Pero si somos 49 millones de habitantes, 18 resulta extremadamente pobre. ¿Será que España es un país pobre?

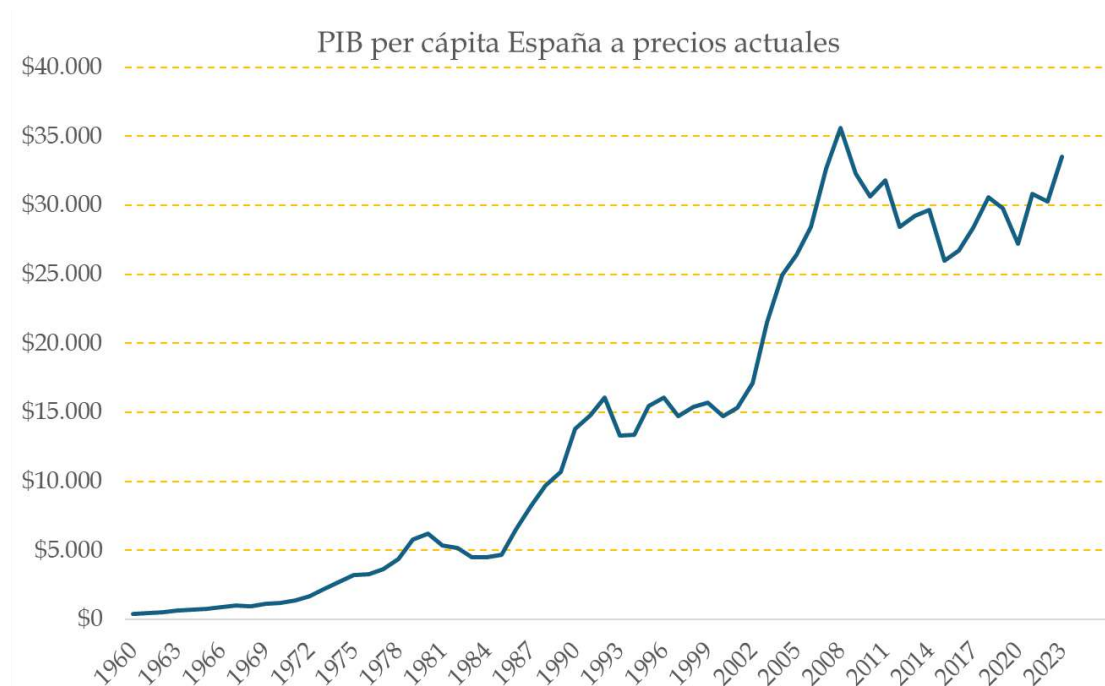
61. La pobreza y la carencia material en la España de 2024

Cuando escuchamos hablar de pobreza, muchos tienden a pensar en un concepto abstracto, lejano, propio de otras épocas o de contextos muy distintos al nuestro. Pero la realidad se impone con crudeza cuando miramos los datos de 2024.

Hace poco el INE publicaba los datos de riesgo de pobreza y exclusión social para España, junto con los datos de carencia material severa. Y hablamos de más de 12 millones de personas.

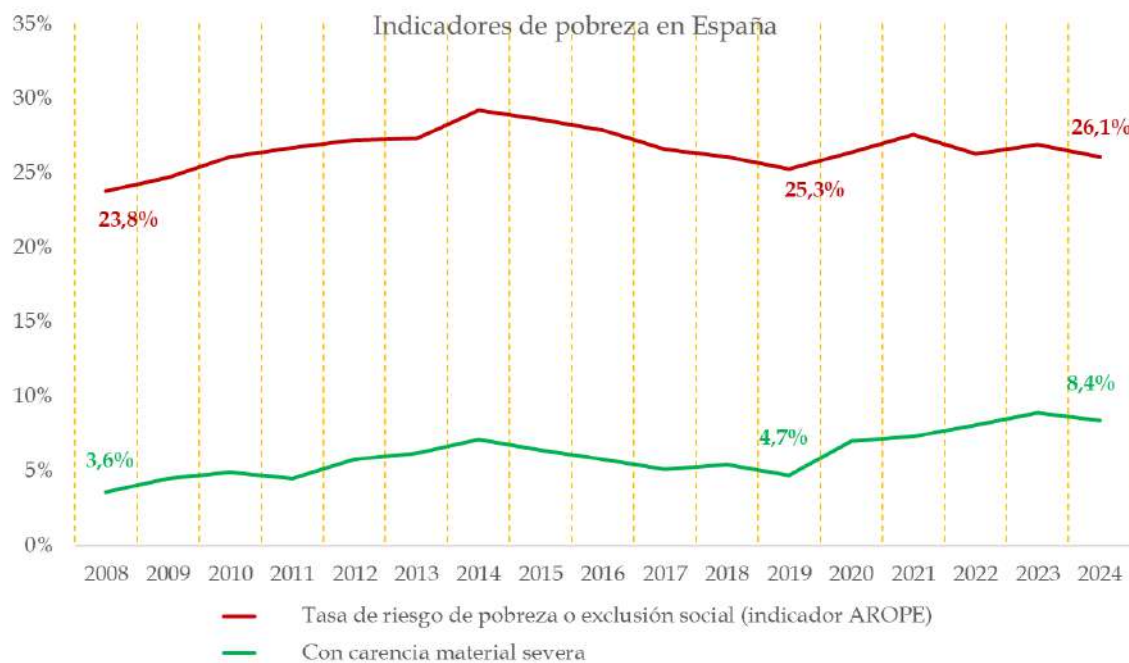
En porcentajes también resulta abrumador, y no digamos si nos vamos a los datos de menores. Ya no hablamos de renunciar a unas vacaciones en la playa o de tener que ajustar el presupuesto para cenas fuera. Hablamos de hogares que **no pueden mantener la vivienda a una temperatura adecuada, que no tienen capacidad para afrontar un gasto imprevisto, que no pueden permitirse comer carne, pollo o pescado al menos cada dos días, y que, en demasiados casos, no disponen de lavadora, o coche.**

España ha avanzado en muchos aspectos desde 2008. Pero no en la riqueza. Perdonad el ejemplo, pero a veces me parece que corremos en una cinta y por mucho que parece que nos movemos, no avanzamos. De hecho, desde 2008, el **PIB per cápita no solo no ha crecido, sino que hemos decrecido un 5,9%.**



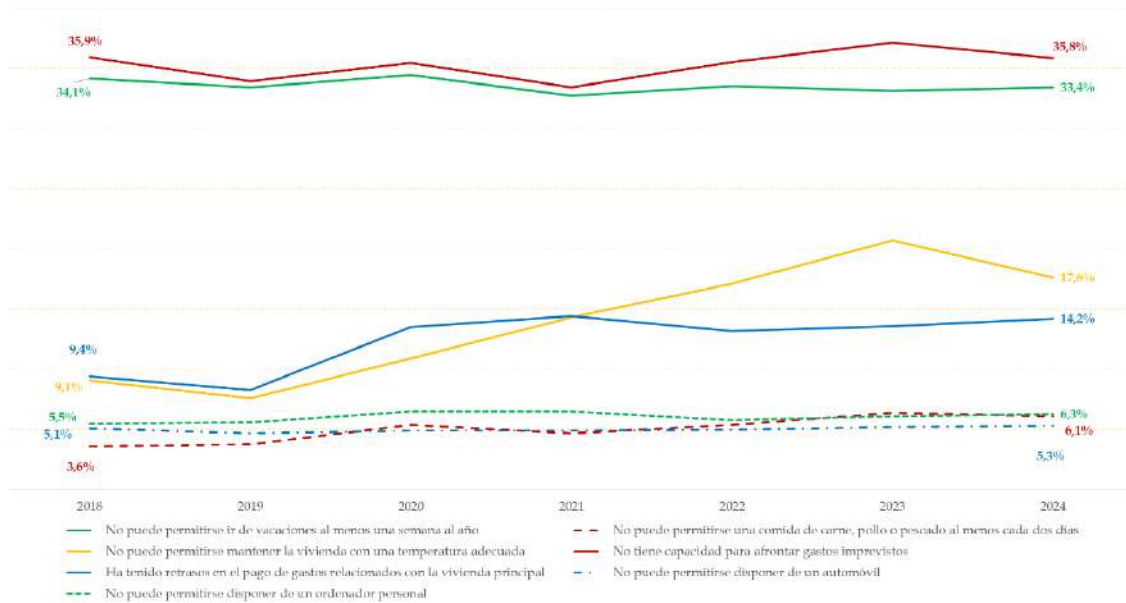
Fuente: Carlos Arenas Laorga

Más allá de lo moral o lo ético -que ya sería razón suficiente-, la pobreza tiene efectos sistémicos. Una sociedad con altos niveles de exclusión es **una sociedad menos productiva, más inestable y con menor crecimiento potencial a largo plazo**. Cuando millones de personas sienten que el sistema no les ofrece una salida, no es raro que busquen respuestas en lugares poco recomendables.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

Existen muchos **caminos para revertir esta situación**, pero parece que la casta política no quiere transitarlos. Y solo voy a mencionar uno. Quizá no el más importante, pero es uno que nos atañe: la **educación financiera**.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

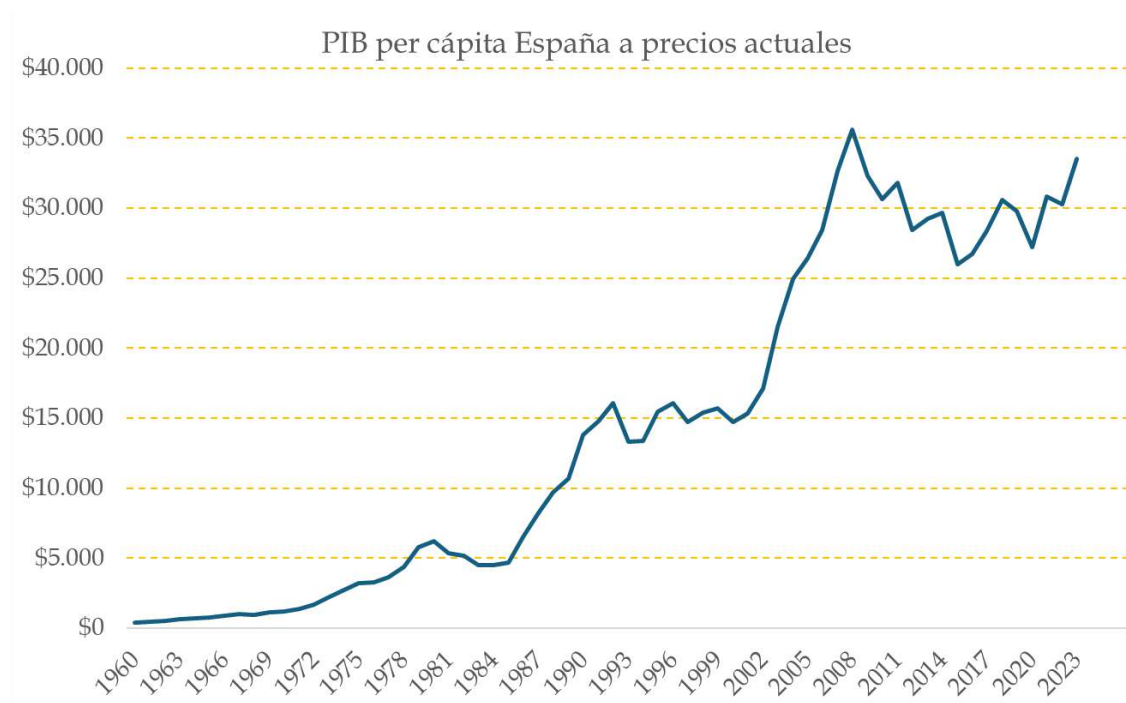
Además de una lástima tremenda y de dar pie a reflexionar sobre las gracias que tengo que dar por tantas cosas que habitualmente doy por descontadas, estos datos deberían llevarnos a buscar soluciones.

Ahora que los focos están en la inflación, los tipos de interés o los aranceles, no olvidemos que la economía es esencialmente doméstica, cotidiana. Tan real como una nevera vacía o una factura sin pagar.

62. Los 15 años perdidos de España

Una imagen que debería ser portada en todos los periódicos del país, porque habla de estancamiento económico, de pérdida de competitividad, y de un coste de oportunidad brutal para millones de ciudadanos. Pero no, preferimos hablar de cohetes.

Y me refiero al crecimiento del PIB per cápita. ¿Crecemos? Sí, el PIB crece y los políticos sacan pecho. Pero no llega a la población. Más impuestos, inflación, el mercado laboral más pobre de la UE y de la OCDE, datos de riesgo de pobreza estremecedores...

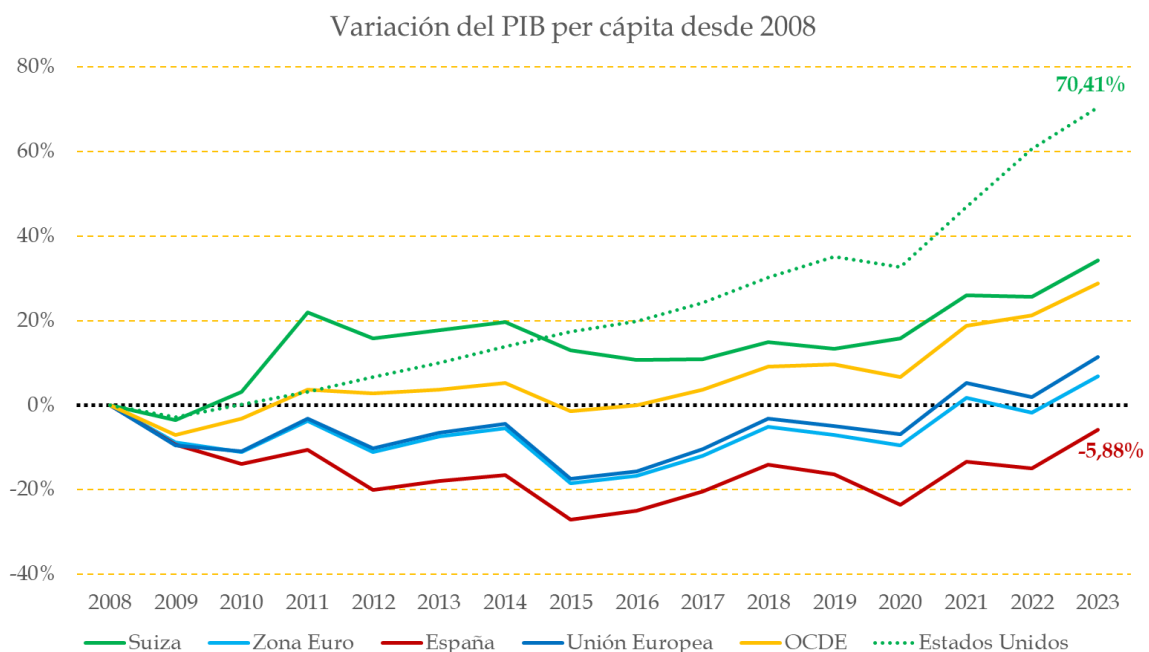


Fuente: Carlos Arenas Laorga

Mientras países de la Unión Europea -que tampoco atraviesan su mejor momento- han conseguido aumentar su *output* por habitante desde la crisis financiera de 2008, España sigue anclada. Esto no significa que no haya habido crecimiento: el PIB ha subido en términos absolutos y la población también. Pero el problema es que la riqueza que generamos por persona apenas ha mejorado. Y eso, en un país que aspiraba a converger con Europa, es un serio toque de atención.

El PIB per cápita no es solo una estadística para economistas; es el mejor resumen de cuánto valor económico genera, en promedio, cada ciudadano. Si no crece, es muy difícil que crezcan los salarios reales, que mejore la sanidad o que aumenten las pensiones de forma sostenible. Y, peor aún, sin crecimiento sostenido, el país se vuelve vulnerable a los shocks: una subida de tipos, una nueva crisis financiera o una desaceleración global pueden hacer más daño que en países con una economía más robusta.

Además, el estancamiento económico genera frustración social. Si las nuevas generaciones ven que trabajan más, ganan menos y tienen menos oportunidades que sus padres, la consecuencia lógica es el desencanto. Y eso alimenta el populismo, la polarización política y la falta de cohesión social.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

No vale excusarnos en que hay otros países que lo hacen peor. La media de España es peor que la de la OCDE, Europa, e incluso de países mucho más ricos que les debería costar más ese crecimiento. Entonces, ¿hay solución? Claro que la hay. Pero requiere valentía política y visión a largo plazo. Y tengo mis dudas sobre el plazo y la capacidad de los gobernantes.

Desde luego, algunas soluciones pasan por el sistema de enseñanza y la educación financiera; por el mercado laboral, y su flexibilización; por la simplificación administrativa y burocrática; y por la eficiencia del gesto y la recaudación impositiva. En cualquier caso, no es el objetivo de este artículo dar soluciones, sino alertar del problema que tenemos para que muchos seamos conscientes y exijamos que las cosas cambien. Cuando salen los datos de pobreza en España no de extrañar que sean tan preocupantes. Si el PIB per cápita cae en los últimos 15 años, poco podemos esperar de la carencia material. En resumidas cuentas, que somos más pobres, sí. Más pobres, lo repito.

España tiene talento, recursos naturales, clima, infraestructuras y una posición geográfica envidiable. Pero si no se cambia el rumbo, seguiremos igual, es decir, peor cada año.

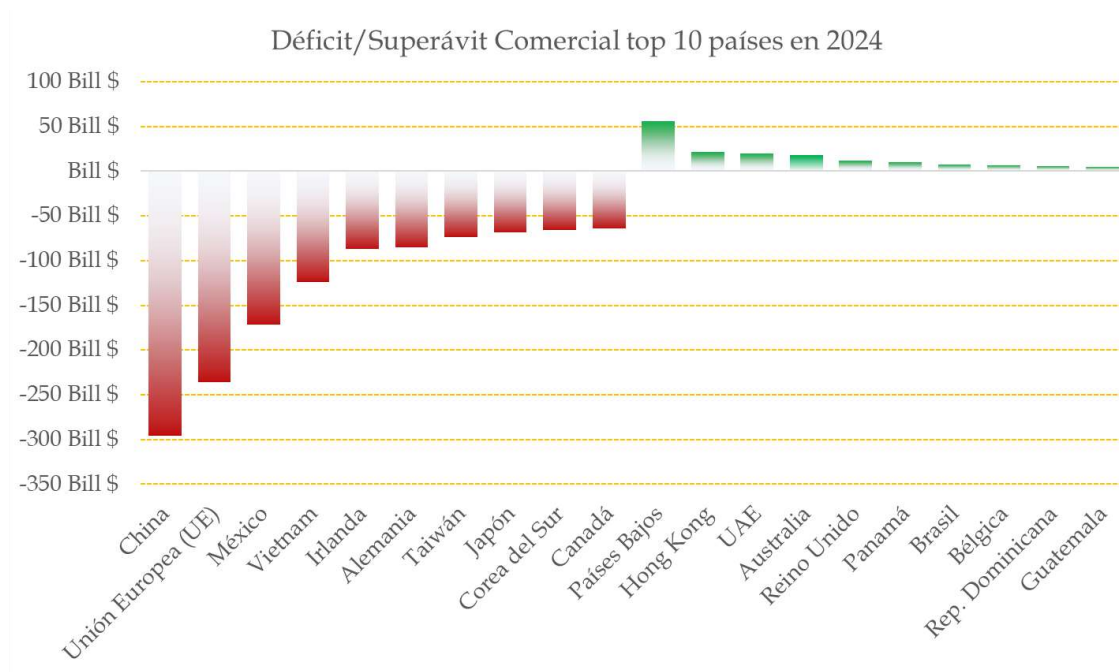
Quince años perdidos ya son demasiados. No dejemos que se conviertan en treinta.

63.El día que Trump quiso redibujar el orden mundial: aranceles y guerra comercial total

Este miércoles 2 de abril de 2025 será recordado. En un discurso celebrado desde el Jardín de las Rosas de la Casa Blanca con motivo del llamado Día de la Liberación, el presidente Donald Trump anunció una agresiva política comercial mediante la imposición de lo que denominó **aranceles de reciprocidad**. Estas nuevas medidas incluyen un **arancel general del 10% que afecta universalmente a todas las importaciones hacia Estados Unidos, efectivo desde el próximo 5 de abril**.

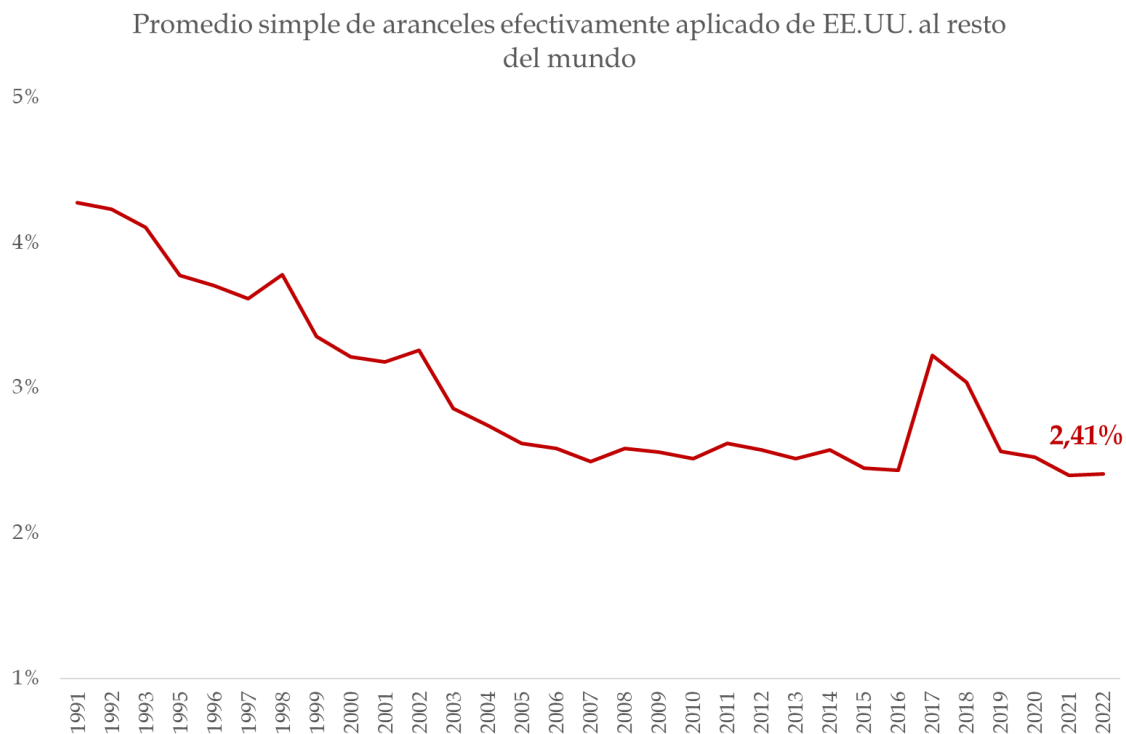
El anuncio arancelario del presidente Trump superó las previsiones más extendidas en el mercado, ya que estos nuevos aranceles se suman a los ya existentes, generando un **tipo arancelario medio de casi el 20%. Asia se lleva la peor parte**.

En concreto, la administración Trump elevará considerablemente los aranceles sobre las **importaciones provenientes de China hasta un total del 54%**. Este incremento surge tras sumar un nuevo gravamen del **34% al ya existente 20%**, acercándose al 60% prometido durante la campaña electoral del presidente Trump. **Taiwán enfrentará un arancel adicional del 32%**, mientras que los productos procedentes de **India serán gravados con un 26%**. Por su parte, la **Unión Europea verá incrementado el coste de exportar productos hacia Estados Unidos mediante un nuevo arancel del 20%**. Otro sector particularmente afectado es la **industria automovilística**, sobre la cual se impondrá un arancel adicional específico del **25% para todos los vehículos importados al mercado estadounidense**. **Japón** se verá afectado con uno del 24% y los países más pequeños **con los que Estados Unidos tiene déficit comercial** son castigados con más de un 30 o un 40%, como Vietnam.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

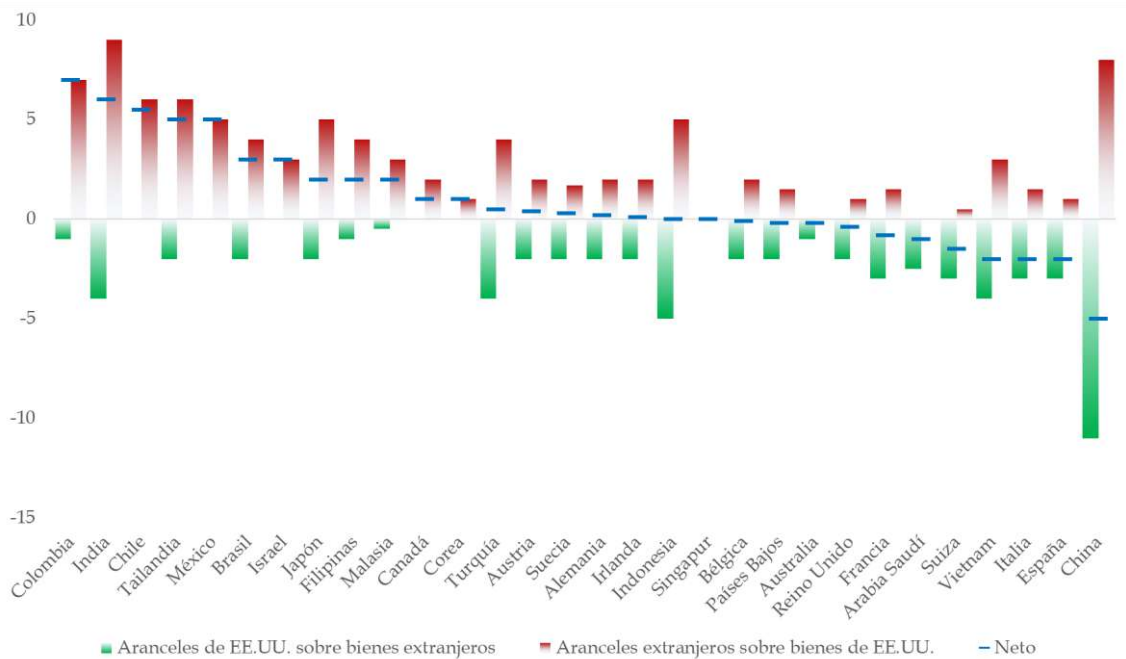
Trump justificó estas medidas aduciendo que Estados Unidos lleva décadas sufriendo prácticas comerciales injustas. Según ha venido diciendo desde su campaña electoral, los aranceles generarán “billones y billones de dólares” en ingresos adicionales para las arcas públicas, que serían destinados a reducir impuestos y a disminuir la deuda nacional estadounidense. En esta línea, llegó a **proponer la eliminación del IRPF**, asegurando que **los ingresos obtenidos a través de los aranceles podrían cubrir la pérdida de recaudación**. Esta medida es un absurdo. Cuando Estados Unidos no tenía IRPF (se introdujo en 1913), el gasto federal sobre el PIB era del 3% (actualmente el gasto total sobre el PIB es del 36,2%) y **los ingresos estatales provenían en casi un 50% de los aranceles**, con un **tipo medio del 25-30%**. Actualmente este tipo medio no llega al 2,5%. Y **los ingresos públicos por los aranceles no llegan al 2%**.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

Todo este anuncio se enmarca dentro del **America First**. El plan busca incentivar la **relocalización industrial en Estados Unidos** mediante una combinación de herramientas: **aumento de los aranceles, debilitamiento del dólar, reducción de los tipos del impuesto de sociedades, simplificación normativa y eliminación de restricciones medioambientales** o sociales, como las relativas al cambio climático.

A su vez, los aranceles país por país parecen reflejar una **táctica de negociación**, como ya vimos en la primera administración de Trump. Esto implica que existe un **margen importante para reducir los aranceles en futuras negociaciones**, aunque partiendo de una base mínima del 10%.



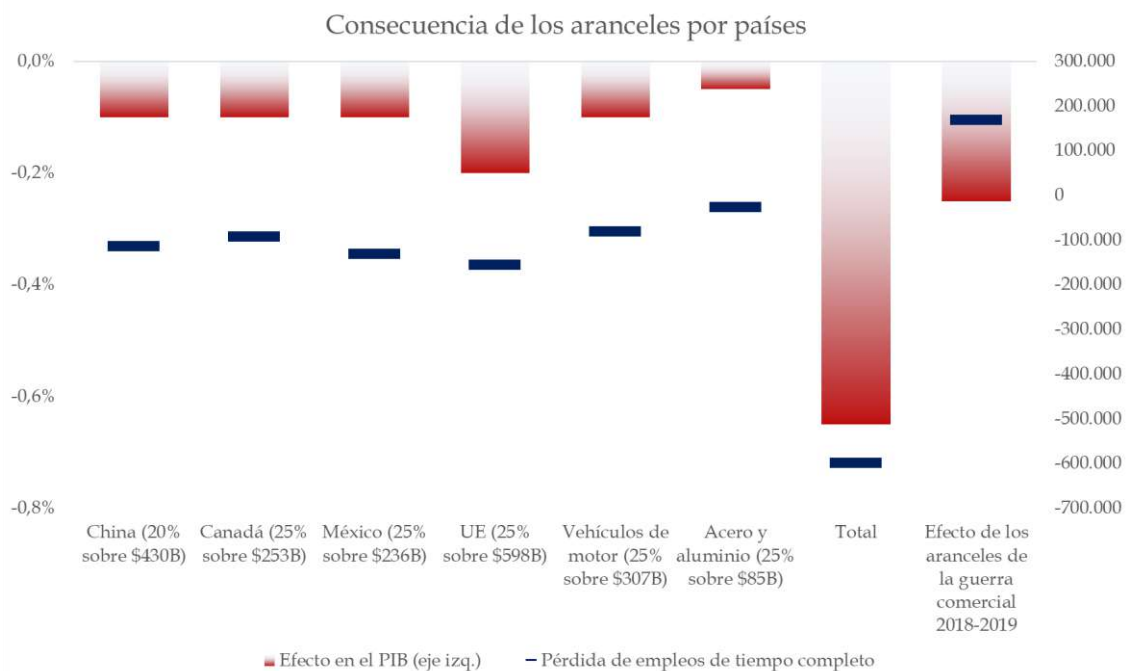
Fuente: Carlos Arenas Laorga

La **reacción internacional** no se ha hecho esperar. La **Unión Europea** calificó inmediatamente estas medidas como un “golpe importante a la economía mundial” y anunció que **estudiará posibles contramedidas**, que no represalias. Desde **Pekín** también se emitió un comunicado criticando duramente estas acciones y advirtiendo que “China defenderá firmemente sus intereses comerciales legítimos”. En una respuesta sin precedentes, China anunció una **alianza temporal con enemigos históricos como Japón y Corea del Sur** para hacer frente común.

Curiosamente, las más que probables caídas en los mercados americanos van encaminadas en la línea de lo que Trump busca: **que la Fed se vea obligada a bajar tipos, con lo que se estimula la economía, se reduce la carga de la deuda y se debilita más al dólar (haciendo más fácil que exporte).**

De hecho, varios miembros del gabinete de Trump han aludido recientemente a los antiguos **Acuerdos de Mar-a-Lago**, una estrategia concebida durante su primer mandato para coordinar devaluaciones del dólar en beneficio del comercio exterior estadounidense. El actual secretario de Comercio, Larry Fink, dijo que los acuerdos de Mar-a-Lago ofrecieron un marco útil para la estabilidad

cambiaría y podrían recuperarse como una herramienta complementaria a los nuevos aranceles si los socios comerciales muestran disposición. Stephen Miran, propuesto como **presidente del Consejo de Asesores Económicos**, ha explicado que **los aranceles serían solo un paso previo hacia un acuerdo monetario de alcance multilateral**, similar al Acuerdo Plaza de 1985. La propuesta incluiría incentivos para que los países aliados reduzcan sus reservas de dólares y acepten canjear bonos del Tesoro estadounidenses por instrumentos perpetuos de cupón cero, a cambio de mantener la protección militar de Estados Unidos y suavizar la carga arancelaria. El secretario del Tesoro, **Scott Bessent**, también ha mencionado públicamente el acuerdo de Mar-a-Lago, al igual que el segundo de Trump, el vicepresidente JD Vance.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

Si es que lo habían dicho en muchas ocasiones. Otra cosa es que **nunca nos lo acabábamos de creer**. Por supuesto, el ruido de **la OTAN y Ucrania tiene todo que ver con los aranceles**. Y todo ello dentro del marco de America First.

Aun así, los riesgos son considerables: el simple anuncio de negociaciones en torno a un acuerdo de Mar-a-Lago podría provocar una caída del dólar, un desplome de los bonos soberanos estadounidenses y efectos contagio en los

mercados bursátiles globales. No se puede reconfigurar Bretton Woods II sin sufrir sacudidas considerables. Cada vez tengo más claro que **Trump quiere provocar una recesión.**

64. Cuando el miedo se dispara... es momento de invertir. La cruel ironía de Trump

Decía Warren Buffett que *el dinero se hace cuando la sangre corre por las calles*, y Donald Trump lo ha simplificado recientemente: *este es un gran momento para hacerse rico*. En España, lo traducimos con un refrán de toda la vida: *a río revuelto, ganancia de pescadores*. Pues bien, si miramos los datos de volatilidad en los mercados, parece que no andamos muy desencaminados.

No me hace ninguna gracia que Trump, que ha hecho perder cientos de miles de millones con su terrible intervención en el comercio mundial a millones de personas, sea el que lo diga. Pero, por desgracia, tiene razón. Es más, algunos de sus colaboradores o quienes estuvieron en su toma de posesión, han llegado a perder en un día más de 50 mil millones de dólares.

En la tabla que ponemos se ve un ranking histórico de las mayores subidas diarias del VIX desde 1990 hasta 2025. Para los no iniciados, el VIX mide la expectativa de volatilidad en el mercado a 30 días vista, y suele apodarse el índice del miedo. Si el VIX sube mucho en un día, probablemente ese día ha sido un festival de nerviosismo en los mercados. Pero aquí viene lo interesante: lo que pasa después.

Volatility Index (\$VIX): mayores subidas en 1 día (%) 1990-2025					Qué ha hecho el S&P 500 después									
Ranking	Fecha final	VIX inicial	VIX final	% Cambio	1 mes	3 meses	6 meses	1 año	2 años	3 años	4 años	5 años		
1	05/02/2018	17,31	37,32	115,60%	6%	4%	1%	9%	4%	31%	55%	82%		
2	18/12/2024	15,87	27,62	74,00%	4%	-1%								
3	05/08/2024	23,39	38,57	64,90%	6%	11%	18%							
4	27/02/2007	11,15	18,31	64,20%	2%	9%	6%	0%	-45%	-15%	2%	9%		
5	27/01/2021	23,02	37,21	61,60%	4%	12%	18%	17%	10%	37%	72%			
6	26/11/2021	18,58	28,62	54,00%	4%	-4%	-9%	-12%	3%	38%				
7	15/01/1991	13,96	21,18	51,70%	0%	7%	10%	13%	28%	32%	74%	119%		
8	23/07/1990	15,63	23,68	51,50%	-11%	-11%	-5%	10%	24%	38%	44%	81%		
9	08/09/2011	32	48	50,00%	6%	13%	22%	28%	58%	86%	104%	118%		
10	24/06/2016	17,25	25,76	49,30%	6%	7%	12%	21%	38%	56%	62%	132%		
11	11/06/2020	27,57	40,79	48,00%	7%	12%	23%	44%	29%	55%	95%			
12	24/02/2020	17,08	25,03	46,50%	-23%	-8%	6%	24%	35%	30%	69%	94%		
13	21/08/2015	19,14	28,03	46,40%	-1%	6%	-1%	13%	29%	55%	61%	93%		
14	17/05/2017	10,65	15,59	46,40%	4%	5%	10%	17%	25%	32%	90%	81%		
15	24/08/2015	28,03	40,74	45,30%	2%	11%	3%	17%	34%	63%	68%	103%		
16	10/08/2017	11,11	16,04	44,40%	3%	7%	8%	18%	23%	47%	67%	93%		
17	10/10/2018	15,95	22,96	43,90%	0%	-6%	5%	10%	30%	65%	41%	71%		
18	15/04/2013	12,06	17,27	43,20%	7%	9%	11%	21%	41%	44%	64%	93%		
19	16/03/2020	57,83	82,69	43,00%	18%	29%	43%	69%	88%	74%	134%	162%		
20	27/02/2020	27,56	39,16	42,10%	-12%	2%	18%	33%	52%	40%	82%	109%		
21	04/02/1994	10,75	15,25	41,90%	0%	-5%	-1%	5%	45%	79%	138%	190%		
22	03/08/1990	20,43	28,74	40,70%	-6%	-10%	1%	17%	31%	43%	50%	88%		
23	12/03/2020	53,9	75,47	40,00%	15%	22%	36%	63%	74%	68%	123%	147%		
24	09/09/2016	12,51	17,50%	40%	1%	6%	13%	20%	41%	50%	72%	130%		
25	05/08/2019	17,61	24,59%	40%	3%	7%	16%	16%	60%	51%	68%	100%		
26	03/04/2025	21,51	30,02	39,60%										
27	03/09/2024	15	20,72	38,10%	3%	10%	4%							
28	04/08/2011	23,38	31,66	35,40%	-3%	4%	13%	19%	48%	72%	90%	103%		
29	25/02/2021	21,34	28,89	35,40%	4%	10%	18%	16%	7%	41%	59%			
30	18/08/2011	31,58	42,67	35,10%	6%	9%	21%	27%	52%	87%	85%	112%		
Media (top 30)					2%	6%	12%	21%	34%	51%	77%	104%		
Media (los demás años)					1%	3%	6%	12%	25%	40%	56%	74%		

Fuente: Carlos Arenas Laorga

Cuando el miedo es máximo, las oportunidades también. Y en la tabla nos lo demuestra la historia. Tras los 30 mayores repuntes del VIX, el S&P 500 ha tenido un comportamiento consistentemente positivo en los siguientes meses y años. A un mes, la rentabilidad media es del 2%. A un año... ¡del 21%! Y si tenemos la paciencia de esperar cinco años, el retorno medio es del 104%. Frente a los momentos donde no hay tanta volatilidad, que sube ("solo") un 74%.

Sí, has leído bien: duplicar la inversión en cinco años, en promedio, tras días de pánico absoluto.

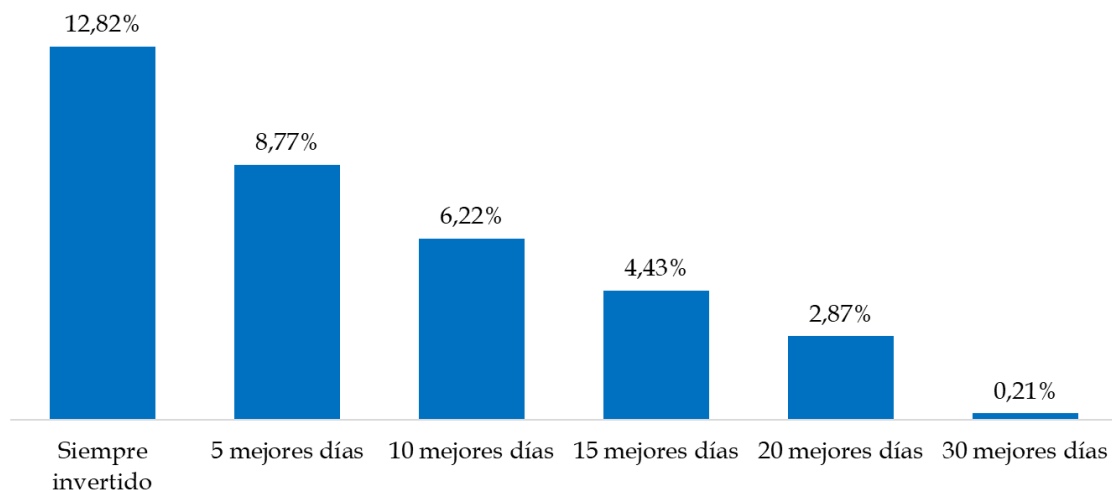
Y no es una casualidad. Hay una lógica poderosa detrás de esta regularidad: el mercado tiende a sobrereaccionar. En los días de miedo, los inversores venden sin mirar, sin pensar en fundamentales, solo intentando evitar más pérdidas. En ese contexto, los precios caen más de lo que deberían... y ahí es donde aparecen las gangas.

Un ejemplo que siempre me gusta contar de esta sobrerreacción lo tuvimos en junio de 2016, tras el referéndum del Brexit. Aquel día, el VIX se disparó y las bolsas mundiales se tiñeron de rojo. El FTSE 100 llegó a caer un 8% y el S&P 500 perdió casi un 4% en una sola jornada. Sin embargo, solo unas semanas después, los mercados habían recuperado completamente las pérdidas. En concreto, el FTSE 100 S&P 500 subió un 6% al mes, casi un 9% a tres meses y un 22% en un año. el S&P, que también tuvo caídas importantes, un año después había recuperado todo y alcanzaba un +17%. Fue otro caso más donde quien aguantó el chaparrón —o se atrevió a entrar en pleno caos— salió premiado. Lo mismo que con el COVID. Con caídas del -34% en las bolsas americanas, el año terminó con un +18,4%.

Ahora bien, no debemos confundir oportunidad con ausencia de riesgo. Esto no significa que debemos lanzarnos sin paracaídas cada vez que haya una caída fuerte. De hecho, muchas de las fechas en el ranking están asociadas a momentos históricos complejos. Invertir en esos días no es apto para cardíacos. Y menos aún si pensamos que esta crisis comercial va a derivar en una crisis económica y financiera.

Pero lo que sí demuestran los datos es que, quien tuvo el valor (o la estrategia) de mantenerse invertido o incluso aumentar su exposición en esos momentos, fue recompensado. Y aquí entra un concepto fundamental: estar siempre invertidos. Porque adivinar cuál será el mejor día para entrar no lo consigue ni el más afortunado.

Rentabilidad anualizada S&P 500 TR sin los mejores días (2014-2024)



Fuente: Carlos Arenas Laorga

De hecho, si te pierdes los mejores 10 días (algunos de ellos en fechas yuxtapuestas a los peores días), tu rentabilidad no llegaría ni a la mitad.

A comienzos de agosto de 2024 (lo puedes repasar en la tabla) vimos un episodio de alta volatilidad. El VIX se disparó más de un 64%, una de las mayores subidas de la historia. ¿Qué ha pasado desde entonces? Pues lo de casi siempre: subidas continuadas y recuperación completa de los índices en apenas semanas.

Así que, si te quedaste fuera por miedo... tranquilidad. La historia dice que aún puedes aprovechar el tirón. Las estadísticas están a favor del inversor que actúa con cabeza, no con pánico. Y como hemos repetido muchas veces: no se trata de acertar el momento perfecto, sino de estar dentro cuando llegue.

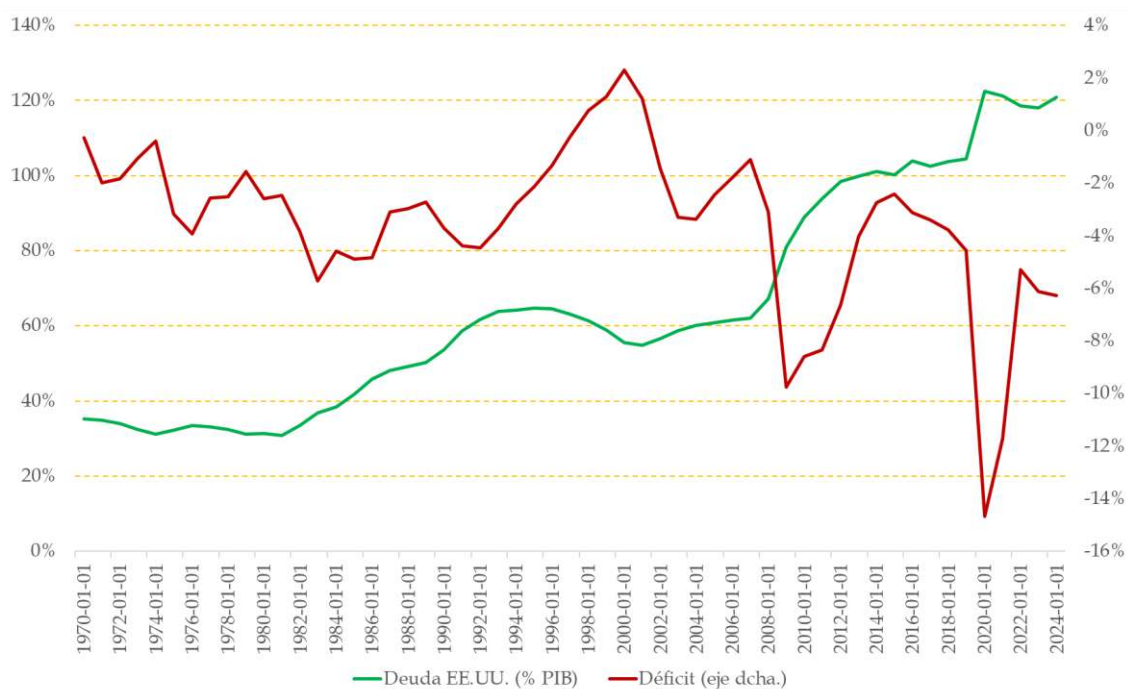
Invertir cuando el mercado tiembla no es fácil. Pero es cuando más oportunidades surgen. No es casualidad que las mayores subidas del mercado estén pegadas a las mayores caídas. No es casualidad que los mejores días de rentabilidad ocurran en medio de crisis. Y no es casualidad que los inversores más exitosos no sean los que más aciertan, sino los que menos se asustan.

Dicho todo esto como educación financiera, que sea Donald Trump -el hombre que ha hecho perder miles de millones de dólares a tantos- quien nos dé esta lección es, cuando menos, irónico y como para ser hipócrita, como mínimo.

65. La más que arriesgada estrategia de Trump

La administración Trump ha lanzado una política económica, comercial y monetaria destinada a corregir desequilibrios históricos en Estados Unidos, generando una profunda reestructuración a nivel nacional e internacional. Estados Unidos quiere solucionar unos desafíos económicos tremendos: con una deuda pública que alcanza los 36 billones de dólares, equivalente al 124% de su PIB (superando los niveles posteriores a la Segunda Guerra Mundial), la economía estadounidense presenta una peligrosa dependencia del endeudamiento constante.

Comencemos con unos datos para entender la situación. La deuda continúa en aumento y, de no llevar a cabo medidas estructurales, podría alcanzar el 134% del PIB en 2035. Actualmente, los intereses generados por esta deuda ascienden a más de 1 billón de dólares anuales, cifra superior al presupuesto de defensa y cercana al gasto en pensiones o sanidad. Se prevé que este gasto pase del 2,4 al 4,1% del PIB en 10 años. El déficit público se situó en 6,2% en 2023, proyectándose a 6,4% en 2024 y potencialmente al 6,8% en 2025.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

Aunque no haya que quedarse con estos datos en la cabeza, sí es bueno entender las magnitudes para comprender lo que quiere hacer Trump. Su política no se limita al ámbito comercial, sino que es parte de un reajuste económico integral que incluye recortes en ayudas internacionales, reducción de gasto público y una firme intención de rebajar los tipos de interés. Esto último es especialmente clave: con vencimientos por refinanciar de 9,2 billones de dólares en 2025, una reducción de 50 puntos básicos en los tipos de interés podría ahorrar hasta 46.000 millones de dólares anuales en costes financieros. Por lo tanto, reducir tipos es una prioridad absoluta para la actual administración.

Contrario a la creencia común, los aranceles impuestos recientemente por Trump no buscan únicamente proteger industrias nacionales; más bien son una herramienta para forzar un reajuste comercial global, tratando de paliar desequilibrios crónicos con socios clave como China y Europa. Trump considera que China ha inundado los mercados internacionales beneficiándose de una moneda artificialmente baja. Al aplicar aranceles, busca presionar a China para apreciar su moneda y restablecer una competencia justa.

Del mismo modo, la administración Trump presiona a Europa para reducir su dependencia comercial de China y adoptar posiciones estratégicas más alineadas con Estados Unidos en temas geopolíticos, como Ucrania. Países como India, México y Canadá también podrían verse obligados a negociar activamente con EE.UU., ya sea reduciendo aranceles o asumiendo las sanciones.

Trump ha criticado las barreras ocultas al comercio internacional que distorsionan las verdaderas condiciones de mercado. Aunque es una aberración terrible lo que ha hecho con los aranceles, hay que darle la razón con esto.

Ahora bien, la jugada es muy delicada. Y el tiempo corre en su contra. Si no funciona el plan en menos de 18 meses (es un cálculo muy *grosso modo*), podemos encontrarnos con una situación muy fea. De hecho, si las cadenas de suministro no logran responder rápidamente o si la inflación se acelera demasiado, la Fed podría verse obligada a subir nuevamente los tipos de interés, contrarrestando

así los objetivos principales de la administración Trump y generando unas consecuencias terribles para la economía americana... y global.

La estrategia del presidente Trump conlleva grandes riesgos económicos y políticos. La clave de su éxito residirá en cómo evolucionen los indicadores clave, como empleo e inflación, en los próximos meses. Si logra mantener estos factores bajo control, Trump podría conseguir una transformación económica y geopolítica histórica, redefiniendo las reglas del juego global y asegurando un legado económico duradero. Si fracasa, el coste político y económico podría ser inmenso.

Si le sale bien, veremos un mundo más libre, en el mejor de los escenarios, y con Estados Unidos liderando el crecimiento mundial, con menores costes de deuda, menor deuda, una economía más saneada, un dólar más débil, mayores exportaciones, etc. Si no se cumplen los plazos, el panorama se vuelve muy negro. Mucho.

En cualquier caso, la solución no pasa por responder con nuevos aranceles, que perjudican a todos y nos empobrecen. Más bien pasa por negociar como está haciendo Argentina, para llegar a aranceles del 0%. Ojalá dé fruto la locura que ha cometido Trump porque, si no, vamos a pasarlo regular.

66. “Kiss my ass” Trump, los aranceles y el arte de congelar el caos

Trump ha vuelto. No con sutileza ni medias tintas, sino con su estilo característico de *bulldozer* con megáfono: el pasado 2 de abril, desde el Jardín de las Rosas, declaró una guerra comercial total. Y cuando el mundo aún estaba digiriendo el titular, anunció una medida igual de sorprendente: una congelación temporal de 90 días en la aplicación efectiva de parte de esos aranceles para muchos países.

Lo que a simple vista podría parecer un gesto de moderación o un intento de acercamiento, es en realidad una pausa táctica con mensaje incluido. Esto no es una retirada. Es una advertencia. Una forma de ganar tiempo sin perder presión, y de marcar territorio con la sutileza de un elefante en una cristalería. Ya sabemos que Trump no se educó en Versalles... O, como él mismo resumió con su inconfundible tono: “*kiss my ass*”. Porque esto, por si alguien lo dudaba, **va mucho más de fondo que de forma.**

La congelación de los aranceles no es una marcha atrás, sino una jugada medida dentro de una estrategia más amplia. Los aranceles —que alcanzan hasta un 125% en el caso de China— no son el objetivo final. Son la herramienta. Una palanca para renegociar el orden comercial global desde una posición de fuerza. Trump no quiere solo proteger a la industria estadounidense. Quiere relocizarla, redibujar las cadenas de suministro y romper con décadas de déficit comercial. Y para ello, necesita tiempo... y necesita miedo. De ahí los 90 días de gracia. De ahí la amenaza velada que planea sobre los aliados económicos de siempre.

El plan, aunque suene disparatado, no carece de lógica interna. A través de una agresiva política arancelaria, la administración Trump busca tres cosas: **debilitar el dólar (con las consecuencias de impulsar los mercados y las exportaciones), reducir la deuda pública (los pagos de los intereses de la deuda) y forzar a la Reserva Federal a bajar los tipos de interés (lo que supone un dólar más débil y facilidad para el crecimiento económico y bursátil).** La primera consecuencia evidente es que, si los mercados han reaccionado con caídas, la Fed se verá presionada a actuar. Eso estimula la economía, abarata la financiación y mejora

la competitividad exterior. El caos, en este caso, no es una amenaza, sino un catalizador.

Que este **plan tenga una lógica no significa que no sea extremadamente arriesgado**. Si las cadenas de suministro no reaccionan a tiempo, si la inflación repunta o si los tipos no bajan lo suficiente, el tiro puede salir por la culata. Y, como ya hemos advertido en artículos anteriores, cuando se juega con fuego en un sistema tan endeudado y globalizado, las consecuencias pueden ser explosivas.

Desde el punto de vista del inversor, este tipo de episodios, aunque generen vértigo, también pueden ofrecer oportunidades. No porque haya certezas, sino porque el miedo suele ir acompañado de sobrerreacciones. Lo vimos con el Brexit, con el COVID, con las crisis comerciales anteriores y las subidas de esta semana... Cuando el miedo se dispara, las valoraciones se ajustan de forma abrupta y eso genera ventanas de entrada para quienes saben mantener la cabeza fría.

La congelación de los aranceles, por tanto, no es una concesión. Es una jugada pensada. No busca tranquilizar a los mercados, sino tensarlos justo hasta el punto en el que sus adversarios estén dispuestos a ceder. Una forma más de aplicar el *America First*, pero con aroma de ultimátum. El viejo truco de plantear exigencias imposibles para, después, negociar desde un punto de partida más favorable.

Trump quiere que los aliados reduzcan su exposición al dólar... para que Estados Unidos pueda devaluarlo sin que se derrumbe el sistema. ¿A cambio? Protección militar, condonaciones arancelarias y una silla en el nuevo orden que está intentando construir. De paso, acorralar a China. Insisto en que este no es el objetivo último, sino un beneficio asociado de su más amplia estrategia.

De hecho, **podemos olvidarnos de seguir los ulteriores aranceles que se impongan mutuamente**. El caso es prohibir el comercio bilateral. Ya da igual un 125% que un 200%. No nos perdamos en el dato. Y recordemos que, si bien es un impuesto a los ciudadanos americanos, quien más pierde es China (las

importaciones de EE.UU. son de 438.947 millones de dólares, frente a 143.561 millones de exportaciones). Según Trump, esto es una aberración, pero es lógico que la primera potencia del mundo tenga déficit comercial.

Esto no va de si nos gusta Trump o no. Va de entender que sus movimientos tienen una lógica electoral, económica y estratégica. El que piense que se trata simplemente de un populista sin plan, no está prestando atención. Y si no le sale bien, las consecuencias pueden ser nefastas. Pero si le sale... puede cambiar el tablero por completo. No soy defensor de Trump, precisamente. Más bien lo contrario. Pero que tiene un plan, es evidente.

Sí, el titular puede sonar zafio. Pero no es más vulgar que la declaración que lo inspira. Y, desgraciadamente, refleja con bastante precisión lo que Trump le está diciendo al mundo con cada pausa que parece concesión: *"Kiss my ass"*. Y lo peor es que, aunque lo diga así... podría funcionar.

67. Cabeza fría, corazón templado y cartera siempre invertida

Perderse los peores días del mercado suena tentador... hasta que descubres que es justo ahí donde se esconden las mayores oportunidades. Y, es que, **no hay mejor estrategia que la paciencia, ni peor que la improvisación.**

En los mercados financieros no siempre gana quien más corre, sino quien más aguanta. Y sí, es cierto que puede sonar a eslogan barato... hasta que ves las cifras del S&P 500. Porque si hay una gran lección que el mercado ha enseñado a lo largo de las décadas, es esta: **estar siempre invertido es, con mucha diferencia, la mejor estrategia a largo plazo.**

La tentación de intentar anticiparse a las subidas y esquivar las caídas —lo que se conoce como *market timing*— es tan natural como peligrosa. A todos nos gusta pensar que seremos más listos que el promedio, que saldremos justo antes del batacazo y volveremos a entrar justo a tiempo para el rebote. Pero la historia demuestra una y otra vez que esto, más que una estrategia, es una ilusión.

Imagina que estás viendo una película y decides ir a la cocina justo cuando la música se pone intensa. Sabes que algo va a pasar, pero no sabes cuándo. Si te levantas en ese momento, te lo pierdes. Lo mismo pasa con los mercados.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

Se dice que es mejor estar siempre invertido, aunque no se cuenta toda la película. En realidad, sería mejor estar fuera del mercado en estos momentos. Según datos que hemos calculado es más rentable perderse los peores días que perderse los mejores. Pero esto no quiere decir que ya no sea válido lo de estar siempre invertido. Me explico. **Los perores días suelen ser cisnes negros, totalmente impredecibles.** Y el 100% de los mejores 15 días de mercado del S&P 500 han sucedido en medio de un *bear market*, de caídas abultadas, y de momentos de pánico. **El 100%.**

Marzo de 2020. Plena pandemia y con el mundo paralizado, el S&P 500 subió un +9,3% en un solo día. Una semana antes había caído casi un -12%. La mayoría ya se había bajado del barco. No podíamos anticipar esas caídas tan abruptas, pero una vez que han sucedido, lo mejor es no moverse. O incluso, aumentar exposición. No hubo campanas al vuelo ni titulares alentadores. Solo miedo, confusión... y subidas espectaculares.

Si saliste del mercado por si acaso, te perdiste lo mejor. Y si no volviste a tiempo, es probable que sigas esperando el momento óptimo de entrada... mientras el mercado sigue avanzando sin ti.

Hay un índice que sirve como termómetro del miedo en los mercados: el *VIX*. Cuando se desploma en un solo día, es señal de que el pánico ha sido máximo. Y lo sorprendente es que las caídas más abruptas del *VIX* han sido el preludio de mercados muy alcistas. Lo mismo cuando ha subido de forma salvaje, como comentábamos esta misma semana en otro artículo.

La mayor caída del *VIX* desde 1990 fue este mismo 9 de abril: un -35,8%. Y por si alguien quiere más números: en los cinco años posteriores a una gran caída de volatilidad, la rentabilidad media fue del +97,5%, frente al +74,4% de un periodo normal.

Volatility Index (\$VIX): mayores caídas en 1 día (%) 1990-2025					Qué ha hecho el S&P 500 después				
	Fecha	VIX inicio	VIX final	Caída % VIX	1 año	2 años	3 años	4 años	5 años
1	09/04/2025	52,33	33,62	-35,8%					
2	10/05/2010	40,95	28,84	-29,6%	18,4%	22,6%	50,3%	78,3%	101,2%
3	06/08/2024	38,57	27,71	-28,2%					
4	09/08/2011	48,00	35,06	-27,0%	22,3%	50,7%	77,4%	93,8%	108,2%
5	15/06/2006	21,46	15,90	-25,9%	24,2%	11,8%	22,6%	-3,1%	12,2%
6	24/04/2017	14,63	10,84	-25,9%	13,2%	28,1%	28,7%	90,3%	92,5%
7	20/10/2008	70,33	52,97	-24,7%	13,7%	25,3%	31,3%	61,7%	99,0%
8	05/04/1994	23,87	18,13	-24,0%	16,0%	54,1%	82,0%	171,1%	233,1%
9	20/12/2024	24,09	18,36	-23,8%					
10	13/03/2020	75,47	57,83	-23,4%	49,0%	58,8%	50,7%	101,3%	126,3%
11	09/11/2016	18,74	14,38	-23,3%	21,9%	33,7%	53,3%	76,9%	137,6%
12	18/09/2007	26,48	20,35	-23,1%	22,3%	26,5%	20,7%	-12,6%	7,4%
13	14/02/2018	24,97	19,26	-22,9%	4,9%	30,6%	53,6%	78,1%	65,2%
14	13/11/2007	31,09	24,10	-22,5%	41,2%	23,0%	13,3%	-6,8%	2,3%
15	13/10/2008	69,95	54,99	-21,4%	9,8%	23,0%	28,7%	56,1%	89,2%
16	28/06/2016	23,85	18,75	-21,4%	22,4%	38,9%	55,3%	65,9%	133,6%
17	16/10/2013	18,66	14,71	-21,2%	11,9%	23,1%	32,7%	61,8%	78,2%
18	31/12/2012	22,72	18,02	-20,7%	32,4%	50,5%	50,6%	73,3%	112,1%
19	06/11/2024	24,09	16,27	-20,6%					
20	22/09/1993	17,30	13,75	-20,5%	4,0%	35,9%	61,5%	129,6%	161,5%
Media (caída más grande en 1 día)					12,5%	27,4%	37,5%	69,7%	97,5%
Media (los demás años)					12,2%	25,3%	39,5%	56,4%	74,4%
Diferencia					0,3%	2,1%	-2,0%	13,3%	23,1%

Fuente: Carlos Arenas Laorga

Permanecer invertido no es lo mismo que invertir sin criterio. Aquí no hablamos de lanzarse al mercado a ciegas, sino de tener un plan y mantenerlo firme. Las caídas existen, los sobresaltos también, pero los datos respaldan una máxima clara: **quien aguanta, gana.**

Mayores subidas del S&P 500 en 1 día (1950-2025)			Qué ha hecho después el S&P 500		
Ranking	Fecha	Rentabilidad	1 año	3 años	5 años
1	13/10/2008	11,6%	10%	28%	90%
2	28/10/2008	10,8%	14%	46%	109%
3	09/04/2025	9,5%			
4	24/03/2020	9,4%	62%	70%	155%
5	13/03/2020	9,3%	48%	49%	120%
6	21/10/1987	9,1%	14%	35%	91%
7	23/03/2009	7,1%	46%	64%	106%
8	06/04/2020	7,0%	56%	62%	106%
9	13/11/2008	6,9%	23%	48%	118%
10	24/11/2008	6,5%	33%	46%	136%
11	10/03/2009	6,4%	63%	103%	189%
12	21/11/2008	6,3%	40%	59%	151%
13	26/03/2020	6,2%	54%	58%	135%
14	17/03/2020	6,0%	60%	63%	142%
15	24/07/2002	5,7%	18%	54%	96%

Fuente: Carlos Arenas Laorga

¿Y cuál es la estrategia más simple y rentable? El *dollar cost averaging*: invertir una cantidad periódica, sin importar si el mercado sube o baja. A la larga, compras más barato en momentos de caída y te proteges del impulso emocional de vender en el peor momento. Y, combinarlo con el *lump sum* con rebalanceo periódico: entras con una cantidad y, si el mercado se vuelve volátil, aprovechas para reajustar posiciones. Lo importante es tener cabeza fría, no dejarse llevar por las noticias del día y recordar que el largo plazo siempre ha premiado a los pacientes.

¿Y si llega una crisis? En realidad, la pregunta no es si llegará, sino cuándo. Porque sí, llegarán más caídas, más titulares alarmistas, más momentos en los que todo parecerá derrumbarse. Pero también llegarán nuevas subidas, nuevas oportunidades y... los próximos 10 mejores días del mercado.

Lo que no puedes hacer es intentar adivinarlos. Porque si fallas (y lo normal es fallar), puedes arruinar años de planificación.

Invertir no es cuestión de ser más listo que el mercado, sino de **ser más disciplinado que tu propio miedo**. La rentabilidad más alta está reservada para quien se equivoca menos... y eso, casi siempre, pasa por **no salirse del mercado en los peores momentos**. No luches contra el mercado, navega con él.

Así que, si ves que los titulares asustan, si notas que te tiemblan las manos cuando abres la app del bróker... recuerda: los mejores días siempre están disfrazados de peores.

Y si te da vértigo mirar, no mires. Pero **no vendas**.

68.El déficit comercial o por qué también yo lo tengo con la panadería del barrio

Todos hemos oído hablar alguna vez del déficit comercial. Ahora es de los términos que están de moda. Durante la crisis todos éramos expertos en la prima de riesgo. Ahora, el cuñado es un versado en déficit comercial. Y, por cierto, casi siempre en tono alarmista: que si el déficit crece, que si nos empobrece, que si es un síntoma de decadencia económica... Pero, cuidado, no es déficit fiscal, sino comercial. Porque no, el déficit comercial no es el coco. Es una consecuencia lógica de ciertos equilibrios —y desequilibrios— económicos. Es más: tener déficit comercial no es necesariamente malo. Y si no, que se lo digan a Estados Unidos... o a cualquiera que, como yo, tenga una relación perfectamente asimétrica con la panadería del barrio.

El déficit comercial se produce cuando un país importa más bienes y servicios de los que exporta. Es decir, compra más de fuera de lo que vende al resto del mundo. Y esa diferencia, si es negativa, se conoce como déficit comercial. Técnicamente, se trata del saldo de la balanza comercial, que forma parte de la balanza por cuenta corriente dentro de la contabilidad nacional. Si ese saldo es negativo, quiere decir que hay un mayor flujo de salida de dinero hacia el exterior por compras, que de entrada por ventas. Pero eso no implica que el país esté perdiendo dinero, como a veces se dice. Lo que refleja es una relación comercial desequilibrada... que puede tener múltiples causas y, en muchos casos, múltiples ventajas. Desequilibrada no es sinónimo de mala. Y déficit comercial no es déficit fiscal. Ese sí suele ser bastante perjudicial.

En la tabla que hemos preparado —una radiografía reciente del comercio exterior estadounidense— se ve con claridad cómo EE.UU. tiene déficit con una aplastante mayoría de países. El mayor de todos, con China: -295.386 millones de dólares. Le sigue la Unión Europea con -235.561 millones, y luego Vietnam, Taiwán, Japón, India... y la lista sigue. Por cierto, ¿te suena lo de mayor déficit, mayor arancel? De hecho, si tomamos todos los datos y calculamos una media ponderada del déficit —es decir, considerando el peso de cada país en el volumen

comercial total con EE.UU. —, el resultado es esclarecedor: aproximadamente un -32%. O lo que es lo mismo, por cada 100 dólares que Estados Unidos comercia bilateralmente con el mundo, unos 32 acaban en déficit. ¿Es esto un problema? Pues no necesariamente. De hecho, puede ser síntoma de lo contrario.

Yo tengo déficit comercial con la panadería del barrio. Todos los días bajo a por el pan. Algunas veces cae una chapata. Otras, una hogaza, un par de croissants si es sábado, o una porra los domingos. Y les pago. Siempre. Pero ellos no me compran nada a mí. Ni mis análisis financieros, ni mis textos sobre macroeconomía, ni mis gráficas de tipos de interés. Me venden pan; les pago con gusto. Y, sin embargo, nadie consideraría que tengo un desequilibrio estructural con ellos. Es una relación comercial sana, porque ambas partes obtenemos lo que queremos. Eso es precisamente lo que ocurre, a escala global, con Estados Unidos y buena parte del resto del mundo.

<i>País</i>	Importaciones de EE.UU.	Exportaciones a EE.UU.	Déficit comercial de EE.UU.
<i>China</i>	438.947,40 Mill \$	143.561,08 Mill \$	-295.386,32 Mill \$
<i>Unión Europea</i>	605.760,42 Mill \$	370.199,06 Mill \$	-235.561,36 Mill \$
<i>Vietnam</i>	136.561,16 Mill \$	13.052,37 Mill \$	-123.508,79 Mill \$
<i>Taiwán</i>	116.264,03 Mill \$	42.336,86 Mill \$	-73.927,17 Mill \$
<i>Japón</i>	148.208,57 Mill \$	79.705,33 Mill \$	-68.503,24 Mill \$
<i>India</i>	87.416,45 Mill \$	41.752,67 Mill \$	-45.663,78 Mill \$
<i>Corea del Sur</i>	131.549,19 Mill \$	65.541,79 Mill \$	-66.007,40 Mill \$
<i>Tailandia</i>	63.328,18 Mill \$	17.713,08 Mill \$	-45.615,10 Mill \$
<i>Suiza</i>	63.425,32 Mill \$	24.961,99 Mill \$	-38.463,33 Mill \$
<i>Indonesia</i>	28.084,74 Mill \$	10.202,10 Mill \$	-17.882,64 Mill \$
<i>Malasia</i>	52.534,85 Mill \$	27.704,75 Mill \$	-24.830,10 Mill \$
<i>Camboya</i>	12.661,81 Mill \$	321,63 Mill \$	-12.340,18 Mill \$
<i>Reino Unido</i>	68.084,47 Mill \$	79.897,39 Mill \$	11.812,92 Mill \$
<i>Sudáfrica</i>	14.655,76 Mill \$	5.819,00 Mill \$	-8.836,76 Mill \$
<i>Brasil</i>	42.316,32 Mill \$	49.666,98 Mill \$	7.350,66 Mill \$

<i>Singapur</i>	43.203,72 Mill \$	46.017,31 Mill \$	2.813,59 Mill \$
<i>Israel</i>	22.217,48 Mill \$	14.792,03 Mill \$	-7.425,45 Mill \$
<i>Filipinas</i>	14.177,63 Mill \$	9.297,31 Mill \$	-4.880,32 Mill \$
<i>Chile</i>	16.469,48 Mill \$	18.167,79 Mill \$	1.698,31 Mill \$
<i>Australia</i>	16.685,51 Mill \$	34.593,35 Mill \$	17.907,84 Mill \$
<i>Pakistán</i>	5.123,66 Mill \$	2.135,15 Mill \$	-2.988,51 Mill \$
<i>Turquía</i>	16.745,66 Mill \$	15.292,98 Mill \$	-1.452,68 Mill \$
<i>Sri Lanka</i>	3.015,59 Mill \$	368,21 Mill \$	-2.647,38 Mill \$
<i>Colombia</i>	17.690,35 Mill \$	19.037,61 Mill \$	1.347,26 Mill \$
<i>Perú</i>	9.363,19 Mill \$	11.223,80 Mill \$	1.860,61 Mill \$
<i>Nicaragua</i>	4.622,33 Mill \$	2.940,99 Mill \$	-1.681,34 Mill \$
<i>Noruega</i>	6.583,33 Mill \$	4.592,04 Mill \$	-1.991,29 Mill \$
<i>Costa Rica</i>	11.634,91 Mill \$	9.676,79 Mill \$	-1.958,12 Mill \$
<i>Rep. Dominicana</i>	7.505,43 Mill \$	13.081,66 Mill \$	5.576,23 Mill \$
<i>Emiratos AU</i>	7.474,43 Mill \$	26.969,31 Mill \$	19.494,88 Mill \$
<i>Nueva Zelanda</i>	5.617,04 Mill \$	4.499,42 Mill \$	-1.117,62 Mill \$
<i>Argentina</i>	7.092,16 Mill \$	9.171,00 Mill \$	2.078,84 Mill \$
<i>Ecuador</i>	8.524,31 Mill \$	7.531,65 Mill \$	-992,66 Mill \$
<i>Guatemala</i>	5.019,89 Mill \$	9.714,80 Mill \$	4.694,91 Mill \$
<i>Egipto</i>	2.546,00 Mill \$	6.092,02 Mill \$	3.546,02 Mill \$
<i>Arabia Saudita</i>	12.733,73 Mill \$	13.177,01 Mill \$	443,28 Mill \$

Fuente: Carlos Arenas Laorga, datos de la OMC. Por motivos de sencillez hemos quitado muchos países.

Además de ser la mayor economía del planeta, Estados Unidos tiene un privilegio singular: imprime la moneda de reserva mundial. El dólar no es solo su divisa; es el activo más demandado del planeta. Y eso le permite consumir más de lo que produce sin que el mundo lo penalice por ello. De hecho, es el mundo el que financia ese déficit comprando bonos del Tesoro o invirtiendo en sus activos financieros. O, dicho de otra forma: mientras otros países necesitan exportar para sobrevivir, EE.UU. puede importar sin remordimientos... y sin consecuencias inmediatas. El déficit comercial, en este contexto, es casi una

expresión de poder. No hay país más confiable a la hora de asumir deuda. Por eso, cuando vemos cifras como los -123.500 millones con Vietnam, o los -74.000 millones con Taiwán, no estamos ante una señal de debilidad, sino ante un síntoma de confianza global. Todos quieren venderle a Estados Unidos. Y todos confían en que les pagará.

Buena parte de ese déficit responde también al patrón de consumo estadounidense. Que compre más de lo que vende no es sorprendente. Es simplemente coherente con su estructura productiva y su modelo económico. Y muchas veces, lo que no se ve en la balanza comercial –servicios financieros, propiedad intelectual, plataformas digitales, defensa o liderazgo tecnológico– tiene un peso creciente y difícil de medir con las métricas tradicionales del comercio.

Eso no quiere decir que el déficit sea inocuo. Un desequilibrio comercial sostenido y mal gestionado puede, en determinadas circunstancias, generar dependencia exterior, volatilidad financiera o pérdida de competitividad. Pero eso ocurre cuando el déficit es síntoma de un problema estructural profundo, no cuando es parte de un equilibrio funcional en una economía abierta, dinámica y confiable. Y en ese sentido, Estados Unidos no tiene un problema.

Y, además, no olvidemos que el comercio mundial es una partida de muchos jugadores donde los déficits de unos son los superávits de otros. No se trata de ganar o perder. Se trata de intercambiar. Hoy tú compras, mañana vendes. Hoy importas bienes, mañana exportas servicios. La economía moderna es compleja: no todo lo que se comercia cabe en un contenedor. ¿Cuánto exporta Estados Unidos en forma de series, patentes, licencias, universidades, datos o entretenimiento?

Tener déficit comercial no es, por sí mismo, un mal síntoma. A veces es, precisamente, una muestra de fortaleza. El país que todo el mundo quiere como cliente no siempre necesita ser vendedor. Estados Unidos es, en muchos sentidos, el gran comprador mundial. Y eso, más que una debilidad, es un reflejo de su rol hegemónico. Así que la próxima vez que alguien hable con dramatismo del

déficit comercial estadounidense, recuerda esto: yo tengo déficit con la panadería. Y, sinceramente, no perdono la porra de los domingos.

69. Una décima menos de inflación. Mil millones más para Trump.

El dato que Trump esperaba: por qué la inflación lo cambia todo

Hay días en los que una cifra aparentemente pequeña puede desencadenar un efecto dominó global. Hoy es uno de esos días. El dato de inflación publicado en Estados Unidos — una décima menos de lo esperado — puede parecer anecdótico, pero encierra implicaciones profundas para los mercados, la política monetaria, la estrategia comercial... y, cómo no, para Donald Trump.

El IPC general ha caído al 2,4% en marzo, frente al 2,8% del mes anterior. La inflación subyacente, más estructural, ha descendido hasta el 2,8%. Ambos datos no solo están por debajo del nivel anterior, sino que mejoran las previsiones del consenso de analistas. En términos mensuales, el IPC general ha bajado un 0,1% (cuando se esperaba una subida del 0,1%) y la subyacente apenas ha subido un 0,1%. Y así, casi sin hacer ruido, se enciende una luz verde que podría cambiarlo todo: la Fed ya tiene margen real para empezar a bajar los tipos de interés.

Y eso es, precisamente, lo que Trump estaba esperando. Porque detrás de sus tuits, discursos groseros y aranceles a medio mundo, hay una estrategia bien definida. Su plan económico pasa por una Fed que recorte tipos cuanto antes. El motivo no es solo político: es profundamente financiero. Cada cuarto de punto que bajen los tipos supone más de **23.000 millones de dólares de ahorro anual** en intereses de deuda. Con una deuda pública superior al 124% del PIB, ese recorte es oxígeno puro. Y si la Fed bajase tipos en cuatro ocasiones este año (lo cual no es probable, pero tampoco imposible), estamos hablando de casi **100.000 millones de ahorro fiscal anual**. Trump no necesita subir nada. Solo que la inflación baje.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

Pero eso es solo una parte del efecto dominó. Cuando la Fed baja tipos, el dólar tiende a debilitarse. Y un dólar más débil es una bendición para el plan de Trump: favorece las exportaciones americanas, hace más competitivas sus empresas y da coherencia a su política proteccionista sin necesidad de que los aranceles se conviertan en un problema inflacionario. Si el dólar pierde fuerza, lo ganan las fábricas. Es decir: **dólar débil, Trump fuerte**.

Por si fuera poco, unos tipos más bajos suelen traducirse en **subidas bursátiles**. Y no hay nadie más interesado en que la bolsa americana vuelva a máximos que un presidente que construyó parte de su relato sobre los mercados. Si la Fed le da un empujón al mercado antes de las elecciones *mid term*, el impacto político puede ser tremendo. Porque la narrativa es clara y directa: “conmigo, suben las acciones”. Y en política, ya lo sabemos, la percepción importa tanto como la realidad.

Todo esto explica por qué esta décima de inflación tiene un valor estratégico tan grande. Es, de algún modo, **el dato que Trump esperaba**. Y llega justo cuando más lo necesita: tras anunciar aranceles agresivos que están en fase de 90 días de gracia, y cuando la opinión pública aún no ha interiorizado si su propuesta económica es viable o delirante. Si ahora los tipos bajan, las exportaciones suben,

el coste de la deuda se reduce y la bolsa acompaña, Trump tendrá todos los ingredientes para presentar su plan como un éxito anticipado.

El gráfico de la inflación americana es claro. Desde septiembre de 2022, cuando alcanzó el 6,6% la subyacente y el 9% la general, la inflación ha caído de forma sostenida hasta este 2,8% y 2,4%, respectivamente. No es un dato aislado. Es una tendencia clara. Y lo importante no es solo el número, sino el mensaje que envía: la inflación está controlada. Y si está controlada, la Fed tiene vía libre para hacer lo que el mercado —y Trump— llevan meses esperando.

Por eso, lo que a simple vista parece un dato técnico, en realidad puede ser el comienzo de algo mucho más profundo. Y hoy, la señal ha sido clara. Una décima menos de inflación... puede significar miles de millones más para Trump.

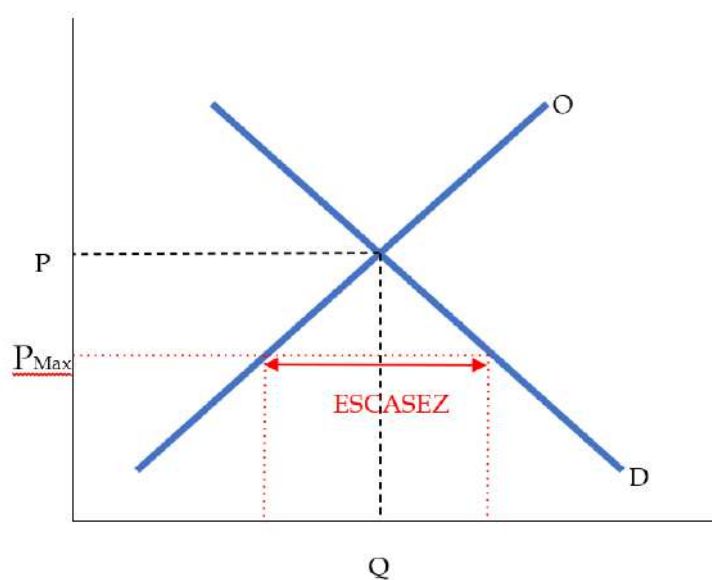
70.El espejismo del alquiler barato. Por qué topar precios ha agravado el problema en Cataluña

El precio máximo suena bien... hasta que te das cuenta de que no hay nada que comprar. La idea de limitar los precios del alquiler puede sonar sensata, casi reconfortante. Aparentemente, es una forma directa de proteger al inquilino y garantizar el acceso a la vivienda. Pero como ocurre tantas veces en economía, lo que parece una solución termina agravando el problema. Y si queremos ver un ejemplo claro de esto, no hay que viajar a la antigua Roma ni a la Venezuela de Maduro. Basta con mirar a Cataluña.

En los últimos años, la comunidad catalana ha aplicado con entusiasmo una política de intervención en el mercado del alquiler. El resultado, lejos de aliviar la presión sobre los inquilinos, ha sido un retroceso alarmante en la oferta de vivienda disponible. Según el Observatorio del Alquiler, desde 2019 el número de pisos en alquiler ha caído un 42%, pasando de 199.050 a apenas 114.878 en 2024. Pero lo peor está por llegar: la previsión para final de año es de 100.697 viviendas, lo que supondría la destrucción del 58% de la oferta en tan solo seis años.

El caso de Barcelona es aún más contundente. De las 170.764 viviendas ofertadas en 2019, se espera que queden solo 83.117 en 2025. La mitad del mercado ha desaparecido. Y no porque los inquilinos no las quieran, sino porque muchos propietarios ya no están dispuestos a alquilarlas. A ese precio, simplemente no compensa.

Precios máximos



Fuente: Carlos Arenas Laorga

Este fenómeno tiene su lógica económica. Como ya explicaba Henry Hazlitt, fijar un precio máximo (por debajo del nivel de equilibrio del mercado) genera una consecuencia ineludible: escasez. En un mercado libre, la interacción entre oferta y demanda determina el precio. Pero si se impone un precio artificialmente bajo, la demanda se dispara —todo el mundo quiere alquilar barato—, mientras que la oferta se contrae —nadie quiere alquilar por debajo de sus costes o a riesgo de perder rentabilidad—.

Esto no es una hipótesis de libro. En Barcelona, el número de interesados por cada piso que se publica es de 341 personas en los primeros diez días del anuncio. La media nacional ya es elevada, con 122 interesados por vivienda, pero lo de Barcelona supera todos los umbrales razonables. El Observatorio del Alquiler considera que una presión normal sería por debajo de 15 contactos. Estamos, por tanto, en una situación de auténtica histeria inmobiliaria.

¿Y qué ha pasado con esos pisos que han salido del mercado? Algunos se han pasado al alquiler temporal, otros se han vendido y muchos —sorpresa— están simplemente vacíos. El Ayuntamiento de Barcelona estimaba en 2018 que solo un 1,2% de las viviendas estaban desocupadas. Sin embargo, los datos más recientes

del INE, que se basan en consumo eléctrico real, apuntan a que más del 9% de los pisos de la ciudad están vacíos. No es que no haya viviendas: es que están fuera del circuito del alquiler convencional. Una consecuencia directa del intervencionismo mal calibrado.

Con estas políticas, no debería sorprendernos que los precios sigan subiendo. El precio medio del alquiler en España ha alcanzado los 1.146 euros mensuales, con un incremento del 7,2% interanual. En Barcelona, pese a la intervención, el alquiler ha subido un 5,5%, y ya se sitúa en 1.649 euros de media, volviendo al primer puesto del ranking nacional, por delante incluso de Baleares. Otras provincias como Madrid, Guipúzcoa o Vizcaya también superan la barrera de los 1.000 euros mensuales.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

La paradoja es evidente: se intenta proteger al inquilino con precios máximos, y se consigue el efecto contrario. La oferta se desploma, la demanda se concentra, los precios reales suben (porque no hay oferta suficiente), y se generan mercados paralelos que escapan a la regulación. No es difícil imaginar qué sucede cuando

un bien escasea y hay mucha gente dispuesta a pagar más por él: aparecen los atajos, las picas legales, las reservas a dedo, los contratos temporales que se renuevan “con letra pequeña” o los pagos en B. Es decir, el mercado negro del alquiler.

Todo esto ya lo hemos visto antes. Roma, la España de la posguerra, la Alemania previa al *Wirtschaftswunder*... Cuando Ludwig Erhard eliminó todos los precios máximos de la economía alemana en un solo decreto, el efecto fue inmediato: de repente, los mercados se llenaron de bienes antes desaparecidos. Pan, leche, carne... todo había estado ahí, solo que escondido porque no se podía vender legalmente a precios rentables. Exactamente lo que está ocurriendo hoy con el alquiler en Barcelona.

La intención de las políticas de control de precios puede ser bien intencionada, pero el resultado suele ser el opuesto al esperado. Y esto sucede SIEMPRE. Quienes las aplican son ignorantes, en el mejor de los casos, o malvados, en el peor. Si se quiere aumentar el acceso a la vivienda, la vía no es castigar a los propietarios ni desincentivar la oferta. Es generar más oferta: facilitar la construcción, incentivar la inversión en alquiler, ofrecer seguridad jurídica y abrir el camino a colaboraciones público-privadas que de verdad tengan impacto.

Mientras se siga confundiendo el síntoma con la enfermedad, seguiremos prescribiendo medicamentos que, lejos de curar, empeoran el diagnóstico.

71. Guerra comercial, ¿fin de las hostilidades o pausa estratégica? El nuevo capítulo entre EE. UU. y China

Después de meses —o, seamos sinceros, años— de amenazas, aranceles, tensiones diplomáticas y titulares, el presidente de Estados Unidos ha decidido dar una tregua en su cruzada comercial... con casi todo el mundo excepto China. Y, como era de esperar, los mercados financieros —que últimamente tienen la sensibilidad de un gato mojado— reaccionaron con euforia: el S&P 500 se disparó casi un 10% en una sola jornada, una de las subidas más importantes de su historia reciente.

Pero conviene no dejarse llevar por los fuegos artificiales. Porque una subida así no necesariamente implica que estemos ante un final feliz. Más bien parece el típico respiro de mitad de partido: se suspende el combate, el árbitro hace sonar el silbato y todos a su esquina. Y mientras el público aplaude, los boxeadores se miran sabiendo que esto no ha terminado ni mucho menos.

El giro de guion vino desde Washington. Trump, tras semanas de mantener una postura de fuerza —aranceles por aquí, amenazas por allá—, cambió el paso y suspendió gran parte de los nuevos gravámenes durante 90 días. Aquí las versiones difieren: unos hablan de una maniobra estratégica magistral, otros (los más pegados al parqué) sugieren que le temblaron las piernas tras ver cómo los mercados se deshacían como un azucarillo. Sea como fuere, los aranceles que entraron en vigor el mismo día 9 de abril fueron suspendidos... ese mismo día. Con una excepción: China. A ella sí se le aplicaron nuevos aranceles, subiendo del 104% al 125%.

Y es que el verdadero conflicto, el que realmente preocupa a medio plazo, no es con Europa, ni con Vietnam, ni siquiera con México. Es con China. Y la tensión ahí sigue. El comercio bilateral está de facto paralizado y las represalias están solo en stand-by. Que nadie se engañe con la aparente calma. China ha optado por no responder con más aranceles, pero eso no significa que se haya quedado sin herramientas. Tiene, al menos, dos cartas potentes por jugar: las tierras raras —esenciales en la fabricación de baterías, tecnología avanzada y defensa— y la

posible devaluación del yuan. Lo primero es una amenaza silenciosa; lo segundo, una bomba de racimo.

¿Y qué pasaría si China devaluara su moneda? Bueno, en términos sencillos: terremoto. Si el yuan se deprecia, sus productos se abaratan en los mercados internacionales, volviendo sus exportaciones más competitivas justo cuando más falta les hace. Pero ese movimiento tendría un precio. Los países emergentes sufrirían por el encarecimiento del dólar, los flujos de capital saldrían en estampida, las materias primas se agitarían, y el mercado global... temblaría. No sería la primera vez: en 2015 ya vivimos algo similar y las sacudidas se sintieron en todos los rincones del planeta. Por tanto, esta posibilidad no es una mera especulación; es un riesgo sistémico latente que podría desembocar en una nueva guerra de divisas. No en vano ya han exigido desde Estados Unidos a China que no lo hagan. Esto supondría un mazazo al dólar débil que quiere Trump.

En paralelo, Trump aprovecha estos 90 días de paz arancelaria para renegociar los términos del comercio con sus aliados. Pero aquí también hay trampa. Porque aunque el nuevo tipo arancelario del 10% parezca un respiro frente a las cifras que se barajaban (20%, 40%...), no deja de ser un arancel elevado comparado con los niveles previos. Multiplica por más de tres los aranceles promedio anteriores, lo cual puede seguir afectando negativamente tanto a la economía real como a los mercados financieros. Es decir, hemos pasado del incendio a una hoguera controlada, pero sigue habiendo fuego.

Ahora bien, ¿qué puede hacer un inversor ante este panorama? Para empezar, mantener la calma. Lo que ayer pareció el fin del mundo, hoy puede ser una oportunidad. Lo importante, como siempre, es no dejarse llevar por los vaivenes emocionales del mercado. Una cartera bien diversificada, con activos que combinen distintas geografías, estilos y clases, sigue siendo el mejor escudo ante los sobresaltos. Y como ya hemos comentado en otras ocasiones, más vale estar siempre invertidos —aunque sea con un perfil prudente— que tratar de adivinar el momento perfecto para entrar o salir del mercado.

Conviene tener en el radar fondos con enfoque defensivo o de baja beta, especialmente en un entorno de elevada incertidumbre. Fondos que no necesariamente brillan en las subidas más espectaculares, pero que caen menos y se recuperan antes. Porque, como ya sabemos, una caída del 30% exige una subida del 43% solo para recuperar el nivel inicial. No es cuestión de ser el más rápido, sino de no tropezar tan fuerte.

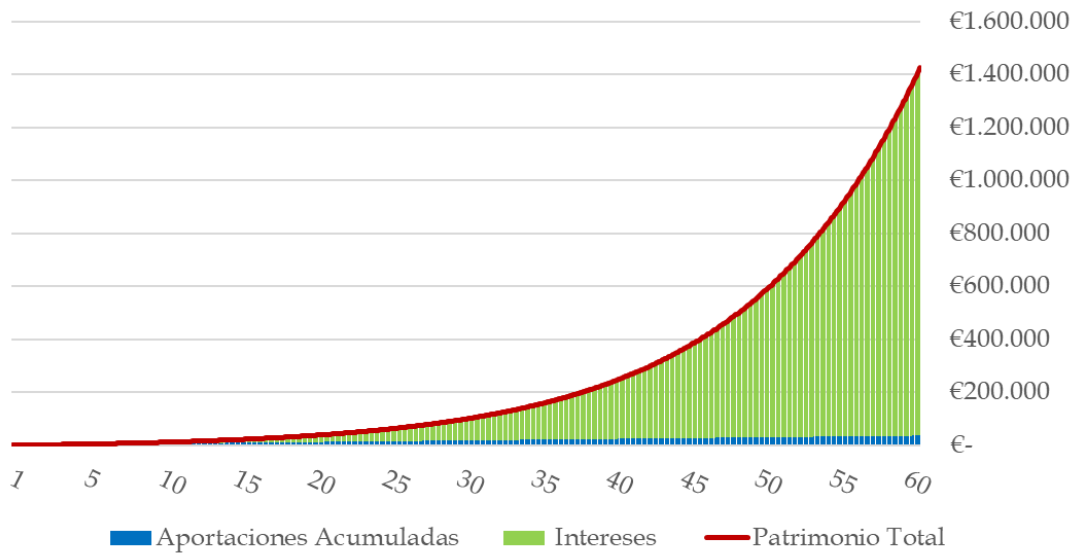
Lo vivido estos días no es el final de la guerra comercial. Es un respiro. Una tregua. Quizá una maniobra para recuperar aliento. Pero mientras China no entre en una negociación real, mientras el yuan no diga su última palabra, y mientras los mercados sigan pendientes del siguiente mensaje en redes presidencial, conviene no dar nada por sentado. Y mucho menos, bajar la guardia. Cuidado con el yuan. Mucho cuidado.

72.Cómo jubilar a tu hijo con, al menos, 1 millón de euros

Ahora vamos a hacerle un favor a tu hijo. Nunca es tarde. Mejor empezar aunque las trenzas de tu hija ya tengan 5 primaveras, que no empezar. En este ejemplo ya puedes lanzar a volar la imaginación. El ahorro puede ser para cuando tu retoño tenga 18 años, que comprarse una casa, que casarse, o hasta su jubilación incluso. De todas formas, vamos a suponer que no saca el dinero. Por ejemplo, pide la hipoteca pignorando esas inversiones. Es decir, le sirven como aval.

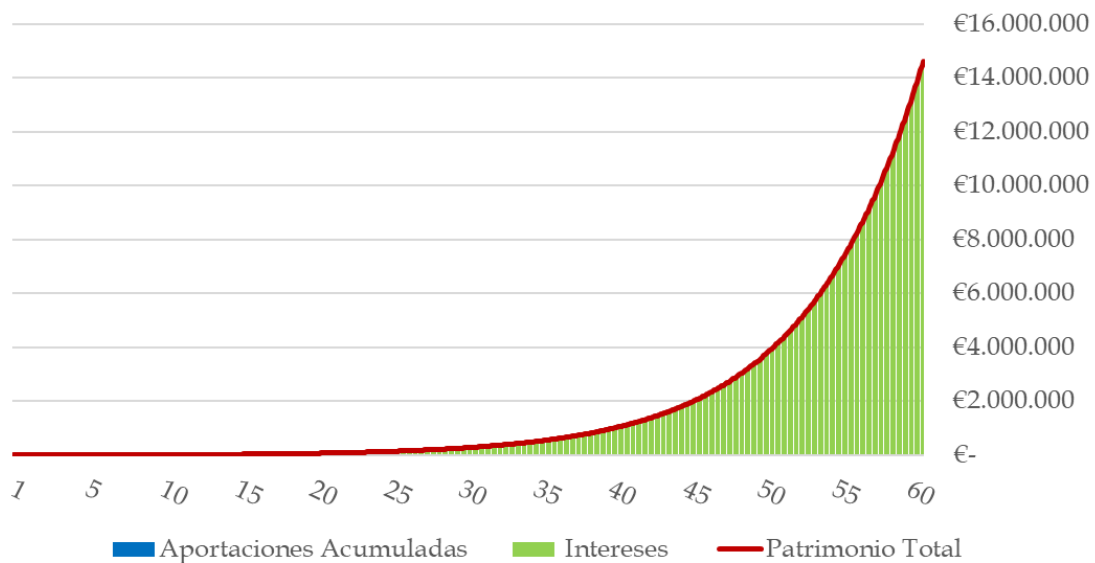
Aquí viene la primera noticia buena. Tu hijo no tendrá que esperar a jubilarse a la edad de todo el mundo. Podrá hacerlo antes con toda probabilidad. Con 60 años de inversión, si hubieras metido mil euros al nacer tu primogénito y le vas haciendo una paga mensual de 50 euros. Con 60 años obtendría más de 1,4 millones invirtiéndolo en un fondo global tranquilo.

Fondo / Índice	Tipo de fondo	Gestora	Rentabilidad anualizada € (28 feb 2015-28 feb 2025)
JPM Global Focus D (acc) EUR	Global Equity Large Cap	JPMorgan	9,04%
			Cantidad inicial 1.000 €
			Ahorro periódico mensual
			Año 1 50 €
			Año 2 50 €
			Año 3 50 €
			Año 4 50 €
			Año 5 50 €
			Año 6 50 €
			Año 7 50 €
			Año 8 50 €
			Año 9 50 €
			Año 10 50 €
			Año 11 y sigs. 50 €
			Nº años de la inversión 60
Patrimonio Total			
1.425.056,88 €			
Aportaciones Totales*			
37.000 €			
*incluye la cantidad inicial si la hay			
Intereses generados			
1.388.056,88 €			



No digamos nada si hubiéramos invertido esos mil euros en un fondo de grandes compañías americanas. Con más de 16,6 millones de euros, te jubilas sin problema.

Fondo / Índice	Tipo de fondo	Gestora	Rentabilidad anualizada € (28 feb 2015-28 feb 2025)
T. Rowe Price US Lg Cap Gr Eq A USD	<input type="checkbox"/> Equity Large Cap Growth	T. Rowe Price	14,01%
			Cantidad inicial
			1.000 €
			Ahorro periódico mensual
		Año 1	50 €
		Año 2	50 €
		Año 3	50 €
		Año 4	50 €
		Año 5	50 €
		Año 6	50 €
		Año 7	50 €
		Año 8	50 €
		Año 9	50 €
		Año 10	50 €
		Año 11 y sigs.	50 €
			Nº años de la inversión
			60



Como ves (en realidad no lo ves), no puedes apreciar las aportaciones que has ido haciendo...

De todos modos, si tu hijo quisiera aprovechar para dar una entrada para su casa con 30 años, podría dar una entrada que sería más que una entrada, con más de 742 mil euros en su cuenta. De todas formas, insisto en que es mejor utilizarlo como aval y pignorarle y que sigan dando rentabilidad. Porque es así como alcanzas los más de 1,6 millones de euros.

En realidad, la mejor herencia que le puedes dejar a tu hijo después de una buena educación y ejemplo es esta. Una cuenta de inversión con un modesto ahorro mensual (que luego podrá continuar él) de 50 euros. Quizá no le haga gracia que le tengas corto de dinero, por muy educativo que eso sea. Se le explica que la mayor parte de su paga no la ve ahora. Y se enfadará... Pero verás cómo te agradece que le hayas resuelto la economía de su vida. Eso sí, parte de la educación, y no solo financiera, es que no pueda tocar ese dinero hasta que tenga una cierta edad. Y me refiero a más de 18 años... O que ni lo sepa. Saber que tienes resuelta la situación económica tan joven quizá no ayude. Que sea un secreto.

73.Cómo jubilarte con, al menos, 1 millón de euros. Rango de edad: 20-35 años

Este es el rango de edad idóneo para invertir. En realidad hay uno mejor: que inviertan por ti desde pequeño, pero eso lo dejamos para el siguiente artículo. Aquí ya hablamos de plazos de 40 años. El interés compuesto y el tiempo son suficientes para que nuestro capital crezca de forma exponencial y lleguemos, aquí sí, al millón de euros.

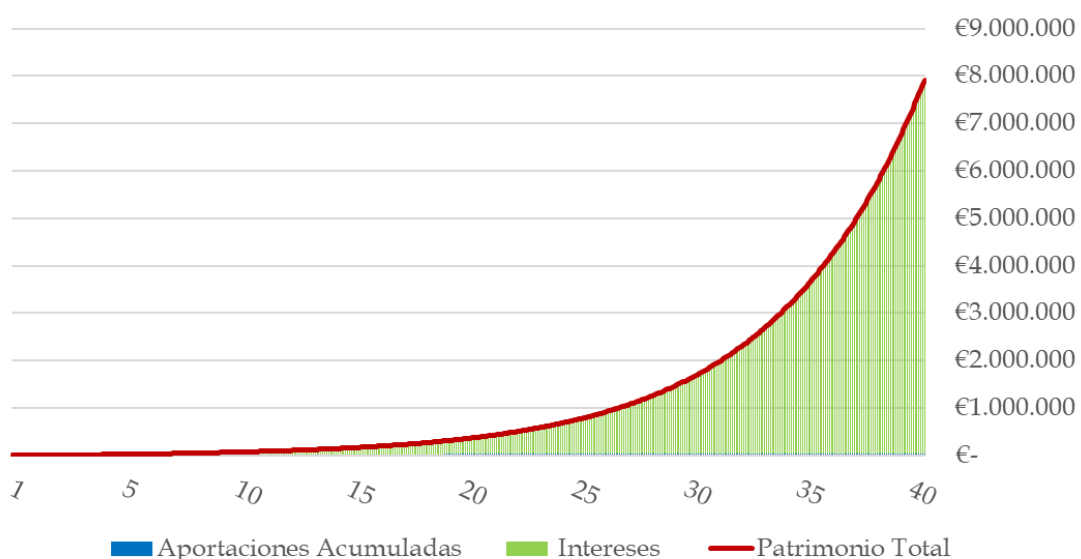
Eso sí, las cantidades iniciales van a ser un poco más modestas. Lo que sí va a poder ser más cuantioso es el ahorro, aunque sea en los 5 o 10 primeros años. Años en los que podremos estar trabajando mientras no tenemos gastos demasiado elevados.

Vamos a suponer un individuo con ciertas virtudes que no dilapida todo lo que gana. Con sus trabajos de verano, las clases particulares, etc., ha conseguido 4 mil euros. Además, viviendo en casa de sus padres, puede permitirse, con modesto sueldo, un ahorro de 200 euros, hasta que se independiza, que ya solo podrá ahorrar 50 euros.

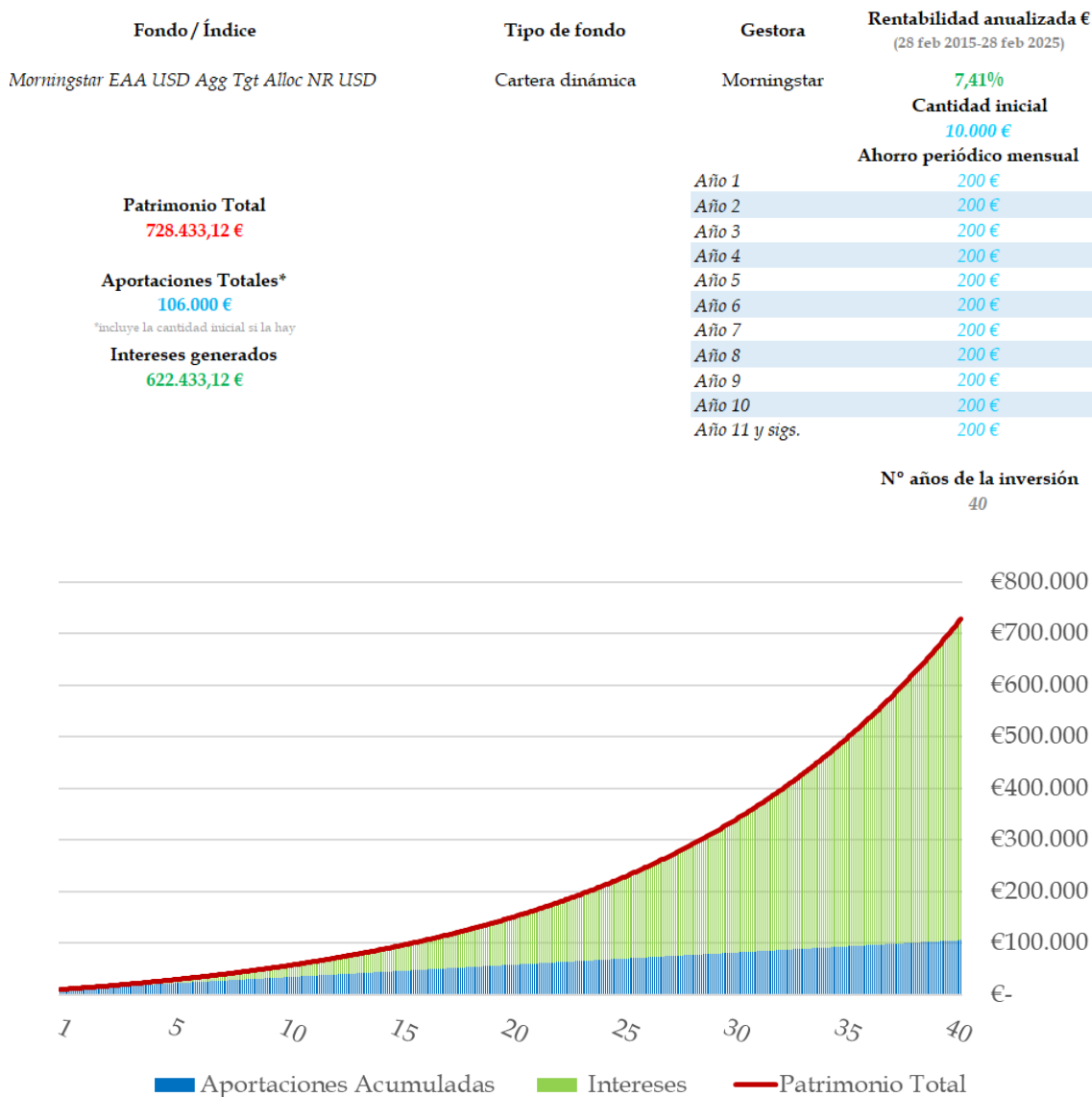
Como es joven y alocado, invierte en exclusiva en un fondo “cañero” de estos que tienen compañías de videojuegos, inteligencia artificial, etc. Tiene bastantes caídas, pero también muy buenas rentabilidades. Se va a un fondo de una gestora que le suena, llamada BlackRock y busca ese fondo tecnológico. Total, que “mete” los 4 mil euros y empieza su ahorro.

Fondo / Índice	Tipo de fondo	Gestora	Rentabilidad anualizada € (28 feb 2015-28 feb 2025)
BGF World Technology E2	Technology Sector Equity	BlackRock	16,64%
			Cantidad inicial 4.000 €
			Ahorro periódico mensual
			Año 1 200 €
			Año 2 200 €
			Año 3 200 €
			Año 4 200 €
			Año 5 200 €
			Año 6 200 €
			Año 7 200 €
			Año 8 200 €
			Año 9 200 €
			Año 10 50 €
			Año 11 y sigs. 50 €
			Nº años de la inversión 40
Patrimonio Total			7.917.733,83 €
Aportaciones Totales*			44.200 €
*incluye la cantidad inicial si la hay			
Intereses generados			7.873.533,83 €

Nuestro joven se jubilaría con casi 8 millones de euros. Como decía en el primer artículo, no he buscado los mejores fondos, sino los representativos. De todas formas, me parece injusto y vamos a buscar algo más modesto. Lo digo porque ni se ven las aportaciones acumuladas (en azul). Y casi ninguno de nosotros invertirá en un fondo con una rentabilidad anualizada de más del 15%. Si hubiese invertido en el Nasdaq, su fortuna alcanzaría más de 10,5 millones de euros. Y el Nasdaq ha estado al alcance de cualquiera. No estamos hablando de fondos fantasma. De hecho, en el listado de más de 250 fondos, hay unos cuantos con rentabilidades superiores al 10%. Concretamente, la media de rentabilidad es del 9,79%.



Rebobinamos en nuestra historia. Aunque es perfectamente plausible, vamos a escoger deliberadamente un fondo no tan rentable. Es más, un fondo que esté por debajo de la media. De hecho, una cartera dinámica. Aunque nuestro joven no tendría que invertir en renta fija necesariamente, lo hace. Como este joven es mucho más prudente que el joven tecnológico, ha ahorrado un poco más.



En este caso, no va a llegar al millón de euros. Pero la rentabilidad obtenida también es relativamente pobre. Si se hubiera ido a un fondo conservador de renta variable americana, habría alcanzado de sobra el objetivo del millón. Y si se hubiera ido a una cartera de renta variable diversificada alcanzaría los 3 millones. Y si solo tuviera mil euros iniciales, llegaría a 2,3 millones de euros.

Como veis, importa mucho dónde invertimos.

En cualquier caso, a 40 años ya es muy difícil no llegar al millón de euros. Es más, cogiendo la rentabilidad media de algunos fondos de pensiones nacionales de grandes economías, alcanzaría el millón de euros más que sobrado. No digamos nada si lo has hecho en inversiones más rentables.

74. Cómo jubilarte con, al menos, 1 millón de euros. Rango de edad: 35-45 años

En el artículo de hoy vamos a analizar un rango de edad que se beneficia más de poder invertir con mayor plazo. Vamos a suponer 30 años de horizonte, sabiendo que a los de 45 les sobra un poco de plazo.

De todos modos, no se trata de deshacer toda la inversión de golpe al jubilarse. Una de las ventajas de todo esto es que, al jubilarnos, no tenemos que sacar todo de golpe. Es decir, podemos seguir mantenido la gran parte del patrimonio acumulado invertida e ir sacando poco a poco como si de una renta se tratase. Incluso, podríamos llevar una parte importante de la inversión hacia fondos de reparto de dividendo, de tal manera que todo se quede invertido e ir recibiendo los dividendos. Las casuísticas son muchas y muy variadas. Vamos al grano.

Quizá, en este tramo de edad, la capacidad de ahorro no sea tan elevada como en otros. Estamos hablando de hijos jóvenes, pago de hipoteca, etc. Por eso, no vamos a pasar de 100 o 150 euros mensuales de ahorro.

Vamos a empezar con un ahorrador que quiere pasar a inversor y que tiene un ahorro de 7 mil euros. No es mucho, pero se puede generar mucho. Durante los primeros 5 años es capaz de realizar una aportación periódica mensual de 100 euros y, a partir del sexto año, es capaz de ahorrar 150. El total de las aportaciones ascendería a un total, en 30 años, de 58 mil euros. Y como está de moda la inversión indexada, se invierte en un indexado al S&P 500. Además, suponemos que se olvida de que lo tiene. Es decir, no aporta más cuando el mercado cae, ni hace nada por incrementar la rentabilidad. Se olvida por completo. Invierte el ahorro y da la orden al banco para el ahorro periódico. Aquí van los resultados.

Fondo/Índice	Tipo de fondo	Gestora	Rentabilidad anualizada € (28 feb 2015-28 feb 2025)
Amundi IS S&P 500 ESG Index IE Acc	US Equity Large Cap Blend	Amundi	13,33%
			Cantidad inicial
			7.000 €
			Ahorro periódico mensual
			Año 1 100 €
			Año 2 100 €
			Año 3 100 €
			Año 4 100 €
			Año 5 100 €
			Año 6 150 €
			Año 7 150 €
			Año 8 150 €
			Año 9 150 €
			Año 10 150 €
			Año 11 y sigs. 150 €
			Nº años de la inversión
			30

Patrimonio Total

804.854,33 €

Aportaciones Totales*

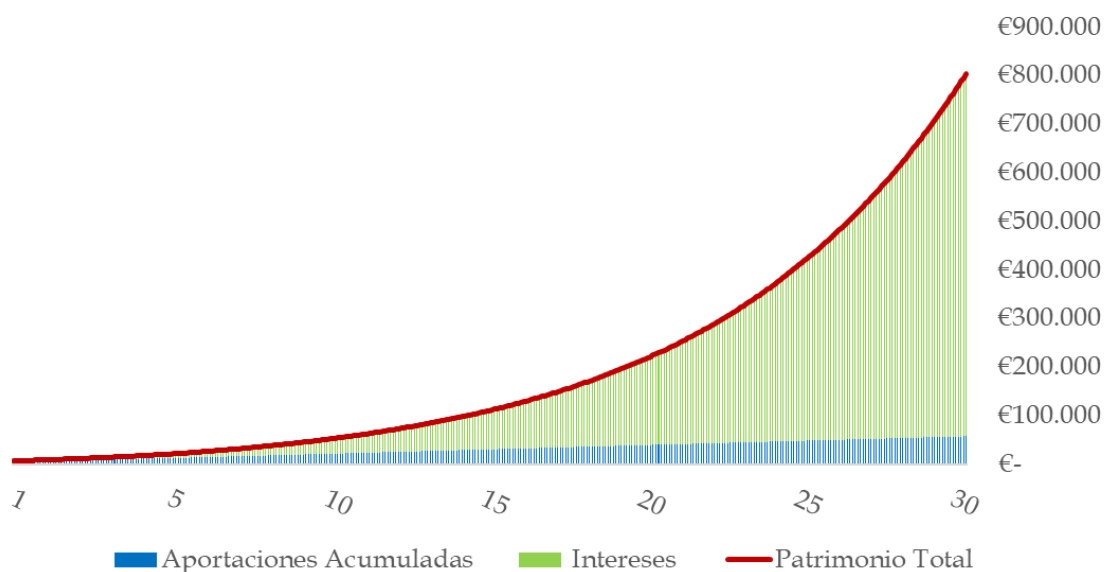
58.000 €

*incluye la cantidad inicial si la hay

Intereses generados

746.854,33 €

No está mal, ¿verdad? Solo un 7% del total obtenido (más de 800 mil euros) es de aportaciones. El resto es el interés compuesto: más de 745 mil euros. No hemos llegado al millón, pero ha sido muy fácil llegar a esta cifra.

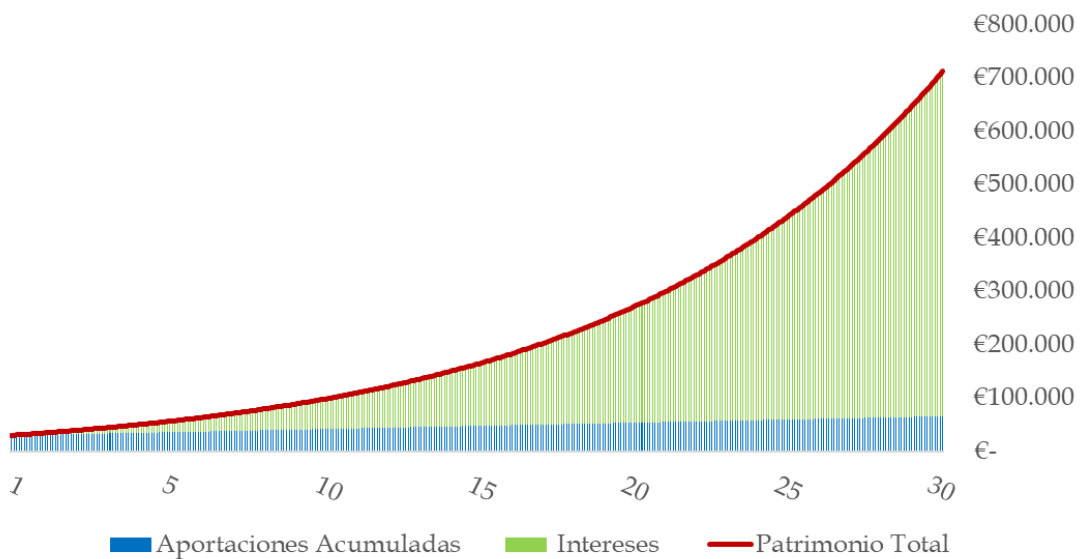


Ahora pensemos en otro ejemplo. Alguien que tiene un poco más ahorrado. Tuvo algo de ayuda a la hora de pagar su casa o ha recibido una herencia, con lo que cuenta con un ahorro inicial de 30 mil euros. Esta persona no quiere indexarse a un índice y quiere invertir en 3 fondos, uno de Estados Unidos (60%), otro de Europa (30%) y otro asiático (10%). Además, ahorra 100 euros al mes. Podría hacer más, pero se contenta con esto.

El total de las aportaciones asciende a 66 mil euros y genera en rentabilidad más de 645 mil. No llega al millón, pero para recibir un pico de una herencia y olvidarse, no le ha ido mal.

Fondo/Índice	Tipo de fondo	Gestora	Rentabilidad anualizada € (28 feb 2015-28 feb 2025)
60% USA + 30% Europa + 10% Asia Pacífico	Cartera Global	Sintético	9,89%
			Cantidad inicial 30.000 €
			Ahorro periódico mensual
Patrimonio Total		Año 1	100 €
711.895,07 €		Año 2	100 €
		Año 3	100 €
Aportaciones Totales*		Año 4	100 €
66.000 €		Año 5	100 €
*incluye la cantidad inicial si la hay		Año 6	100 €
Intereses generados		Año 7	100 €
645.895,07 €		Año 8	100 €
		Año 9	100 €
		Año 10	100 €
		Año 11 y sigs.	100 €
			Nº años de la inversión 30

Con más de 711 mil euros, puede vivir más tranquilo, desde luego. Si hubiera incrementado su ahorro a 150 euros, habría ganado más de dos veces el gordo de la Lotería (más de 813 mil euros).



Por eso vivir de forma más modesta sabemos que redundará, en el largo plazo, en mayores ganancias. Me refiero a no vivir por encima de nuestras posibilidades. La modestia no es igual para un sueldo de 1 que de 10. Ni para una familia con 1 hijo, que para otra con 8. Pero creo que se entiende. Si haces

pequeños esfuerzos en el supermercado, por ejemplo. O no te das el capricho del súper coche (aunque puedas), vas a poder invertir mucho más.

En este caso tampoco hemos llegado al millón de euros, pero ya estamos bastante más cerca. Y sin demasiado lío en la cabeza. Un dinero invertido y un ahorro periódico que lo hace de forma automática el banco cada mes. ¿Qué más me da que haya ruido en el año 15? Y, como vimos en el anterior ejemplo, siempre puedes llegar si invertiste una cantidad mayor y en inversiones especialmente rentables como ha sido el Nasdaq.

75. Cómo jubilarte con, al menos, 1 millón de euros. Rango de edad: 45-50 años

Hace unos días publicábamos un artículo titulado Cómo jubilarte con, al menos, 1 millón de euros, en donde explicábamos las bases de lo que vamos a ir contando esta semana. Como decíamos, vamos a realizar varios escenarios temporales y vamos a comenzar por aquellas personas que se encuentran en el grupo de los 45-50 años y tienen un horizonte de 20 años en el mercado laboral.

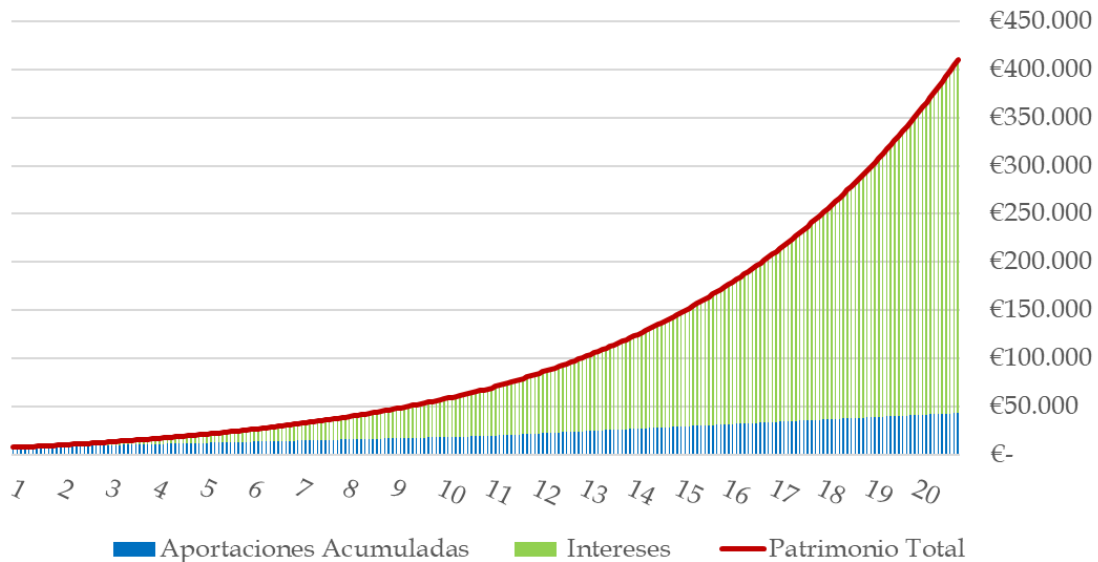
Este rango de edades es el más desfavorecido, porque es el que menos se va a beneficiar de la combinación del factor tiempo-interés compuesto. No obstante, siempre se saca rentabilidad. Aun así, te adelanto que con 1 millón no va a poder ser...

Vamos a verlo con tres escenarios. En el primero de ellos vamos a invertir en uno de los fondos que tenemos en la Cartera de fondos de Estrategias de Inversión. Se trata del Fidelity Global Technology. Es cierto que es un fondo que se ha venido comportando muy bien, pero también es probable que muchos inversores lo tengan. Con este rango de edades vamos a suponer una inversión inicial de 7 mil euros y un ahorro periódico de 100 euros mensuales durante los primeros 10 años y de 200 euros los últimos 10.

Fondo / Índice	Tipo de fondo	Gestora	Rentabilidad anualizada € (28 feb 2015-28 feb 2025)
Fidelity Global Technology E-Acc-EUR	Technology Sector Equity	Fidelity International	17,92%
			Cantidad inicial
			7.000 €
			Ahorro periódico mensual
			Año 1100 €
			Año 2100 €
			Año 3100 €
			Año 4100 €
			Año 5100 €
			Año 6100 €
			Año 7100 €
			Año 8100 €
			Año 9100 €
			Año 10100 €
			Año 11 y sigs.200 €
			Nº años de la inversión
			20
Patrimonio Total			
410.180,61 €			
Aportaciones Totales*			
43.000 €			
*incluye la cantidad inicial si la hay			
Intereses generados			
367.180,61 €			

Pues bien, dicho y hecho. El monto total de tus aportaciones ascendería a 43 mil euros. Y generarías un patrimonio de más de 410 mil euros en ese periodo de 20

años. De los cuales, más de 367 mil son de intereses. Impresionante. En un gráfico lo vemos mejor. Como podrás observar, las aportaciones acumuladas son muy pequeñas en relación con lo que se genera.



Es cierto que no se pueden poner todos los huevos en la misma cesta. Por eso vamos a un segundo escenario en el que vamos a invertir en 3 fondos con la siguiente ponderación: 30% en tecnología, 30% en salud y 40% en un fondo global. Esta cartera sí estaría más equilibrada. Hablamos de un fondo cualquiera de tecnología (ver artículo previo en donde explico la metodología), un fondo defensivo de salud, que compensa bastante el de tecnología y un fondo global de empresas muy grandes y muy diversificado sectorialmente (la tecnología no pesa demasiado). Obviamente, la rentabilidad obtenida será mucho menor. Pero menor será el riesgo.

Si partimos de una inversión inicial de 10 mil euros y un ahorro periódico de 200 mensuales, no alcanzaríamos los 300 mil euros, pero nos quedaríamos bastante cerca.

Fondo / Índice	Tipo de fondo	Gestora	Rentabilidad anualizada € (28 feb 2015-28 feb 2025)
30% tech + 30% salud + 40% global	Cartera Global	Sintético	12,09%
			Cantidad inicial
			10.000 €
			Ahorro periódico mensual
			Año 1 200 €
			Año 2 200 €
			Año 3 200 €
			Año 4 200 €
			Año 5 200 €
			Año 6 200 €
			Año 7 200 €
			Año 8 200 €
			Año 9 200 €
			Año 10 200 €
			Año 11 y sigs. 200 €
			Nº años de la inversión
			20

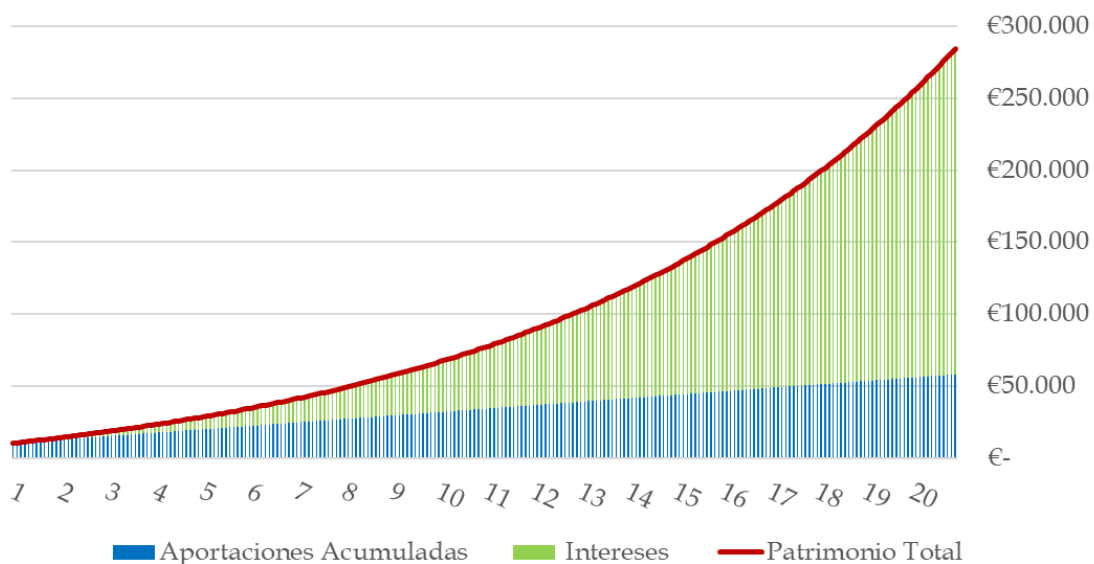
Patrimonio Total
284.168,54 €

Aportaciones Totales*
58.000 €

*incluye la cantidad inicial si la hay

Intereses generados
226.168,54 €

En este caso nos tendríamos que conformar con unos 284 mil euros. Una lástima, pero es lo que tiene el binomio rentabilidad/riesgo.

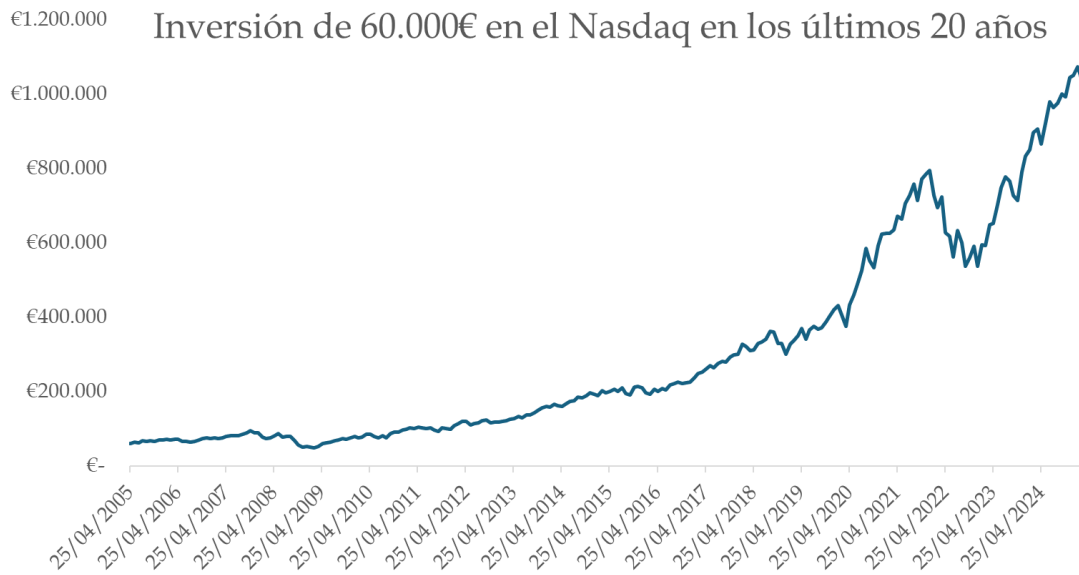


Un tercer escenario podría ser el de un inversor más moderado, con la misma aportación inicial y mismo ahorro periódico. En este caso, nos iríamos a poco más de 137 mil euros con la famosa cartera 60/40.

Fondo / Índice	Tipo de fondo	Gestora	Rentabilidad anualizada € (28 feb 2015-28 feb 2025)
BlackRock 60/40 Target Allocation Instl	Índice 60/40	BlackRock	6,82%
			Cantidad inicial 10.000 €
			Ahorro periódico mensual
		Año 1	200 €
		Año 2	200 €
		Año 3	200 €
		Año 4	200 €
		Año 5	200 €
		Año 6	200 €
		Año 7	200 €
		Año 8	200 €
		Año 9	200 €
		Año 10	200 €
		Año 11 y sigs.	200 €
			Nº años de la inversión 20
Patrimonio Total 137.420,39 €			
Aportaciones Totales* 58.000 €			
<small>*incluye la cantidad inicial si la hay</small>			
Intereses generados 79.420,39 €			

Con todo, la rentabilidad obtenida ofrece una cuantía total de más del doble del total de las aportaciones. No vamos a llegar al millón, pero no está mal tampoco. De todos modos, para un horizonte de inversión de 20 años, podemos asumir un poco más de riesgo y, como decíamos en el artículo introductorio, si combinamos este ahorro periódico con aportaciones más elevadas en momentos de caída, la rentabilidad nos aumenta de manera formidable.

Seamos sinceros, si tu ahorro financiero era nulo y tienes entre 45 y 50 años, es difícil que te jubiles con 1 millón de euros. Mucho más que posible con más de 200 mil. Y, si has invertido acertadamente, quizá más de medio millón. Y si tienes un ahorro previo alto, quizá llegues al millón. Pero no vas a llegar al millón casi seguro.



De todos modos, si tenías 60 mil euros ahorrados y los inviertes de golpe, sin ahorro periódico, en los últimos 20 años, el Nasdaq te habría dado más de 1 millón de euros. Siempre es posible, pero depende de dónde se invierta y de qué cantidad...

76. Cómo pasar de jugador a inversor

Pasar de ahorrador a inversor no es sencillo, pero quizá sea más difícil pasar de jugador a inversor. No quiero quitar la ilusión de los juegos de azar a nadie. Pero me parece que el dinero que nos dejamos los españoles en este tipo de apuestas es escandaloso. Y más todavía cuando muchos de ellos son impuestos por los que hacemos cola, como la Lotería. En fin. Como te decía, y cogiendo información del libro De ahorrador a Inversor.

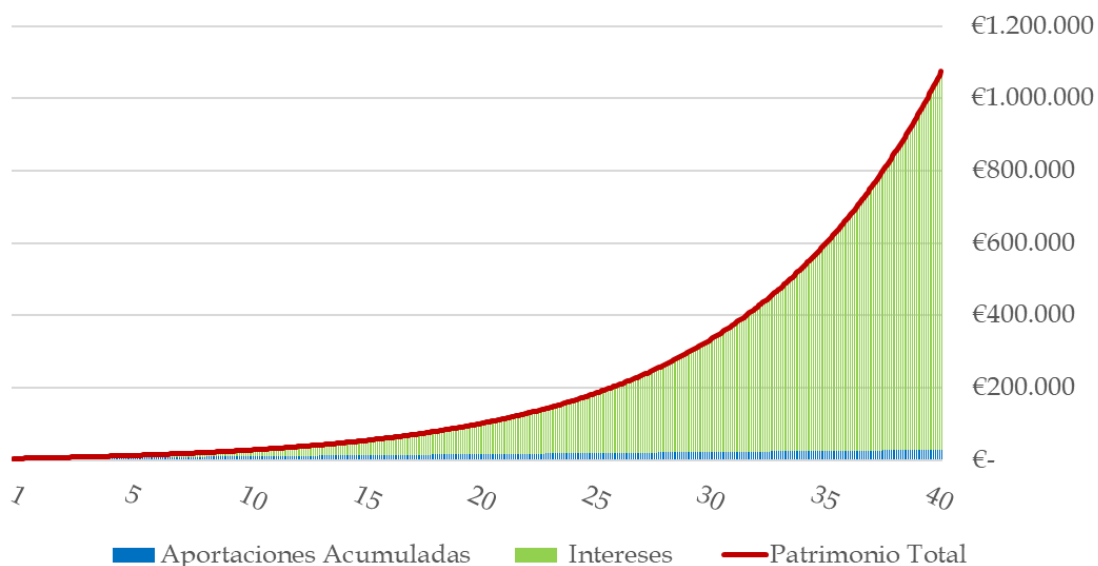
Según el Ministerio de Consumo (Dirección General de Ordenación del Juego), en el año 2021, cada español gastó de media casi 50 euros mensuales en juegos de azar, incluyendo la Lotería de Navidad, por supuesto. Teniendo en cuenta que el cálculo es sobre 47 millones de personas, imaginemos las cantidades que de verdad gastan los que apuestan...

Vamos a centrarnos en la Lotería de Navidad: hay 100 mil bolas, además de 180 series por número. Resumiendo, la probabilidad de acertar es de 0,00001%. Hay más probabilidades de que nazcas con 6 dedos. Por tanto, no se puede decir que “invertimos” en Lotería. Por cierto, si te toca, mira bien qué haces con ese dinero (en realidad, ya lo sabes: invertirlo a largo plazo), porque lo normal es saldar una deuda, pagar la hipoteca, o algo similar. Pero si lo inviertes bien, es mucho más probable que los intereses que generes sean mayores al coste de las deudas que tienes. Pero no me quiero desviar; ni mucho menos hacerte perder la ilusión de jugar en Navidad a este impuesto que con tanta alegría pagamos. Porque nunca toca, pero a alguien le toca.

En fin, con estas pequeñas probabilidades podríamos hacer el ejercicio siguiente. Si esos 50 euros mensuales que se gastan de media en juegos de azar se invirtiesen como un ahorro periódico en tus años de vida laboral. ¿Qué sucedería? Vamos a suponer que la vida laboral es de 40 años (y viendo cómo es el sistema de pensiones, quizá me quede corto). También vamos a suponer que no sabemos en qué invertir y lo hacemos en índices. Le damos al botón de calcular y... ¡Ta-chán!

Más de 1 millón de euros para la jubilación con unas aportaciones que no llegan a los 29 mil euros. Eso son más de dos veces el premio gordo.

Fondo / Índice	Tipo de fondo	Gestora	Rentabilidad anualizada € (28 feb 2015-28 feb 2025)
S&P 500 NR USD	Índice USA	Standard & Poors	12,37%
			Cantidad inicial
			5.000 €
			Ahorro periódico mensual
		Año 1	50 €
		Año 2	50 €
		Año 3	50 €
		Año 4	50 €
		Año 5	50 €
		Año 6	50 €
		Año 7	50 €
		Año 8	50 €
		Año 9	50 €
		Año 10	50 €
		Año 11 y sigs.	50 €
Patrimonio Total			
1.074.575,98 €			
Aportaciones Totales*			
29.000 €			
*incluye la cantidad inicial si la hay			
Intereses generados			
1.045.575,98 €			
			Nº años de la inversión
			40



La verdad es que parece que los cálculos tienen algún error, ¿no? Pues me alegra decirte que no. En tu vida laboral es como si te hubiera tocado la Lotería de Navidad más de dos veces. ¡Dos veces! Pero sin correr... El dinero tienes que dejarlo invertido para dejar actuar al tiempo y al interés compuesto. Y rentabilidades pasadas no garantizan rentabilidades futuras. Quizá tu rentabilidad sea menor. Cuidado, también puede ser mayor.

En cualquier caso, ya no estamos apostando a un juego de azar; estamos invirtiendo. ¿Tienes paciencia y constancia? ¡Qué tentador es jugar a juegos de azar! ¡Qué difícil ser constante en el ahorro periódico y no tocar ese dinero! ¡Qué difícil bajar de peso! Y tantas otras cosas buenas, porque lo que mucho vale,

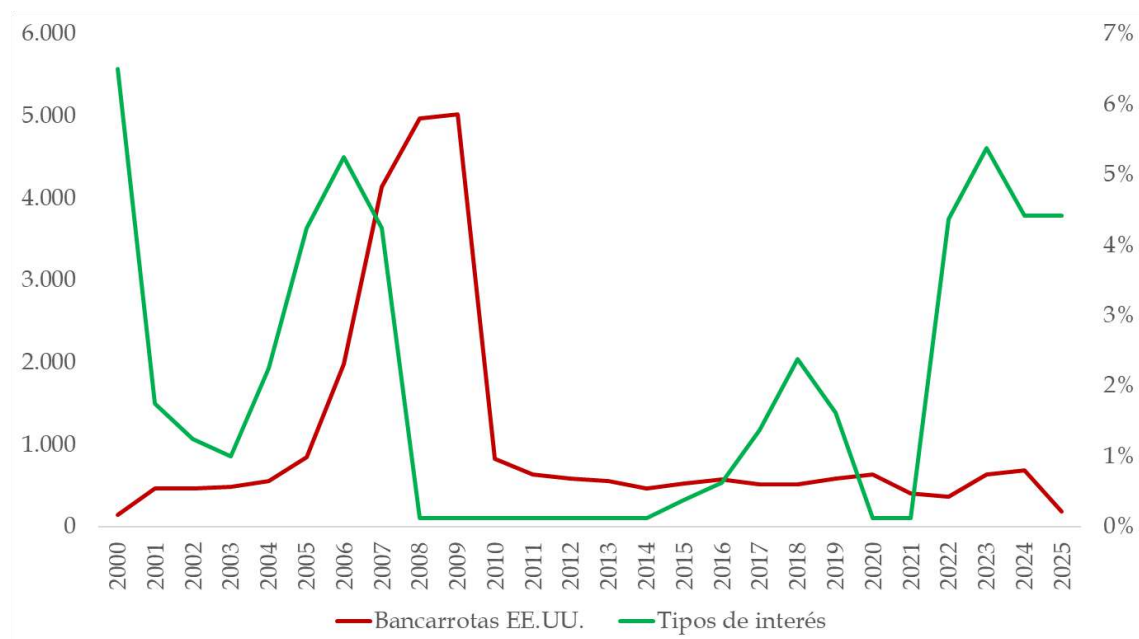
mucho cuesta. Por eso, hay que quitarse la idea del “pelotazo” y sigamos el camino despacito y con buena letra.

77. Bancarrotas y tipos de interés

Hay un gráfico que considero importante: tipos de interés frente a bancarrotas empresariales en EE.UU. A simple vista, no parece más que un cruce de líneas; pero si se mira con atención, se convierte en una advertencia: cuando los tipos suben con fuerza, el tejido empresarial empieza a resquebrajarse. Parece de Perogrullo, pero tanto es así que casi lo solemos pasar por alto.

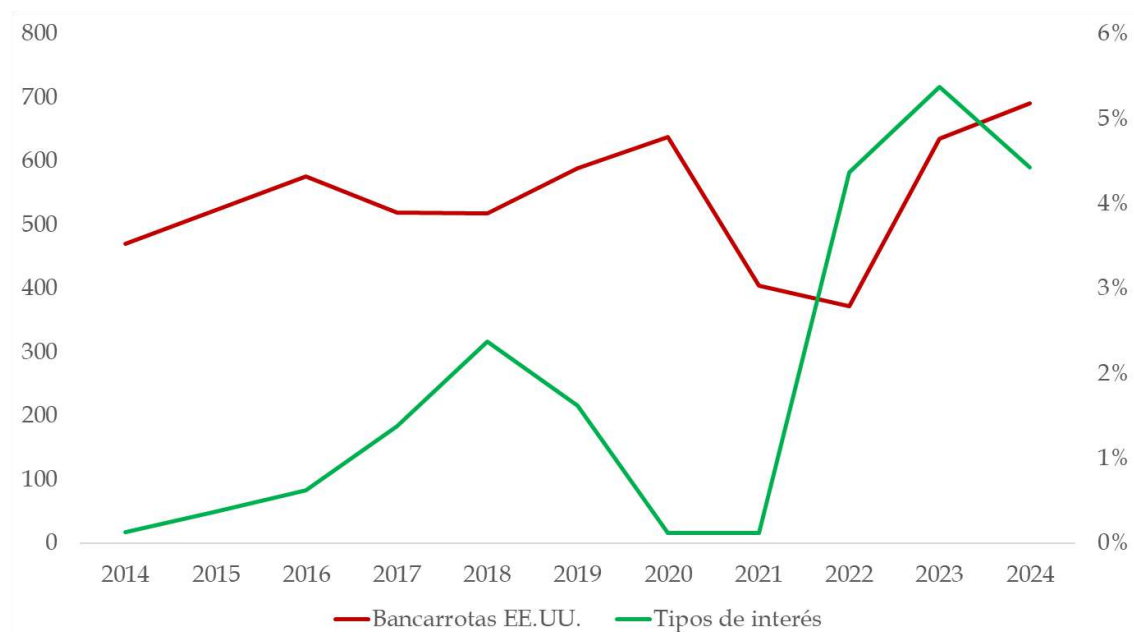
No es la primera vez que lo vemos. La historia económica reciente está plagada de ciclos en los que una subida rápida de tipos ha terminado por tensar las costuras del sistema. En esta última ocasión, este endurecimiento monetario tenía una razón de peso: frenar una inflación. Pero como recuerda la propia Fed en su *Financial Stability Report* (noviembre 2024), estas decisiones tienen consecuencias: “Los tipos de interés elevados han incrementado las tensiones sobre los balances de las empresas más apalancadas, especialmente aquellas con deuda a tipo variable o con vencimientos cercanos”.

Y esas tensiones no tardan en cristalizar: desde mediados de 2023, las bancarrotas empresariales han vuelto a subir. El escenario es bien distinto al de la crisis financiera, pero ya hemos visto repunte de quiebras (obviamente en el año 2025 son muy pocas porque apenas llevamos un trimestre).



Fuente: Carlos Arenas Laorga

La relación no es perfecta, pero es evidente. Cuando los tipos suben bruscamente se encarece la refinanciación de la deuda; las empresas con *cash flows* ajustados ven comprometida su capacidad de pago; el crédito se encarece y se restringe, sobre todo para las pymes; y se multiplican los impagos, las reestructuraciones y los *defaults*. Es cierto que la elevada correlación entre ambas variables no es en el mismo año. A 2 años, la correlación es de 0,5 con un *p-value* de 0,013, lo cual es estadísticamente significativo. Y a 3 años de 0,44, con un *p-value* de 0,035. Aunque sea un análisis de andar por casa, sirva como botón de muestra.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

En este segundo gráfico, que es parte del primero ampliada, podemos ver mejor la situación actual. Y la Fed lo resume de forma clara: “Las tasas de cobertura de intereses han disminuido, especialmente en empresas con bajo *rating*, lo que refleja una presión creciente sobre su capacidad para hacer frente al servicio de la deuda”.

El informe de estabilidad financiera detecta una vulnerabilidad estructural: muchas empresas aprovecharon la época de tipos bajos para endeudarse en condiciones muy favorables, pero ahora deben refinanciar a precios muy distintos. De hecho, más del 20% de los bonos *high yield* vencen antes de 2027. Por

tanto, estamos en una mejor situación, con deuda barata adquirida en los años de tipos bajos, pero ahora se complica el panorama.

Aunque el total de deuda corporativa en relación con el PIB ha descendido ligeramente, el apalancamiento bruto sigue elevado, y las empresas con calificaciones inferiores al grado de inversión son las más expuestas. En palabras del informe: “La capacidad de las empresas para hacer frente al servicio de la deuda se ha mantenido estable gracias a beneficios sólidos, pero ya se observan señales incipientes de debilidad en las firmas más endeudadas”.

A diferencia de la crisis anterior, el sistema bancario estadounidense está mucho mejor capitalizado. La Fed afirma que: “Los bancos han incrementado sus ratios de capital CET1 y mantienen colchones de liquidez adecuados”.

El informe concluye con una encuesta: un 72% de los participantes (analistas, instituciones, académicos) considera que una recesión es el principal riesgo para la estabilidad financiera, seguido por el deterioro de la deuda pública.

Y es aquí donde el gráfico vuelve a cobrar sentido. Porque las bancarrotas no aumentan por capricho: lo hacen cuando el entorno financiero se vuelve hostil.

Como sigue diciendo el informe: “El sistema es resiliente, pero no inmune. Las vulnerabilidades financieras pueden amplificar cualquier shock inesperado”.

Por eso, entender la relación entre tipos y quiebras no es solo una curiosidad económica. No parece que vayamos a ver unas quiebras muy elevadas, pero el terreno se empina peligrosamente para algunas de ellas.

78.El impuesto que sube sin tocarlo, por qué el IRPF duele cada vez más

Imagina que cada año te suben el sueldo... pero no puedes permitirte más cosas. Ganas más, pero vives igual (o peor). Y, como guinda, pagas más impuestos. No es un truco matemático, es exactamente lo que está ocurriendo con el IRPF en España. El Gobierno no lo deflacta, y eso tiene más impacto del que parece.

El IRPF funciona por tramos progresivos: a más ingresos, mayor porcentaje pagado. Hasta ahí, todo bien (en realidad no tanto, pero eso es otro debate). Si tus ingresos suben un poco —por la subida del salario nominal por la inflación— y cruzas a un tramo superior, acabas pagando más impuestos, aunque tu poder adquisitivo no haya mejorado ni un céntimo. A esto se le llama *progresividad en frío*, y es un fenómeno poco conocido y tremendamente malo cuando no se corrige con una deflactación.

Escala general de gravamen del tramo estatal del IRPF en 2024

Tramos de la base liquidable (sin actualizar)	Tipo marginal aplicable (%)	Tramos actualizados por inflación
0 a 12.450 euros	9,5%	0 a 15.744 euros
12.450 a 20.200 euros	12,0%	15.744 a 25.593 euros
20.200 a 35.200 euros	15,0%	25.593 a 44.598 euros
35.200 a 60.000 euros	18,5%	44.598 a 76.020 euros
60.000 a 300.000 euros	22,5%	76.020 a 380.100 euros
300.000 euros en adelante	24,5%	380.100 euros en adelante

Fuente: Carlos Arenas Laorga con el estudio de FEDEA: Seguimiento de las reformas del Plan de Recuperación y otras medidas estructurales

Deflactar significa ajustar los tramos del IRPF a la inflación. Si los precios suben un 3%, lo lógico sería que los tramos también subiesen un 3%. Así, si tu salario sube por la inflación (nominalmente, no de forma real), no tributarías más. Pero si no se deflacta, el resultado es como si te subieran el impuesto... sin tocarlo.

Veamos un caso real de una persona con dos hijos: según los datos más recientes del estudio de FEDEA (*Seguimiento de las reformas del Plan de Recuperación y otras*

medidas estructurales), una renta bruta de 20.000 euros paga hoy un **44,4% más** en términos reales que hace unos años. Y no porque gane más, ni porque haya cambiado de trabajo, sino porque la inflación ha hecho su parte y el Gobierno no ha hecho la suya.

Rendimientos brutos y netos del trabajo y mínimo personal y familiar

Concepto	adulto 1	adulto 2	total
Rendimientos brutos del trabajo	30.000 €	20.000 €	50.000 €
Cotizaciones sociales trabajador (6,25%)	1.875 €	1.250 €	3.125 €
Rendimientos netos del trabajo*	26.125 €	16.750 €	42.875 €
mínimo personal y familiar 2024	8.050 €	8.050 €	16.100 €
mínimo personal y familiar actualizado	10.199 €	10.199 €	20.399 €

*Rendimientos netos del trabajo = ingresos brutos – cotizaciones sociales – reducción general de 2.000 euros por otros gastos

Cálculo de la cuota del impuesto

Concepto	adulto 1	adulto 2	total
Aplicación de la escala de gravamen	3.001,50 €	1.698,75 €	4.700,25 €
Aplicación del mín. personal y familiar	- 764,75 €	- 764,75 €	-1.529,50 €
Cuota total	2.236,75 €	934,00 €	3.170,75 €
Tipo medio sobre ingresos brutos	7,46%	4,67%	6,34%

Tras corregir la escala de gravamen por inflación

Concepto	adulto 1	adulto 2	total
Aplicación de la escala de gravamen	2.756,59 €	1.615,65 €	4.372,24 €
Aplicación del mín. personal y familiar	- 968,94 €	- 968,94 €	-1.937,88 €
Cuota total	1.787,66 €	646,71 €	2.434,36 €
Tipo medio sobre ingresos brutos	5,96%	3,23%	4,87%

Efecto neto de la no corrección por inflación

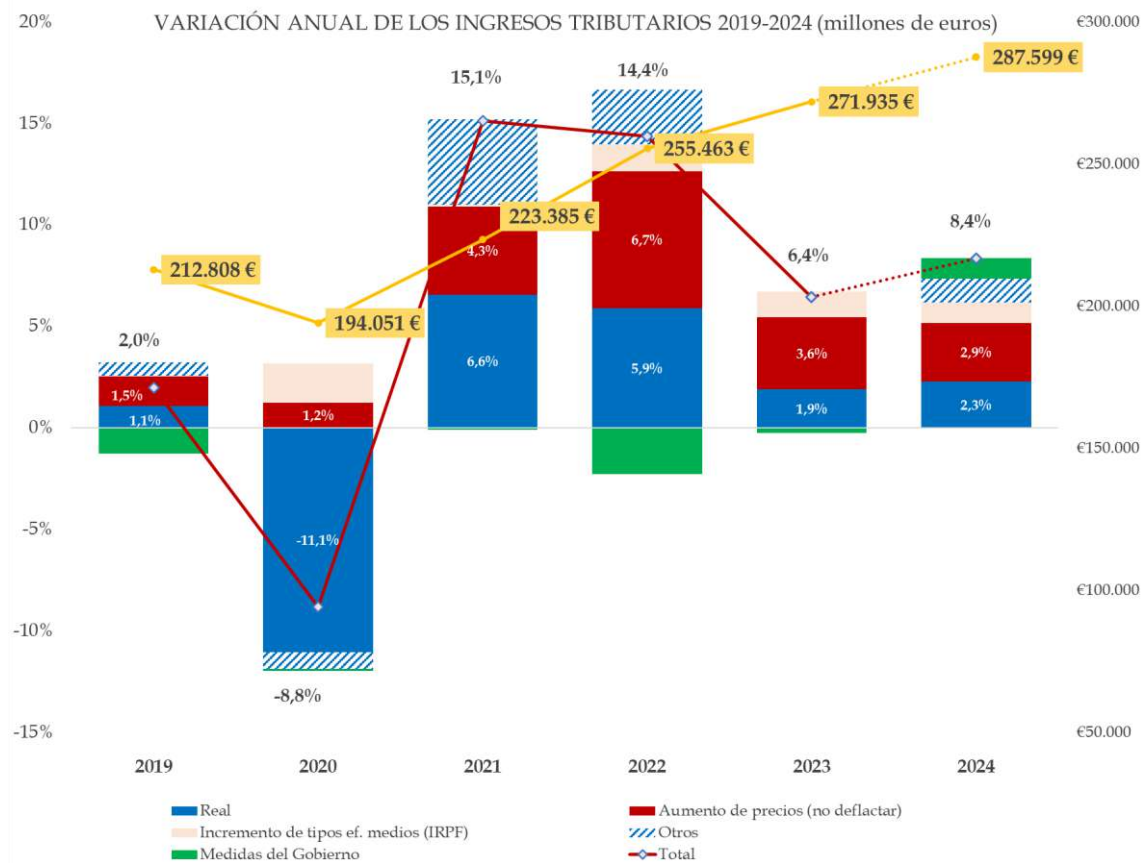
Concepto	adulto 1	adulto 2	total
Aumento recaudación por no actualización	449,09 €	287,29 €	736,39 €
En % de recaudación tras actualizar	25,12%	44,42%	30,25%

Fuente: Carlos Arenas Laorga con el estudio de FEDEA: Seguimiento de las reformas del Plan de Recuperación y otras medidas estructurales

Mientras a los contribuyentes nos exprimen el bolsillo y se complica llenar el depósito, comprar en el súper o pagar el alquiler, el estado español vive un boom de recaudación. En los últimos ejercicios, los ingresos por IRPF no paran de crecer y estamos en máximos históricos. Y no porque haya más personas trabajando... Una parte importante de esa subida no viene del crecimiento económico ni del empleo, sino de este efecto fiscal oculto: **la inflación como aliado invisible del recaudador.**

El problema no es menor. Según varios informes, entre un 20% y un 30% del incremento recaudatorio reciente podría atribuirse a este fenómeno de subida fiscal encubierta. En mi opinión, esto genera un problema con tres patas: en primer lugar, los sueldos no llegan. Vemos que nominalmente cobramos más, pero perdemos poder adquisitivo. En segundo lugar, no solo no tenemos sueldos reales mayores, sino que pagamos más en impuestos. Y, como consecuencia de esto y, en tercer lugar, la desconfianza aumenta. Habida cuenta de que sabemos que los impuestos no solo van a sanidad y educación, sino que una parte no pequeña se destina a prostitución, sueldos de familiares y amigos, enchufismos, nuevos puestos, subidas de sueldos en empresas públicas, etc., el descontento y la desconfianza lastran la calidad institucional.

La queja más recurrente ya no es solo el pago de muchos impuestos, sino ¿para qué? Cuando trascienden noticias de corrupción, de despilfarro o de gastos espurios, ya no es una sensación, sino un hecho, que pagamos más para recibir menos a costa de unos pocos.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

Esto tiene efectos muy serios. En macroeconomía, la eficiencia del sistema fiscal no solo se mide por cuánto se recauda, sino por cómo y por cuánto se acepta socialmente el tributo.

Una primera y necesaria solución, aunque no suficiente, pasa por deflactar. La mayoría de las comunidades que gestionan tramos autonómicos ya lo hacen. Pero a nivel estatal, el Gobierno no ha aplicado esta medida. Una alternativa a medio plazo sería aplicar una deflactación automática anual del IRPF, vinculada a la inflación subyacente, con cláusulas de ajuste si el déficit público supera ciertos umbrales, por ejemplo.

La respuesta política, en cambio, es más compleja. A nadie le gusta bajar impuestos justo cuando hay que cubrir déficits, pensiones crecientes y compromisos con Bruselas. Pero, por lo menos, **no subir de forma silenciosa y sibilina**. Luego salen los datos de pobreza y nos asustamos. Con razón.

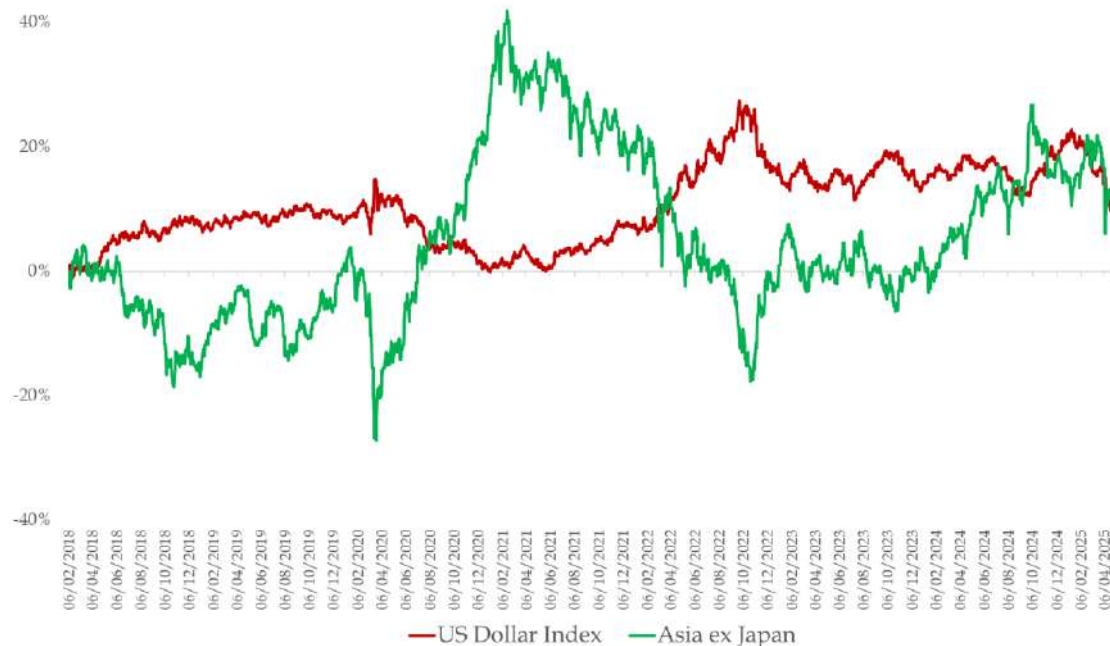
Los números son claros. Este debate ya no es solo técnico, sino también ético. La fiscalidad no puede convertirse en una herramienta de expolio silencioso, ni en una excusa para perpetuar privilegios políticos.

El IRPF necesita una revisión. Cada vez pagamos más para vivir peor.

79. ¿Y si esta vez Asia no responde al dólar?

Durante años, el comportamiento del dólar estadounidense ha sido casi un oráculo para anticipar los movimientos de los mercados emergentes de Asia. Y así ha sido hasta hace bien poco...

La lógica es sencilla: si el US Dollar Index bajaba, Asia —especialmente los países fuera de Japón— solía responder con subidas en sus mercados financieros. Y no es una casualidad ni una impresión subjetiva. Una parte de la deuda emitida por estos países está denominada en dólares, lo que implica que una caída de la divisa estadounidense abarata automáticamente esa deuda en términos locales. Y si pagar la deuda es más fácil, los gobiernos y empresas pueden redirigir sus recursos a crecimiento, inversión o incluso estímulos. Un dólar débil, además, ha ido tradicionalmente asociado a un entorno de tipos de interés más bajos en Estados Unidos, lo que empuja a los inversores globales a buscar mayor rentabilidad en regiones emergentes. El capital fluye, los mercados suben. Así funcionaba el engranaje. Pero este eco del dólar parece que se ha perdido con los aranceles.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

Basta con observar el gráfico que compara la evolución del US Dollar Index con el rendimiento agregado de Asia ex Japón desde 2018. Hasta casi finales de 2024, la correlación inversa es clara: cuando el dólar sube, Asia cae, y viceversa. Pero desde entonces, esa sincronía se rompe. El dólar cae y Asia no reacciona.

Para poner cifras al fenómeno: el coeficiente de correlación entre ambos indicadores en el periodo completo (de 2018 a abril de 2025) es de -0,2817, lo que ya sugiere una relación inversa moderada. Sin embargo, si medimos esa correlación solo hasta finales de 2024, el dato es más fuerte: -0,34668. Es decir, durante años la relación negativa entre dólar y Asia fue más clara, pero ahora se está debilitando. No es que haya desaparecido del todo, pero sí ha perdido mucha fuerza, lo suficiente como para que cualquier gestor o analista con visión global se lo tome en serio. Una caída en la descorrelación del 17,6%. Pero como estamos midiendo 7 años y esto se ha producido en apenas 4 meses, estamos hablando de una caída de la correlación inversa de un 63%.

Hay varias hipótesis que se me ocurren. Una de ellas es que las economías asiáticas han ganado cierta autonomía respecto al dólar. Algunas han emitido más deuda en moneda local, han diversificado fuentes de financiación o cuentan con colchones de reservas más sólidos. Por ejemplo, China ha venido reduciendo su deuda americana y aumentando sus reservas de oro, como India. Otra explicación plausible es que los factores internos están pesando más que los externos. China atraviesa un momento delicado: debilidad en la demanda interna, problemas estructurales en el sector inmobiliario, regulaciones impredecibles... todo ello resta brillo al conjunto de Asia, incluso en un contexto de dólar débil. Y, por último, una explicación casi de manual: puede que el mercado ya hubiese descontado la caída del dólar, y que gran parte del potencial alcista asociado a esta se haya consumido incluso antes de que ocurriera. Es decir, lo típico de *buy the rumor, sell the fact*.

Sea cual sea la causa predominante, o el conjunto de ellas, el resultado es evidente: el viejo reflejo de comprar Asia cuando cae el dólar ya no funciona igual. Y esto tiene implicaciones prácticas muy importantes. Como inversores, no

podemos seguir actuando con mapas antiguos en un terreno que está cambiando. Si estamos construyendo una cartera con exposición a renta fija o renta variable asiática, ya no basta con mirar la trayectoria del dólar para prever parte de su posible evolución. Hay que ir más allá: evaluar las dinámicas internas de cada país, entender el peso real de China dentro de los índices, valorar si los fondos están cubiertos en divisa o no, y prestar atención a la calidad de gestión de los vehículos de inversión que seleccionamos. Fondos con enfoque flexible, gestión activa y análisis profundo a nivel regional pueden marcar una diferencia crucial en este entorno más incierto y menos predecible.

La caída del dólar ha sido históricamente una buena noticia automática para Asia. Hoy, no lo es tanto. Los datos lo muestran, el gráfico lo confirma, y el mercado lo percibe. La pregunta ahora no es solo si el dólar va a seguir cayendo, sino si Asia volverá a reaccionar como antes. Porque a veces, el viento sopla... pero el barco ya no avanza.

80. Invertir en defensa europea ¿gran oportunidad o riesgo de llegar tarde?

Europa pisa el acelerador en gasto en defensa, pero las cotizaciones de las compañías del sector ya lo saben. No sé si es tarde para subirse al tren, pero vamos a ver qué nos dicen los datos.

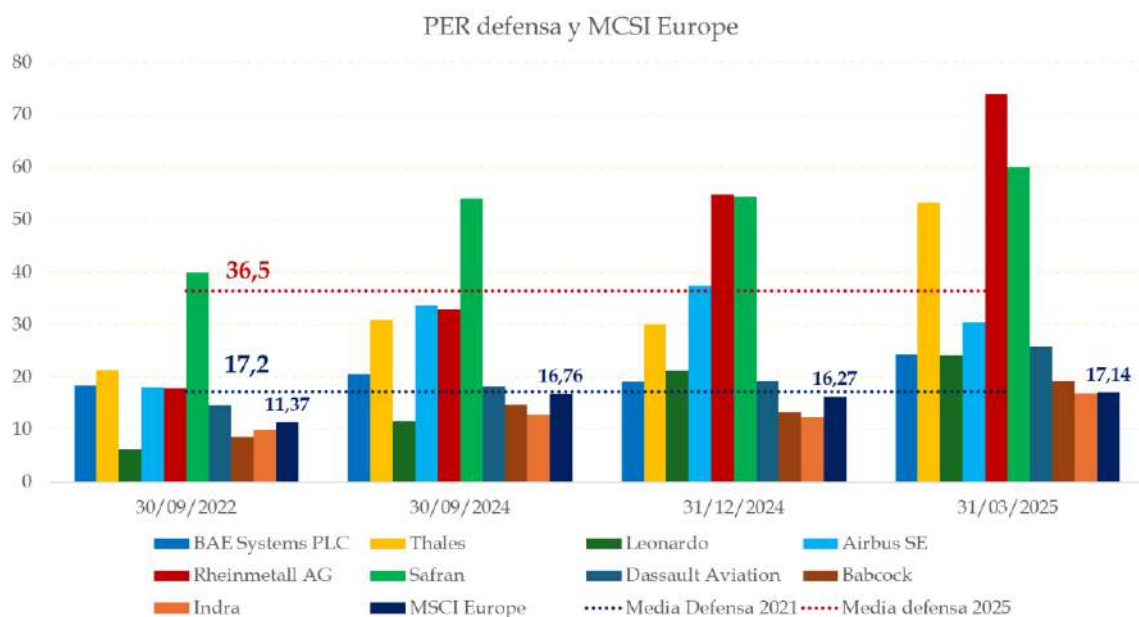
Perdonad el símil, pero hablar de inversión en defensa ahora mismo me suena a una fiesta de la que todo el mundo habla. Y cuando llegamos, las mesas están medio vacías, ya no hay música y queda alguno medio bebido (del poco vino peleón que queda). Algo así puede estar pasando ahora con la inversión en defensa europea. También es cierto que igual no ha llegado ese momento. Podemos llegar cuando todavía hay oportunidades buenas. En todo caso, más allá de opiniones, veamos los datos.

No cabe duda de que el gasto en defensa se ha disparado en Europa. Los datos son claros: entre 2021 y 2024, el gasto conjunto de los países de la Unión Europea ha aumentado más de un 30%, hasta alcanzar los 326.000 millones de euros (el 1,9% del PIB comunitario), según el Consejo Europeo. Y todo apunta a que esta tendencia continuará, ya que se estima que el gasto crecerá en otros 100.000 millones de euros en términos reales de aquí a 2027.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

El problema es que, salvo Airbus, las valoraciones ya han volado. Hablamos de que Safran, la de abajo del todo, sí, la “peor”, más que duplica la rentabilidad del Euro Stoxx en 2 años. Por eso, los datos que acompañan este entusiasmo invitan a una reflexión previa. Las principales compañías de defensa europeas e Indra han visto cómo sus valoraciones bursátiles se disparaban en los últimos meses. Indicadores como el PER se han elevado hasta niveles históricamente exigentes, en algunos casos superando ampliamente las medias de los últimos 10 años. El PER de 2021 era de 17,2 en las compañías de defensa, mientras que ahora es de 36,5; más del doble. Y el PER del MCSI Europe ha subido del 11,37 al 17,14. Es decir, está a niveles de las compañías de defensa de hace 4 años... Por lo menos, da un poco de vértigo.



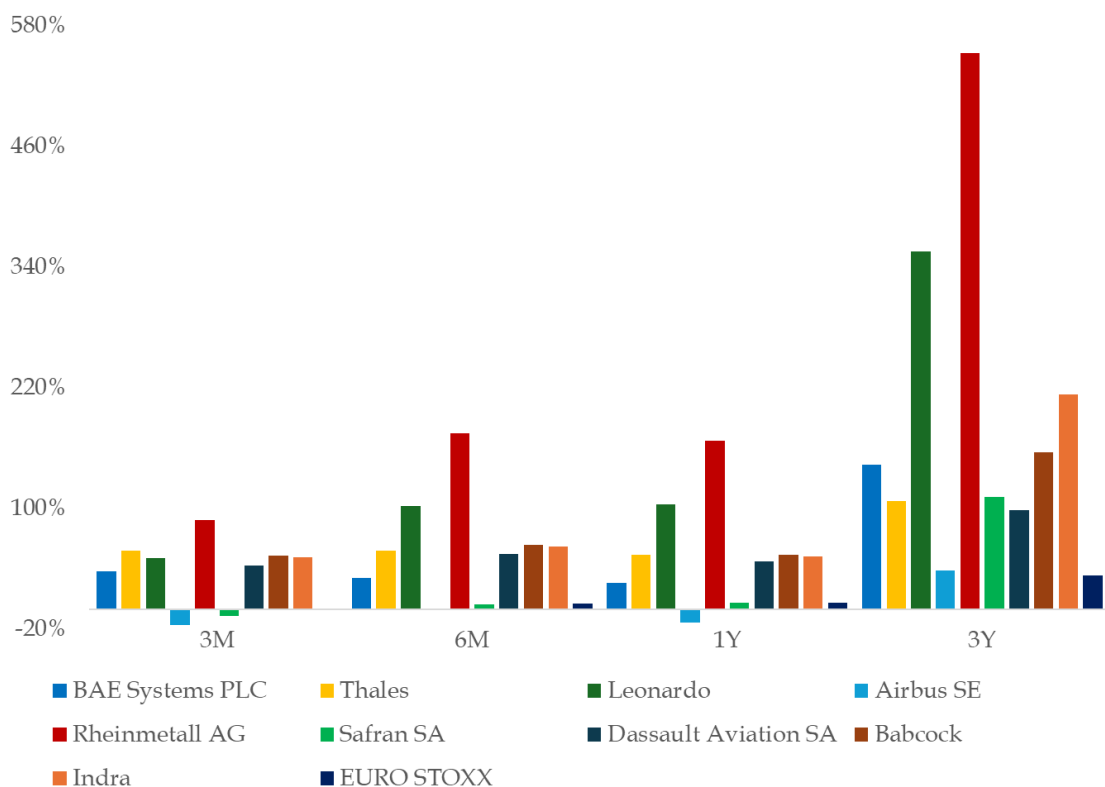
Fuente: Carlos Arenas Laorga

Esto sucede porque buena parte del optimismo sobre los nuevos planes de inversión ya está en precio. O dicho de otro modo: el mercado ha descontado en gran medida que las promesas políticas se traducirán en ingresos futuros para las empresas del sector. Y eso que existe una diferencia entre anunciar y ejecutar. Más aún cuando hablamos de políticos. Insisto en que una cosa es prometer y otra muy distinta, cumplir. Que los gobiernos europeos anuncien intenciones de

aumentar el gasto no garantiza que esos fondos se traduzcan en contratos firmados y facturados en los próximos ejercicios. Los inversores están pagando hoy precios muy elevados en base a expectativas que, si bien son plausibles, aún están por materializarse.

Claro, las inversiones en defensa parece (y digo parece) que van a seguir en aumento. Pero ¿sabemos cuánto han subido ya las principales acciones de defensa en Europa y España? Es un dato que no es baladí, ni mucho menos. Ya sabemos que el PER se ha disparado, con lo que parece previsible que los beneficios hayan ido a la par.

Rentabilidad de las principales compañías europeas de defensa e Indra a distintos periodos



Fuente: Carlos Arenas Laorga

Pues sí. Nos encontramos que, a 3 años (y excluyendo Airbus que, aún con todo ha subido más que el Euro Stoxx), la peor de todas ha subido un 100%. Pero no

hace falta irse tan lejos. A 3 meses, casi todas han experimentado una revalorización de más del 50%. ¡A 3 meses!

El mensaje no es el de abandonar la idea de invertir en defensa europea. Sería un error ignorar una tendencia estructural que, con alta probabilidad, marcará la agenda política y económica de los próximos años. Pero también sería imprudente lanzarse al mercado como quien llega tarde a la fiesta y se bebe el primer vino que encuentra.

Un pequeño estudio comparativo con las compañías de defensa americanas podía ser interesante, según me decían el otro día desde Panza Capital. Así que he comparado las 3 compañías más importantes del sector defensa de Estados Unidos con las 6 más importantes europeas en términos de capitalización. Y no me resisto a compartir la tabla. Porque menudos resultados...

		Capitalización abril 2022	Capitalización abril 2025	Cambio
EE.UU.	Lockheed Martin	113.250 Mil Millones \$	109.370 Mil Millones \$	-3,4%
	RTX Corporation	135.200 Mil Millones \$	162.950 Mil Millones \$	20,5%
	Boeing	113.520 Mil Millones \$	132.900 Mil Millones \$	17,1%
	Total	361.970 Mil Millones \$	405.220 Mil Millones \$	11,9%
Europa	Airbus	99.000 Mil Millones \$	125.980 Mil Millones \$	27,3%
	BAE Systems	32.200 Mil Millones \$	66.940 Mil Millones \$	107,9%
	Thales	35.200 Mil Millones \$	56.250 Mil Millones \$	59,8%
	Rheinmetall	24.750 Mil Millones \$	68.190 Mil Millones \$	175,5%
	Safran	50.400 Mil Millones \$	110.140 Mil Millones \$	118,5%
	Leonardo	14.000 Mil Millones \$	28.730 Mil Millones \$	105,2%
	Total	255.550 Mil Millones \$	456.230 Mil Millones \$	78,5%
	Diferencia	106.420 Mil Millones \$	-51.010 Mil Millones \$	

Fuente: Carlos Arenas Laorga

La explicación es sencilla. Resumiendo: las 3 principales compañías americanas de defensa hace 3 años valían 100 mil millones de dólares más que las 6 mayores europeas. Hoy, las europeas valen 51 mil millones más. Ahora, revisa la tabla despacio si quieres ver los números.

Lejos de mí querer aguar la ilusión de la inversión en defensa. Seguro que sigue existiendo oportunidad y ulteriores revalorizaciones, pero algo de miedo da. Es

como entrar en 2024 en las grandes tecnológicas americanas. Sí, está muy bien y todavía dieron un año fantástico, pero luego... Cuidado, es lo único que digo.

Una estrategia prudente podría consistir en seleccionar compañías con carteras de pedidos cerrados y buena capacidad de ejecución, y no necesariamente de las mayores empresas. Por supuesto, valorar el momento de entrada y diversificar dentro del sector. No es lo mismo logística, que tecnología, que ciberseguridad, etc. Y siempre recordar que la inversión no es una carrera de 50 metros lisos, sino una maratón con obstáculos. Es preferible ajustar expectativas razonables a largo plazo que buscar subidas “explosivas” (el clásico chicharro español) a corto.

Cuando hablo de estas comparativas de corto y largo plazo me suele venir a la cabeza otra metáfora. Existe un viento a favor para la inversión en defensa, eso está claro. Y como navegantes hay que aprovechar las velas, pero si solo miramos el horizonte aprovechando el viento, quizá no veamos arrecifes y naufraguemos antes de ver tierra. Vamos, que la defensa europea despegó, pero las valoraciones llevan en vuelo a buena velocidad un tiempo. Prudencia, cinturón abrochado y los ojos en los datos.

81. ¿Cómo podría el Gobierno alcanzar los 10.000 millones de gasto en Defensa?

El objetivo anunciado de elevar el gasto en Defensa hasta **10.471 millones de euros sin incrementar impuestos ni reducir gasto social** ha destapado una realidad incómoda: **no es viable conseguirlo únicamente con los recursos presupuestarios actuales.**

Además, una cosa es no reducir gasto social y no aumentar los impuestos (ya veremos) y otra cosa es no poder incrementar el gasto social. Pero el coste de oportunidad sigue ahí. Si gasto en defensa, aunque no quite de gasto social, no podré aumentarlo. Total, que, para lograrlo, el Ejecutivo tendrá que recurrir a **diversas maniobras financieras**, entre ellas la inclusión de gasto militar indirecto en otras partidas, ampliaciones de crédito y un considerable aumento de deuda pública.

lo primero de todo, un breve resumen de lo que nos contó el Presidente. Se destinará el **35% del presupuesto total**, equivalente a **3.712,5 millones de euros**, a **mejorar las condiciones laborales** del personal militar. El segundo bloque concentrará el **31% de la inversión**, dirigido a **desarrollar y adquirir nuevas capacidades en telecomunicaciones y ciberseguridad**. Para ello, se movilizarán **3.262 millones de euros**. El tercer pilar absorberá el **19% del total**, unos **1.963 millones de euros**, enfocados en la **fabricación y adquisición de nuevos sistemas de defensa y disuasión**. El cuarto apartado, que contará con el **17% del presupuesto (1.751,5 millones de euros)**, se destinará a **reforzar las capacidades de respuesta** ante catástrofes naturales, como inundaciones e incendios. Vamos, que se mete cualquier cosa, aunque no sea de uso militar... Finalmente, el quinto eje del plan, que representa el **3,1% del total (328,7 millones de euros)**, servirá para **mejorar las condiciones de seguridad** de los aproximadamente **3.000 militares** desplegados en las **16 misiones de paz** en las que participa España en el exterior. Y ya vamos con lo que realmente os quiero contar en este artículo.

Este pasado viernes estuve comiendo con un grupo de personas estupendas y Borja me preguntó hasta en 5 ocasiones cómo iba a cumplir el Gobierno su

promesa. Yo había hecho un cálculo aproximado, pero ahora he descendido un poco más al detalle y comparto lo que me ha salido. Eso sí, son solo estimaciones mías. Lo cual puede distar mucho de la realidad. Pero valga como suposición o proxy de cosas que puede hacer el Gobierno. Ah, y quiero recordar que todo este cálculo lo he calculado recopilando datos de los informes de Ejecución Presupuestario de la IGAE. Es decir, todo fuentes oficiales.

La primera pregunta creo que es: **¿cuál es el gasto previsto actualmente en Defensa?** Pues según los datos oficiales:

- **Presupuesto inicial para Defensa en 2025:** aproximadamente **3.070 millones de euros**.
- **Gasto ejecutado a febrero 2025:** 32,7%, es decir, unos **1.003 millones**.
- **Presupuesto aún pendiente de ejecutar:** **2.066 millones de euros**.

Vamos, que hay margen, pero claramente insuficiente para alcanzar los 10.000 millones. Por cierto, utilizo 10 mil por redondear, aunque la cifra que ha dicho el presidente es ligeramente superior (como ya he recordado antes).

La segunda pregunta pertinente sería **¿qué mecanismos se utilizarán para acercarse al objetivo?** Pues, una vez más, el Gobierno tendrá que recurrir a varias estrategias no convencionales. En primer lugar, **incluir gasto militar indirecto**. Vamos, meter cosas que no están en el presupuesto de Defensa dentro de esta partida; **reclasificar gastos** que, aunque no aparecen como Defensa, están estrechamente ligados al ámbito militar. Actualmente, las principales partidas indirectas están presupuestadas en diferentes ministerios.

Entidad	Ministerio de origen	Importe actual (millones €)	Finalidad
Navantia	Industria	600	Construcción naval militar (fragatas, submarinos, patrulleros)

Indra	Industria / Ciencia	300	Sistemas de defensa electrónica, radares, ciberdefensa
CNI	Presidencia del Gobierno	150	Inteligencia y operaciones especiales
ISDEFE	Defensa (sector público estatal)	100	Consultoría e ingeniería militar
INVIED	Defensa (operaciones patrimoniales)	50	Infraestructuras y gestión patrimonial militar
Total		1.200	

Para aclarar, ISDEFE e INVIED ya están adscritos al Ministerio de Defensa, pero su financiación no forma parte del presupuesto operativo corriente (capítulos de personal, operaciones o inversiones directas). Para ser contabilizados como gasto militar, sería necesario **reclasificar internamente sus gastos o ampliar sus presupuestos**, ya que operan como entes públicos autónomos. Y, **¿cómo se pueden integrar al gasto militar?** Mediante **transferencias de capital o reclasificación presupuestaria**, o consolidando sus gastos dentro del presupuesto funcional de Defensa en la contabilidad nacional.

Además, salvo que implique ampliación de crédito, **no requiere aprobación parlamentaria**, lo cual es una ventaja para el presidente, que parece deseoso de no pasar por las Cortes.

Ahora bien, con estas reclasificaciones, seguiríamos estando muy lejos. Por eso se tendrían que realizar **ampliaciones presupuestarias en estas partidas**. Basándome en las de los últimos años y en los recientes contratos, parece más o menos real estimar algo parecido a lo que he calculado.

Entidad	Ampliación estimada (millones €)	Nueva dotación total
Navantia	+500	1.100
Indra	+200	500
ISDEFE	+100	200
INVIED	+50	100
CNI	+100	250
Total tras ampliaciones	2.150 (950 nuevos)	

Esta estimación la he realizado basándome en los Presupuestos de 2022 y 2023. No tenemos, por desgracia, años más recientes para ver. He tratado de reflejar el crecimiento de los programas de construcción naval y modernización militar.

Además de la ampliación de crédito de estas partidas, existe otra que no podemos dejar pasar. Me refiero a los **Programas Especiales de Armamento** (aviones Eurofighter, helicópteros NH-90, fragatas F-110, tanques Leopard, etc.), que suelen recibir ampliaciones. Por ejemplo, en los dos últimos presupuestos, recibieron ampliaciones por valor de 2 y 2,6 mil millones respectivamente. Para este año, he calculado un incremento de 1.500 millones de euros.

Pero aquí no acaba todo. No sé si el lector conoce que existe una partida denominada **Fondo de Contingencia**. Esta partida presupuestaria tiene una dotación de **3.912 millones de euros** para este año 2025. Me detengo un momento en explicarlo. El Fondo de Contingencia es una partida que aparece en los Presupuestos Generales del Estado cuyo objetivo principal es **atender gastos urgentes e inaplazables** que surjan a lo largo del ejercicio y **que no hayan sido previstos en los presupuestos iniciales** o para los que el crédito existente sea insuficiente. En otras palabras, **funciona como un colchón de seguridad financiera** para el estado, destinado a cubrir necesidades que no pueden esperar

a la siguiente tramitación presupuestaria. También conviene recordar que solo se puede utilizar mediante **acuerdo del Consejo de Ministros** y que el gasto que se financia debe ser **urgente, no discrecional y necesario**. Digo esto porque ya hemos visto mucha tensión por el famoso contrato de las balas con la compañía israelí. No me quiero imaginar la tensión dentro del Gobierno con un incremento del gasto de tamañas dimensiones. Por eso no es baladí que tenga que pasar por el Consejo de Ministros. Para hacernos una idea, en **2021** se utilizaron **más de 1.300 millones de euros** para financiar la compra urgente de vacunas contra el COVID; en **2022** se aprobó el uso de **200 millones de euros** para ayudas directas a sectores afectados por la erupción volcánica de La Palma; o en **2023**, parte del Fondo de Contingencia se empleó para cubrir **operaciones militares exteriores** y para la **reparación de daños por catástrofes naturales** (inundaciones y grandes incendios).

Por prudencia, he estimado un uso del este gasto de 1.000 millones de euros que podrían destinarse a Defensa.

Finalmente, el resto del gasto necesario se financiaría mediante **emisión de deuda pública**. Seguro que hay más partidas que podrían incluirse. La ingeniería contable en los Presupuestos es casi infinita. Esto es solo un ejercicio que he hecho a título individual para mostrar cómo se puede hacer. Para todos aquellos que dicen que no, siento decir que sí se puede hacer. Con trampeo, pero se puede.

Total, ¿de dónde sale el dinero? Pues vamos a verlo con una tabla.

Fuente de financiación	Cantidad (millones €)	De dónde viene
Presupuesto Defensa no ejecutado	2.066	Recursos ordinarios disponibles
Gasto indirecto actual (Navantia, Indra, etc.)	1.200	Presupuestado en otros ministerios o entes

Ampliaciones de gasto indirecto	950	Basadas en ampliaciones reales recientes
Ampliación PEAs	1.500	Estimación
Fondo de Contingencia	1.000	Uso parcial estimado
Subtotal recursos no financieros	6.716	
Necesidad de nueva deuda pública	3.284	Para completar los 10.000 millones

Además de todo esto, hay que recordar que la Unión Europea ha propuesto flexibilizar las reglas fiscales para permitir que el aumento del gasto en defensa no compute en los límites de déficit y deuda pública. En concreto, se ha propuesto que los países puedan aumentar su gasto en defensa hasta un 1,5% adicional del PIB por año durante un periodo de cuatro años, sin que este incremento se considere en el cálculo del déficit o la deuda pública. Vamos, miel sobre hojuelas.

Y ahora, una última pregunta que no puede faltar. **¿Hay que pasar por el Congreso para este gasto?** Bueno, aquí una cosa es la teoría y otra la práctica. Mi etapa en el Congreso de los Diputados me ha enseñado que hay muchos tonos de grises, aunque la Ley sea más que clara a este respecto. Sin ir más lejos, el Gobierno tiene la obligación de presentar los Presupuestos y no lo ha hecho. Y no ha pasado nada, ¿verdad?

El uso de los presupuestos ya aprobados obviamente no tiene que pasar por la Cámara Baja. Y el Fondo de Contingencia solo debe pasar por el Consejo de Ministros. Eso sí, las ampliaciones de crédito (los 950 millones de gasto indirecto que he estimado y los 1.500 de Ampliación de PEAs) sí deberían pasar mediante Ley o Real Decreto-Ley. Vamos, tienen que pasar. Pero solo me atrevo a decir “deberían”. Por su parte, la emisión de nueva deuda tendría que pasar por el Congreso, bien a través de una modificación del techo de gasto, bien a través de

alguna ley específica. Es decir, muchas partidas podrían ejecutarse sin intervenciones parlamentarias, pero el montante más grande sí necesita aprobación expresa de la Cámara Baja.

Con el Presupuesto actual es imposible alcanzar los 10 mil millones prometidos, a pesar de integrar **partidas indirectas** (Navantia, Indra, CNI) y **ampliar presupuestos de organismos como ISDEFE e INVIED**. Además, **un tercio del nuevo gasto militar requerirá aprobación parlamentaria**. Y con los cálculos (he de decir que bastante burdos), **casi la mitad del esfuerzo financiero será de nueva deuda pública**, tensionando aún más el déficit.

Visto lo visto en estos últimos años, el incremento en Defensa será posible, pero solo mediante **una combinación de ingeniería presupuestaria, flexibilidad contable y mayor endeudamiento público**. Veremos...

82.El gran apagón del 28 de abril, una red eléctrica demasiado verde

El pasado **28 de abril**, millones de personas en España y Portugal nos quedamos sin electricidad durante muchas horas. Se trató del **mayor apagón eléctrico en la historia** y aún se investigan las causas técnicas concretas. La mayoría de los expertos coincide en el diagnóstico: la fuerte dependencia de energías renovables sin haber reforzado el sistema con los elementos técnicos necesarios para mantener la estabilidad.

Pero antes de entrar en valoraciones, conviene entender bien **cómo funciona realmente una red eléctrica** y **qué condiciones debe cumplir para no colapsar ante una perturbación**.

¿Cómo funciona una red eléctrica?

Para entender el sistema eléctrico, hay que entender que **la electricidad no se almacena a gran escala**. Lo que se produce debe consumirse **al instante**. En otras palabras, **todo lo que encendemos (una luz, la nevera, un tren, un hospital...) tiene que estar siendo producido en ese mismo momento**. Esto obliga a que el sistema eléctrico esté en **perfecto equilibrio entre oferta y demanda** en todo momento. Ese equilibrio se controla a través de una magnitud técnica fundamental: la **frecuencia**. Y no es especialmente complejo, aunque pueda parecerlo, la oferta debería ser muy predecible y la demanda lo es.

Entonces, ¿qué es la frecuencia? La frecuencia en Europa es de **50 Hz** (hercios). Es como el ritmo interno del corazón eléctrico del país. Si la generación de electricidad es mayor que la demanda, la frecuencia sube. Si hay más consumo del que se puede producir, la frecuencia baja. **Todo el sistema eléctrico (España, Francia, Alemania...) está conectado y funciona con el mismo ritmo, esos 50 Hz**. Cuando esa frecuencia se desvía, aunque sea unas décimas, empiezan los problemas: los equipos eléctricos funcionan mal, y si se sale de ciertos límites, entran en juego mecanismos automáticos que desconectan zonas enteras para evitar daños mayores. Así se produce un apagón.

Vale, el sistema debe ser estable, pero hay dos conceptos que también son relevantes, la sincronía y la inercia.

La **sincronía** significa que **todas las fuentes de electricidad que están funcionando deben generar electricidad exactamente al mismo ritmo y en fase entre sí**. No es solo que todas estén a 50 Hz, sino que estén perfectamente coordinadas. Es, y perdonadme el símil, como una sinfonía que tiene que estar tocando en ese momento un La menor. Como hay un violín que esté en un Do sostenido, aquello no va. Si una central se desvía de ese ritmo —porque falla, o porque no responde a tiempo, o porque produce electricidad-, puede provocar un desajuste que afecte a toda la red.

Así que: para que el sistema funcione, **todas las centrales que estén activas deben estar sincronizadas, estables y en equilibrio constante con el consumo**.

El siguiente concepto de inercia lo voy a explicar ahora, hablando de qué se necesita para que el sistema sea estable. Y para que la red no se venga abajo ante cualquier cambio (un aumento de consumo, una nube que tape el sol, una caída de una línea...), necesita **tres cosas**:

1. Respuesta rápida

Es la **capacidad de adaptar la generación eléctrica de forma inmediata**. Suponte que, de repente, sube la demanda porque empieza un partido de fútbol y millones de personas encienden la televisión. El sistema necesita centrales que **puedan subir su producción en cuestión de segundos o minutos**. Pero no todas las centrales tienen esta capacidad de respuesta. Las centrales que tienen esta capacidad son:

- **Centrales de ciclo combinado (gas natural)**: se pueden encender o modular muy rápido.
- **Centrales hidroeléctricas**: pueden liberar agua de un embalse y generar electricidad casi al instante.

- **Bombeo hidráulico:** si ya se había almacenado energía en altura, puede soltarse rápidamente para generar electricidad.

Las que **no tienen respuesta rápida:**

- **Centrales nucleares:** son muy estables, pero tardan mucho en arrancar o parar.
- **Plantas solares y eólicas:** no pueden activarse a demanda; dependen del sol y del viento.

Y aquí es en donde entra en juego el concepto de inercia. El segundo punto para entender cómo un sistema puede ser estable.

2. Inercia eléctrica

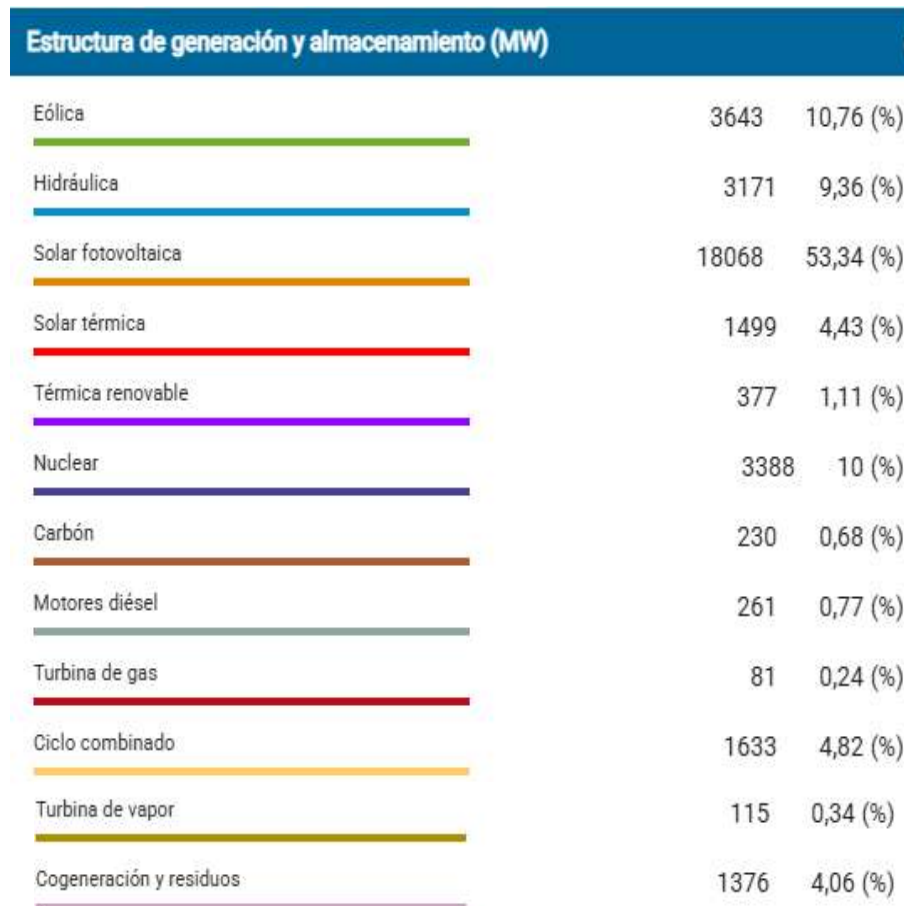
La **inercia** es la que mantiene la **frecuencia estable** ante pequeños sobresaltos (los famosos picos). Las centrales tradicionales (como las de gas o nuclear) tienen turbinas que giran constantemente a 3.000 revoluciones por minuto. Esa masa giratoria, cuando hay una perturbación, actúa como un volante de inercia: **resiste el cambio y le da al sistema unos segundos de margen para reaccionar**. He escuchado dos ejemplos que pueden ayudar. El primero es de la bici: si vas rápido, puedes pasar por un bache sin caerte gracias a la inercia. Si vas muy despacio, ese mismo bache te puede tirar. Y el de la piscina. Si tienes una piscina muy ancha, cuadrar el nivel con la oferta y demanda de energía es sencillo. Ahora bien, si es en un tubo de ensayo, cualquier caída o subida de la oferta o la demanda hace que el nivel cambie, es decir, que el sistema se desestabilice y caiga. Como antes, hay centrales que aportan inercia y otra que no. Las que aportan inercia son la nuclear (lógicamente), las centrales térmicas, y las hidroeléctricas. Pero, como sucede en el caso de las centrales de respuesta rápida, la eólica y la solar, no pueden ofrecer esta inercia.

3. Previsibilidad

En tercer lugar, una red eléctrica necesita saber **cuánta electricidad va a haber dentro de 5 minutos**. Las centrales nucleares, por ejemplo, generan siempre lo mismo: son perfectamente predecibles. El gas y el agua se pueden planificar. Pero

las renovables dependen del tiempo, y **no se puede saber con exactitud cuándo habrá una nube que reduzca la producción solar un 40 % de golpe.**

Entonces, **¿qué ocurrió el 28 de abril? A las 12:30h**, justo en el momento del apagón, el sistema eléctrico español estaba compuesto así:



Fuente: Red Eléctrica

Fotovoltaica: 53,34 %; solar térmica: 4,43 %; eólica: 10,76 %; y térmica renovable: 1,11 %. Es decir, casi el **70 % provenía de tecnologías sin inercia, sin previsibilidad y sin capacidad de respuesta rápida.**

Mientras tanto, tecnologías que sí aportan esas características estaban muy por debajo: **ciclo combinado** (respuesta rápida): 4,82 %; **hidráulica** (respuesta rápida + inercia): 9,36 %; **nuclear** (estable + inercia): 10,02 %

Además, España **exportaba energía a Francia**, y una parte se estaba utilizando para bombear agua, es decir, **no para cubrir la demanda en tiempo real**. Si a eso le sumamos una perturbación aún por identificar (quizá una línea que falló, o un

descenso inesperado de generación solar), el sistema ya no tenía margen. **La frecuencia se desvió y colapsó. No fue casual, es un fallo monumental** de la estructura de generación.

Lo preocupante de esto es que puede suceder mañana otra vez. Ya Red Eléctrica cambió ayer el uso de la combinación de las energías para evitar que sucediera, reduciendo mucho la estructura de generación de solar fotovoltaica (a menos de la mitad), o multiplicando por 5 la generación de hidráulica. De todos modos, ellos mismos lo había advertido en su memoria anual de 2024, en la página 112 de las cuentas auditadas. Perdonad que alargue un poco el artículo, pero es que estos párrafos no tienen desperdicio:

“Pérdida de prestaciones de generación firme asociada al cierre de centrales de generación convencional (carbón, ciclo combinado, nuclear):

El cierre de centrales de generación convencional como las de carbón, ciclo combinado y nuclear (consecuencia de requisitos regulatorios), implica una reducción de la potencia firme y las capacidades de balance del sistema eléctrico, así como su fortaleza e inercia.

*Esto **podría aumentar el riesgo de incidentes operacionales que puedan afectar el suministro y la reputación de la empresa. Esta incidencia supone un riesgo, con un horizonte temporal a corto y medio plazo. El riesgo se ubica en las actividades propias y de los clientes y usuarios”.***

Es decir: **sabían que la red era más débil por el cierre de las nucleares y el mayor uso de las renovables**, pero los cierres de centrales tradicionales siguieron adelante y el mayor uso de las renovable también. Se ha impuesto una agenda ideológica al funcionamiento del sistema. Eso es muy peligroso.

El objetivo de sustituir los combustibles fósiles es el que es. Podremos estar de acuerdo o no. Pero no se puede hacer **a costa de la estabilidad**. Apostar por renovables sin asegurar respaldo, previsibilidad e inercia es pegarse un tiro en el pie. Y si esto no se soluciona corremos el riesgo de que lo que pasó el 28 de abril **no sea un caso aislado**, sino la antesala de lo que puede volver a ocurrir si no actuamos con seriedad.

Creo que queda para la reflexión la **Agenda 20-30, el euro digital y la exigencia de responsabilidades** a quien, sabiendo que esto podía pasar, no hizo lo que debía. El coste de pérdidas ha sido de miles de millones. ¿Quién va a exigir responsabilidades?

83. Warren Buffett, 60 años de inversión, disciplina y resultados imposibles

Imagina que en 1964 alguien hubiera invertido en Berkshire Hathaway — una textil en decadencia por entonces — sin saber que estaba sembrando en lo que se convertiría en el mayor huerto de rentabilidad conocido. Hoy, seis décadas más tarde, esa inversión habría crecido un **5.502.284 %**. Sí, más de **55.000 veces** el capital inicial. Y no es un error de Excel.

Pocos nombres generan tanto consenso entre inversores de todo tipo como el de **Warren Buffett**. No hay gurú, ni algoritmo, ni fondo de moda que pueda presentar unas cifras como las suyas. Pero lo más llamativo de su caso no es solo el resultado final, sino **cómo** lo ha conseguido: con sentido común, paciencia y una visión inquebrantable sobre el valor a largo plazo.

Warren Buffett no inventó el *value investing*, pero sí lo convirtió en un arte. Esta filosofía, aprendida de su mentor **Benjamin Graham**, parte de una premisa básica: comprar acciones de empresas que valen más de lo que el mercado está dispuesto a pagar por ellas. O, como diría el propio Buffett: **“Precio es lo que pagas, valor es lo que recibes”**.

¿Y cómo identificar ese valor? A través del análisis de los **fundamentales**: márgenes sostenibles, generación de caja, poca deuda, buena dirección y ventajas competitivas duraderas —lo que él llama *economic moats*. Es decir, busca negocios capaces de defender sus beneficios durante años, incluso décadas.

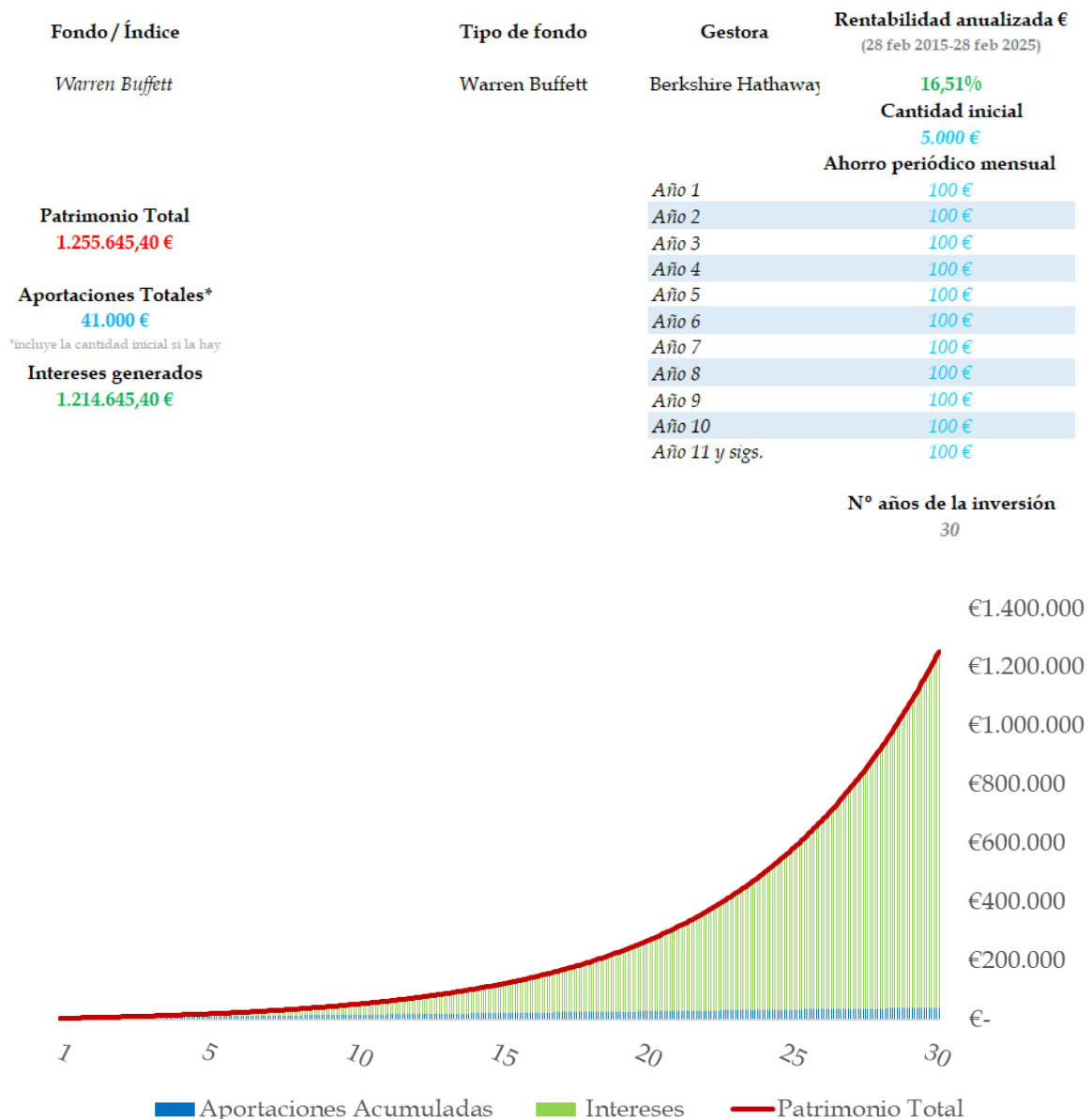
A diferencia de los cazadores de unicornios tecnológicos o los devotos de las modas bursátiles, Buffett nunca ha tenido prisa. Ha invertido en Coca-Cola, American Express, Apple, o Gillette no porque fueran exóticas, sino porque eran predecibles, rentables y estaban a buen precio.

Entre 1964 y 2024, Berkshire Hathaway ha ofrecido una rentabilidad anualizada del **16,51 %**. Para hacernos una idea: si el mercado (medido por el S&P 500) ha promediado algo más del 10 %, esa diferencia anual es, con el paso del tiempo, abismal. Ajustado por inflación, esa rentabilidad sigue siendo impresionante:

12,61 % anual real. Es decir, Buffett no solo ha vencido al mercado, también al monstruo silencioso que erosiona nuestros ahorros: la inflación.

Si en 1964 hubieras invertido 1.000 \$ y hubieras dejado la inversión “hibernando”, hoy tendrías 55.022.840\$. Sí, has leído bien. Más de 55 millones.

Quizá te parezca demasiado tiempo, pero es lo que ha hecho Buffett. Si lo hubieras hecho en 30 años, las cifras serían bastante inferiores porque no dejas tanto espacio al tiempo y al interés compuesto. Pero no estaría nada mal tampoco. Supón que inviertes 5 mil euros y haces un ahorro periódico de 100 euros al mes durante 30 años con Buffett. Esos **41 mil euros en total se habrían transformado en más de 1,2 millones de euros.**



El secreto de Buffett no ha sido encontrar gangas cada mes, sino tener una mentalidad de **ahorrador estratégico**. Sin atajos. Ha defendido el ahorro constante como herramienta para construir patrimonio, incluso en entornos difíciles. De hecho, el método más sencillo para replicar parte de su éxito no pasa por encontrar la próxima Apple... sino por aportar regularmente a una cartera diversificada, manteniéndose invertido pase lo que pase.

Como hemos comentado en otros artículos, el gran error del inversor promedio es salirse del mercado en momentos de pánico y perderse los días más rentables. Buffett lo sabe, y por eso no intenta adivinar cuándo entrar o salir: **invierte y espera**.

Y sí, eso también implica aguantar las caídas. En 2008, Berkshire Hathaway cayó más de un 30 %. Pero no vendió. Siguió comprando. Y recuperó (y multiplicó) su valor en los años siguientes.

Lo admirable de Buffett no es solo su cartera, sino su coherencia. Durante décadas ha repetido los mismos principios que trato de resumírtelos en lo que considero (y esto es, en parte, subjetivo) más importante (a lo mejor se me escapa alguno relevante):

- **Invertir en lo que entiendes.**
- **Buscar compañías con margen de seguridad.**
- **Invertir en empresas con ventajas competitivas.**
- **No especular.**
- **Evitar deudas innecesarias.**
- **Pensar en décadas, no en trimestres.**
- **Dormir bien por las noches.**

Y, sobre todo: **vivir por debajo de tus posibilidades**. Sí, el multimillonario que desayuna en McDonald's y vive en la misma casa desde 1958 ha demostrado que el dinero es un medio, no un fin. Su fortuna no es una exhibición de lujo, sino una consecuencia lógica de cómo ha vivido. Es lo que a mí me gusta comentar en mis

charlas a los jóvenes diciendo que deben tener un primer coche barato y de segunda mano, aunque puedan comprarse uno nuevo.

En 2025, con 94 años, el “joven” Warren Buffett ya ha comenzado a despedirse. Sus cartas anuales, leídas como encíclicas por millones de inversores, comienzan a tener un tono más reflexivo. Ha nombrado sucesores, ha delegado decisiones y, lo más importante, ha dejado una huella imposible de borrar.

Pero lo esencial ya lo ha transmitido: **invertir bien no es complicado, pero sí requiere carácter**. Huir del ruido. De la euforia. De la tentación de hacer cosas cuando lo mejor es no hacer nada.

Warren Buffett no ha inventado ninguna fórmula mágica. Solo ha seguido una que todos conocemos, pero casi nadie practica: **ahorrar, invertir con sentido común y dejar actuar al tiempo**. Su historia es la prueba más contundente de que el interés compuesto no es solo una herramienta matemática, sino una filosofía de vida. Como decía él mismo, “alguien se sienta hoy a la sombra porque alguien plantó un árbol hace mucho tiempo”.

Quizá no podamos repetir exactamente su historia. Pero sí podemos inspirarnos en su forma de invertir, de pensar y de vivir. En su increíble legado. Porque al final, más allá de los millones, **la verdadera riqueza de Buffett está en su ejemplo**.

84. Warren Buffett, riqueza sin ruido, sabiduría sin prisa

En un mundo que corre, Warren Buffett ha sido la prueba viviente de que no hace falta moverse deprisa para llegar lejos. Durante seis décadas ha conseguido lo que casi nadie ha logrado en el mundo de las finanzas: batir de forma constante al mercado americano, sin estridencias, sin especulaciones, sin atajos. Y no lo ha hecho desde Nueva York, ni rodeado de pantallas en un rascacielos, sino desde Omaha, en una oficina modesta, rodeado de libros, de números, y de tiempo.

Entre 1964 y 2024, Berkshire Hathaway, la empresa que dirige desde hace más de medio siglo, ha ofrecido una rentabilidad acumulada de 5.502.284 %. Eso equivale a multiplicar el capital por más de 55.000 veces. Para quien prefiere los promedios, hablamos de un 16,51 % anual compuesto, una cifra que parece una anécdota hasta que entiendes que, con esa tasa, mil dólares se habrían convertido hoy en más de 55 millones. Y todo ello sin perseguir “lo próximo”, sin girar cada año la estrategia, sin hacer ruido. Porque lo suyo nunca fue acertar el próximo trimestre, sino resistir con convicción durante décadas. Por cierto, para quien se pregunte por la inflación, su rentabilidad efectiva total ha sido de un 12,61 %. Casi nada...

Su filosofía, que ha convertido en escuela. Warren Buffett no inventó el *value investing*, pero sí lo convirtió en un arte. Esta filosofía, aprendida de su mentor Benjamin Graham, parte de una premisa básica: comprar acciones de empresas que valen más de lo que el mercado está dispuesto a pagar por ellas. O, como diría el propio Buffett: “Precio es lo que pagas, valor es lo que recibes”.

Invertir, para Buffett, no es adivinar lo que hará el mercado mañana, sino entender qué empresas valen más de lo que cuestan hoy, y tener la paciencia de esperar a que el tiempo haga su trabajo. No se mueve por impulsos, ni se deja llevar por modas. Si no entiende un negocio, simplemente no invierte. Si la empresa no tiene ventajas duraderas, la descarta. Si está cara, espera. Y si la encuentra buena, sencilla y a buen precio... compra y se sienta. De hecho, aun a riesgo de dejarme alguno de sus principios en el tintero, creo que se pueden resumir en:

- Invertir en lo que entiendes; 2) buscar compañías con margen de seguridad; 3) invertir en empresas con ventajas competitivas; 4) no especular; 5) evitar deudas innecesarias; 6) pensar en décadas, no en trimestres; y 7) dormir bien por las noches.

No ha necesitado cambiar de ideas porque nunca ha necesitado parecer moderno. Mientras el mundo financiero se llenaba de ruido, algoritmos y productos complejos, Buffett seguía invirtiendo en Coca-Cola, American Express o empresas ferroviarias. No por nostalgia, no porque fuesen exóticas, sino porque entendía sus márgenes, sus ventajas competitivas, sus riesgos. Prudente en las subidas, valiente en las caídas, siempre fiel a su manera de hacer las cosas.

La coherencia no solo ha marcado su estilo de inversión, sino su forma de vida. Vive en la misma casa desde 1958. Va a trabajar todos los días, no por necesidad, sino por gusto. Desayuna en McDonald's según cómo vea el día en la bolsa: si está cayendo, elige el menú barato. Y no ha dejado nunca que el dinero lo transforme. Sabe lo que vale el dinero, pero también sabe lo que no vale. Por eso ha dicho que lo importante no es tener más, sino vivir como quieres. Esa es la verdadera libertad. El dinero no es un fin, sino un medio.

Y sí, ha donado más del 99 % de su fortuna. Porque nunca pensó que su éxito se medía en patrimonio acumulado, sino en lo que podía dejar. En una de sus frases más recordadas, dice que "alguien se sienta hoy a la sombra porque alguien plantó un árbol hace mucho tiempo". Él ha plantado muchos árboles: empresas rescatadas del olvido, inversores formados con sus cartas, fundaciones sostenidas con su legado. Todo sin alzar la voz.

Ahora, con 94 años, el joven Buffett empieza a dejar paso a otros. Pero su presencia sigue marcando el ritmo. En un mundo donde se valora lo rápido e inmediato, lo nuevo, lo ruidoso; su forma de invertir —y de vivir— parece cada vez más revolucionaria. Su paciencia se ha convertido en rareza. Su frugalidad, en extravagancia. Su sentido común, en oro puro.

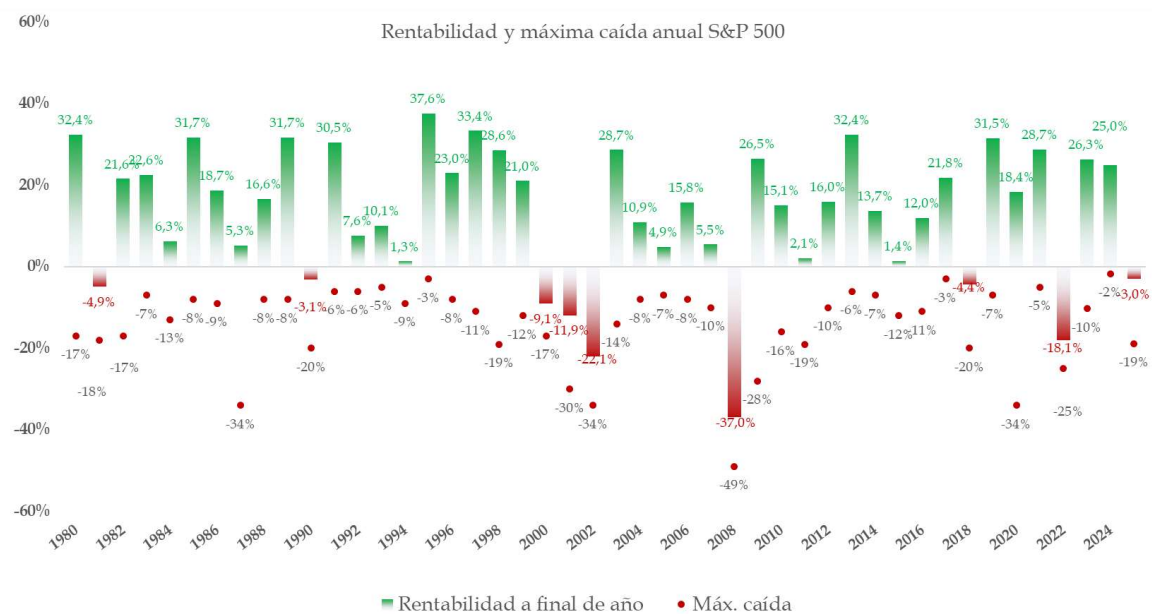
Warren Buffett no es solo ha generado rentabilidad. Ha mostrado que se puede llegar lejos siendo fiel a unos principios simples, pero firmes. Que la constancia, la prudencia y el análisis templado siguen funcionando. Que vivir con poco, pensar con claridad y actuar sin prisa puede ser más poderoso que cualquier algoritmo.

Su historia no es solo la de un inversor brillante. Es la de un hombre que, mientras todos corrían, decidió caminar despacio. Y por eso, ha llegado más lejos que nadie. Quizá no podamos repetir exactamente su historia. Pero sí podemos inspirarnos en su forma de invertir, de pensar y de vivir. En su increíble legado.

Más allá de los millones, la verdadera riqueza de Buffett está en su ejemplo.

85. La volatilidad no es el enemigo

Pongámonos en situación. En este último año, los mercados financieros han parecido una montaña rusa: subidas intensas, bajadas pronunciadas y titulares que avivan tanto la euforia como el miedo. Y, sin embargo, si uno se toma un momento para mirar con perspectiva... la película es muy distinta. Solo en el mes pasado, habiendo visto unos movimientos que llevaron 12 puntos abajo el S&P 500, el índice terminó plano ese mes.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

Este gráfico que he preparado nos muestra algo que suele olvidarse en medio del ruido: llevamos más de una década con rentabilidades anuales generalmente positivas. Desde 2010, solo dos ejercicios han cerrado en rojo. Incluso este año, con una caída máxima que rozó el 19% —lo que muchos titulares han catalogado como corrección severa— el balance acumulado ronda apenas un modesto -3%. Y estamos hablando de un índice amplio, no de un fondo defensivo. Es decir, que incluso en un año aparentemente malo, no lo está siendo tanto.

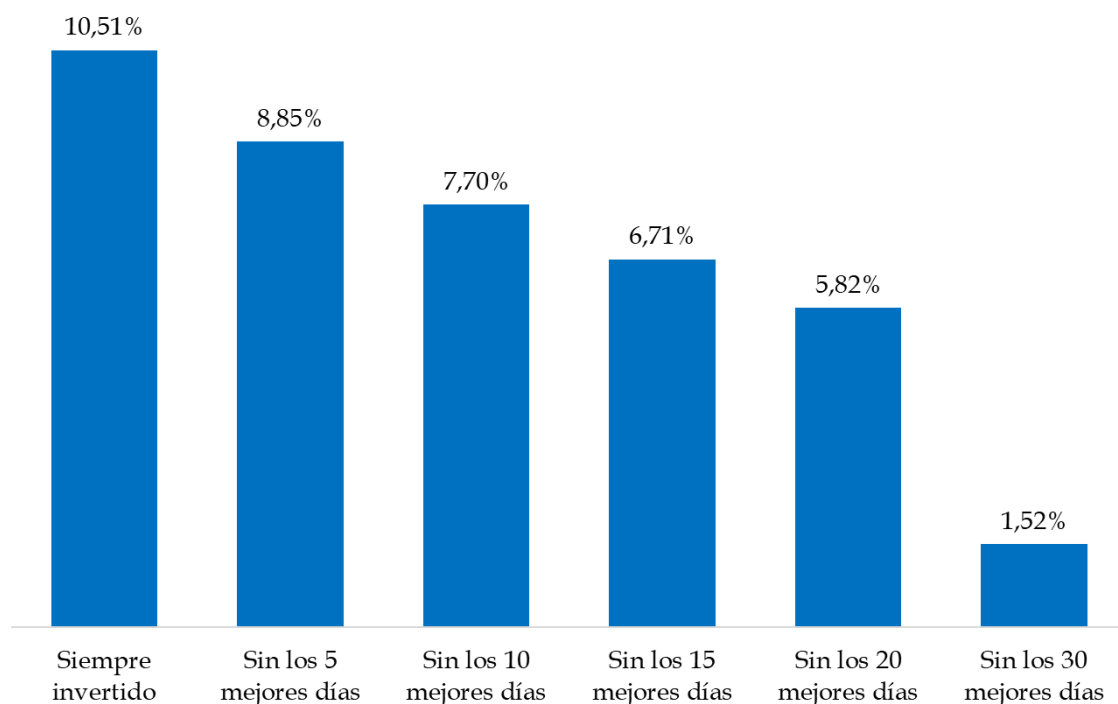
Esto nos lleva a la idea fundamental: la volatilidad no es el enemigo. El enemigo es cómo la interpretamos.

Volatilidad no es igual a pérdidas. Es más, podemos convertirlo en todo lo contrario. Cuando los mercados se mueven mucho, tendemos a asumir que

estamos perdiendo dinero. Pero, insisto, volatilidad no significa pérdida. De hecho, quienes han aprovechado las caídas del año para invertir —como muestran los datos— ya están viendo resultados positivos. Es como si hubieran comprado un buen abrigo en rebajas y el frío hubiera llegado justo después.

Desde el punto de vista técnico, la volatilidad no es más que la variabilidad de los precios. Y los mayores días de rentabilidad en bolsa suelen estar pegados a los días de mayor caída. Quedarse fuera por miedo puede significar perder lo mejor del año. Los números son claros: perderse los 10 mejores días del mercado puede reducir a la mitad la rentabilidad de una década. Y una curiosidad, esos días suelen aparecer justo cuando más dudas hay.

Rentabilidad anualizada S&P 500 TR (Dic-1994 - abril 2025)



Fuente: Carlos Arenas Laorga

Hay una lección que muchos inversores han interiorizado tras años de experiencia (y alguna que otra cicatriz): estar invertido, aunque suene aburrido, suele ser más rentable que intentar adivinar el momento perfecto. El *market timing* —esa estrategia de saltar dentro y fuera del mercado— es una ilusión peligrosa.

Incluso tras los episodios de máxima tensión — desde el Brexit hasta la pandemia de 2020 — el mercado ha mostrado una capacidad asombrosa para recuperar. Y no solo eso: quienes compraron en los peores momentos muchas veces obtuvieron los mejores resultados. Comprar cuando nadie quiere comprar (pero cuando todo está barato) ha sido, históricamente, una de las decisiones más rentables que se pueden tomar.

Un detalle que conviene recordar: las pérdidas no se recuperan de forma lineal. Si un fondo cae un 20%, necesita subir un 25% para volver al mismo nivel. Si cae un 50%, la subida necesaria es del 100%. Este pequeño truco aritmético explica por qué los fondos que menos caen tienen una gran ventaja. Pero también por qué es tan importante no salir corriendo en mitad de una caída. Salirte con un -19% y no volver puede fijar una pérdida innecesaria... y definitiva.

En lugar de temer la volatilidad, conviene aceptarla como parte natural del viaje. La clave está en la estrategia:

- **Mantenerse invertido**, sin perseguir titulares ni moverse al compás del miedo.
- **Aprovechar las caídas** para aumentar posiciones en activos sólidos (siempre dentro del perfil de riesgo).
- **Diversificar**, para no depender del comportamiento de un solo activo o sector.
- **Pensar a largo plazo**, porque el corto siempre estará lleno de ruido.

Este año nos recuerda que los mercados suben y bajan, y lo seguirán haciendo. Pero quien se mantiene en el vagón, pese a los vaivenes, acaba disfrutando del viaje. Lo dijo Peter Lynch, uno de los gestores más exitosos de todos los tiempos: *“En el largo plazo, el mayor riesgo no es la volatilidad, sino estar fuera del mercado”*.

Así que sí: llevamos un año con sustos, pero si abrimos un poco el zoom, lo que se ve es una década de oportunidades. Y eso, se mire por donde se mire, es una buena noticia.

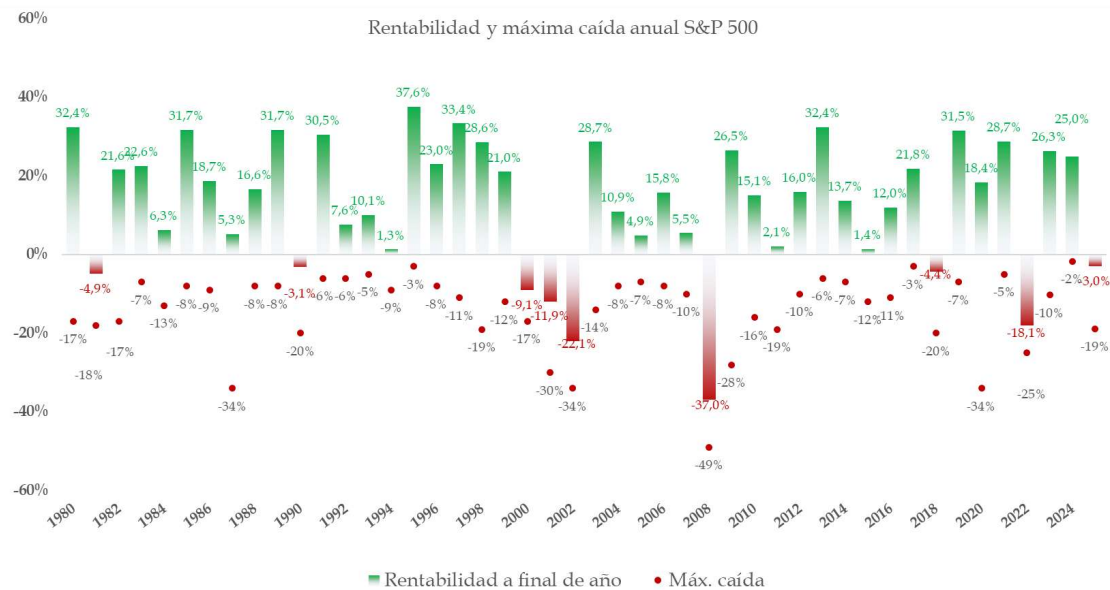
86. Perspectivas macroeconómicas

Si los mercados financieros fueran una serie, este próximo trimestre seguro que estaría cargado de tensión, giros inesperados y, quién sabe, tal vez un final feliz.

En los últimos meses hemos vivido un episodio de alta **volatilidad**: tensiones **geopolíticas**, incertidumbre **arancelaria** y un **VIX** que se ha comportado como un electrocardiograma loco. Pero **la volatilidad no es el enemigo**. Es, más bien, el telón de fondo sobre el que se tejen algunas de las mejores oportunidades de inversión.

Los grandes movimientos en los índices no son sinónimo de peligro, sino de reajuste de expectativas. Lo vimos en agosto, en abril y lo seguiremos viendo: caídas abruptas seguidas de recuperaciones rápidas y generalizadas. Y como bien sabemos, tras las mayores caídas de volatilidad, la rentabilidad media del S&P 500 a un año vista ha sido positiva el 100% de las veces. Esto es lo que ha sucedido en el pasado, que no quiere decir que suceda en el futuro, pero nos sirve para orientarnos. Y, cuidado, esto es solo uno de los escenarios. Pero el mercado no necesita certeza para avanzar; le basta con reducir la niebla. Y, siendo positivos, eso es lo que parece estar ocurriendo.

Solo recordar que en marzo y abril hemos visto caídas de más del 10% y al S&P terminar plano. Aquellos que incrementaron posiciones, ya llevan una rentabilidad más que buena. De hecho, con caídas del 19% este año, el S&P 500 lleva apenas un -3%. Nada mal.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

Por el lado **monetario**, la **inflación** está cediendo terreno. En EE. UU. y Europa, las métricas de precios están más cerca de los objetivos de los bancos centrales. De hecho, se espera que la Fed empiece a recortar tipos de interés ya en verano. El impacto es directo: mayor atractivo de los activos de largo plazo, impulso a compañías *growth* y alivio para los países con deuda denominada en dólares. Por cierto, no solemos dar visión de **divisa**, pero dadas las incertidumbres sobre el crecimiento americano y las más que posibles bajadas de tipos den verano, tampoco vemos una vuelta de esta divisa, sino incluso mayor depreciación. Por tanto, cuidado con el efecto divisa en las inversiones, sobre todo en las de renta fija.

En paralelo, si las **tensiones arancelarias comienzan a resolverse** — algo cada vez más plausible — el mercado podría vivir un auténtico rally. Y no sería un rally ciego, sino respaldado por unos fundamentales que empiezan a dar buenas noticias: la temporada de resultados ha sido mejor de lo esperado, especialmente en sectores tecnológicos y defensivos.

A esto se suma que muchos gobiernos están empezando a abandonar la **ortodoxia fiscal**. **Alemania**, por ejemplo, ya plantea estímulos e inversión en defensa e infraestructuras. Y **China**, pese a sus sombras inmobiliarias, también

parece dispuesta a reactivar su economía con medidas de apoyo. Si a todo esto le añadimos una **posible tregua** (aunque sea temporal) en el conflicto de Ucrania o en Oriente Medio, el cóctel sería potentísimo.

Como decimos en Estrategias de Inversión, **estar siempre invertido** es la mejor vacuna contra las decisiones impulsivas. Los días de mayores subidas suelen venir justo después de los de mayores caídas. Por tanto, el *market timing* en fondos no solo es ineficiente, sino que puede costarte caro.

09-may.-25	YTD	5 días	1 mes	3 meses	6 meses	1 año	3 años	5 años	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Oro	27,42	3,4	6,7	18,2	21,6	42,9	20,1	45,6	-12,1	8,1	12,7	-0,9	18,4	24,6	-4,3	0,4	14,6	25,5
IBEX 35	18,77	2,0	4,3	10,9	19,3	28,7	20,4	17,9	-4,3	1,7	10,5	-12,2	15,7	-13,2	10,3	-2,7	27,0	19,0
DAX	18,03	4,5	6,0	8,1	21,4	30,2	18,4	16,6	9,6	6,9	12,5	-18,3	25,3	3,5	15,8	-12,3	20,3	18,8
Hang Seng HSI GR HKD	15,29	3,5	-0,7	13,9	10,5	34,4	7,0	2,2	-3,9	4,3	41,3	-10,5	13,0	-0,3	-11,8	-12,5	-10,5	22,9
EURO STOXX 50 NR EUR	9,93	3,4	2,2	1,7	11,1	10,6	14,7	15,4	6,4	3,7	9,2	-12,0	28,2	-3,2	23,3	-9,5	22,2	11,0
FTSE 100 TR GBP	6,29	0,8	0,2	0,1	7,1	8,9	8,2	11,7	-1,3	19,1	11,9	-8,7	17,3	-11,3	18,4	4,7	7,9	9,7
USTREAS T-Bill Cnst Mat Rate 10 Yr	4,75	-1,2	-0,3	3,4	3,2	8,4	0,2	-3,4	1,1	0,1	2,8	0,3	9,2	10,4	-4,1	-16,4	3,8	-1,6
Consumo Básico	3,80	-0,4	-0,3	2,0	3,5	11,1	5,5	10,8	6,0	6,3	11,8	-7,7	26,1	10,9	17,5	-1,7	2,4	13,3
Bitcoin	4,26	3,2	19,6	-3,5	31,7	60,8	33,3	-	14,7	1,9	55,1	-6,6	0,4	1,3	13,2	-66,0	156,2	122,4
EM Bonds (USD)	1,91	0,1	-0,1	0,6	1,3	8,5	4,7	2,7	0,4	9,4	10,0	-5,7	15,6	5,5	2,4	18,0	10,6	6,1
High Yield Bonds	1,83	0,4	0,8	0,4	1,9	9,3	6,0	5,3	-5,5	13,9	6,1	-1,9	14,2	4,1	4,1	-11,4	12,4	7,7
US Cash	1,48	0,1	0,5	1,1	2,2	4,8	4,3	2,5	-0,1	0,1	0,2	1,7	7,1	0,4	-0,1	1,4	5,0	5,2
Investment Grade Bonds	1,39	-0,5	-1,1	0,9	-0,3	6,5	2,3	-0,3	-1,1	6,0	7,2	-3,8	17,1	11,1	-1,6	-18,0	9,3	1,0
Long Duration Treasuries	0,89	-1,8	-3,7	0,4	-2,5	3,0	-6,7	-3,9	-1,5	1,4	6,9	-2,1	14,9	17,0	-4,8	-31,4	3,0	-7,8
US REITs	1,02	0,5	-1,6	-0,6	-3,8	16,2	-1,0	7,2	2,4	8,5	4,9	-5,9	28,9	-4,7	40,4	-26,2	11,8	4,9
Salud	-1,41	-2,6	-6,9	-7,4	-9,0	-3,7	1,8	5,9	5,9	-6,2	20,3	2,9	23,4	12,5	19,5	-4,7	3,5	0,6
S&P 500 Equal Weight	-1,03	2,1	-0,4	-4,4	-5,0	8,6	7,1	14,2	-2,6	14,3	18,5	-7,8	28,9	12,7	29,4	-11,6	13,7	12,8
Commodities	-1,03	2,0	-6,1	-3,4	-2,6	4,8	5,3	16,5	-27,4	18,5	5,1	-12,0	12,2	-8,1	41,4	19,7	-6,2	2,0
S&P 500 TR USD	-3,34	1,0	1,0	-6,0	-4,6	13,6	12,7	15,9	1,4	12,0	21,8	-4,4	31,5	18,4	28,7	-18,1	26,3	25,0
NASDAQ 100 TR USD	-4,30	1,4	4,1	-6,4	-4,6	15,5	16,8	18,2	9,8	7,3	33,0	0,0	39,5	48,9	27,5	-32,4	55,1	23,9
Tecnología	-5,80	1,8	3,4	-4,6	-5,8	13,4	18,4	19,0	4,4	13,7	40,8	-5,1	47,6	43,8	29,4	-29,8	52,8	25,0
Nikkei 225 TR JPY	-5,14	2,9	5,3	-4,4	-3,8	-0,4	13,9	15,3	11,0	2,4	21,3	-10,3	20,7	18,3	6,7	-7,3	31,0	21,3
US Dollar	8,18	-0,63	-4,41	5,08	-4,68	-6,11	-1,09	0,12	9,3	3,6	-9,9	4,4	0,2	-6,7	6,7	7,9	-2,1	7,1
Russell 2000 TR USD	9,89	2,4	0,7	-11,2	-14,5	9,8	4,3	10,5	-4,4	21,3	14,6	-11,0	25,5	20,0	14,8	-39,4	16,9	11,5
Consumo Discrecional	-10,22	2,6	3,3	-13,6	-5,9	12,5	8,5	14,9	6,4	6,6	22,8	-2,3	27,6	48,2	24,9	-35,2	40,4	24,4
S&P 500 TR EUR	-11,18	1,1	-3,2	-13,2	-8,5	7,9	10,3	15,3	12,9	15,3	7,0	0,4	33,9	8,6	38,5	-12,7	22,0	33,4
NASDAQ 100 TR EUR	-12,06	1,5	-0,2	-13,7	-8,4	9,8	14,3	17,6	22,3	10,5	16,8	5,1	42,0	36,6	37,2	-28,0	49,9	34,3
7 Magníficas	-12,08	1,0	4,3	-14,0	-6,4	25,5	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	64,6
Petróleo Brent	-	-	-	-	-	-	-	-	-35,0	52,4	17,7	-19,5	22,7	-21,5	50,2	10,5	-10,3	-4,2
EUR/USD (+ EUR se aprecia)	9,40%	-0,9%	4,4%	8,1%	7,3%	3,2%	5,1%	3,3%	-22,6%	0,0%	2,0%	5,0%	-0,07	3,0%	4,0%	-0,13	3,0%	0,1%

Fuente: Carlos Arenas Laorga

Lo segundo, **diversificar**. Porque no se trata de adivinar qué activo subirá más, sino de construir una cartera que esté bien posicionada para capturar oportunidades y amortiguar sustos.

Y lo tercero, tener una estrategia. Las **carteras mixtas (60/40)** siguen siendo una opción sólida. La renta fija empieza a recuperar su papel como activo refugio, especialmente con duraciones más largas que puedan beneficiarse de las futuras bajadas de tipos. En renta variable, la clave está en seleccionar bien: compañías con beneficios crecientes, visibilidad de márgenes y capacidad de adaptación.

Si se van despejando las dudas sobre los aranceles, si los bancos centrales confirman sus planes y si el ruido geopolítico se reduce, podríamos estar ante un entorno excepcional. Tal vez no estemos del todo en ese punto. Pero cada vez hay

más pistas que apuntan a que lo peor podría haber quedado atrás. Para el inversor que combine paciencia, diversificación y método, este trimestre puede ser una oportunidad.

Soy bastante reacio a las predicciones, porque no es la labor de un economista. Nadie conoce el futuro. Pero soy positivo con este trimestre. Quizá lo más **inquietante sea el crecimiento americano**, pero los **buenos resultados empresariales y las posibles bajadas de tipos** pueden augurar mejores escenarios futuros. Cuidado, los resultados son buenos, pero tienen poco o nada en cuenta el efecto aranceles y no pocas compañías han presentado *profit warning*. Datos, no especulaciones. Con la enorme cantidad de datos que siguen sin conocerse, poco más podemos decir, salvo que mantenemos el optimismo. Porque, a largo plazo, es fácil serlo. Siendo de utilidad unas perspectivas a 3 meses, lo mejor es moverse a 3 años y mayores plazos. Recordando las perspectivas de las grandes gestoras a comienzos del 2020, o incluso de este año, se me dilata la convicción en que la bola de cristal no existe. Hace falta una buena estrategia de largo plazo con posiciones estratégicas y analizar el corto plazo para posibles posiciones tácticas, como aprovechar la volatilidad y las caídas de estos meses.

87.Radiografía de los mercados en 2025

En un año que parecía encaminado hacia la calma según las previsiones de las principales gestoras a comienzos de año, los mercados (con Trump a la cabeza) nos han regalado una mezcla bastante interesante de sorpresas, confirmaciones y, cómo no, decepciones. Desde el brillo del oro hasta el derrape del Nasdaq, pasando por una llamativa debilidad del dólar y un renacimiento parcial de los emergentes, el 2025 está mostrando que la diversificación no es una recomendación de cortesía, sino una necesidad.

09-may.-25	Rentabilidad (%)															
	2025	1 mes	6 meses	1 año	3 años (anualz)	5 años (anualz)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Oro	27,42	6,7	21,6	42,9	20,1	14,2	-12,1	8,1	12,7	-0,9	18,4	24,6	-4,3	0,4	14,6	25,5
RV EAFE	13,64	5,3	10,1	14,4	10,8	11,7	-0,9	1,0	24,9	-13,8	21,9	7,9	11,2	-14,3	18,1	3,4
Bitcoin	8,01	23,9	45,5	66,5	36,9	-	35,0	125,0	1331,0	-73,0	95,0	301,0	66,0	-66,0	156,2	122,4
RV emergente	6,92	2,9	3,2	11,8	4,4	6,2	-15,4	10,5	36,4	-15,0	17,7	17,6	-3,7	-20,5	8,9	6,9
Bonos index a inflación	3,39	-0,8	2,2	6,8	0,4	1,4	-1,6	4,6	2,9	-1,4	8,3	10,9	5,5	-12,1	3,7	1,9
Bonos EE.UU.	2,18	-0,6	1,6	6,7	1,7	-0,8	0,4	2,6	3,6	0,0	8,7	7,7	-1,7	-43,1	5,7	1,3
Bonos emergentes (\$)	1,91	-0,1	1,6	8,5	4,7	2,7	0,4	9,4	10,0	-5,7	15,6	5,5	2,4	-18,0	10,6	6,1
Bonos Convertibles	1,89	3,2	3,9	14,2	5,6	10,5	-0,6	10,5	16,2	-2,3	22,5	53,4	1,3	-20,6	14,3	10,1
Bonos High Yield	1,83	0,8	2,5	9,3	6,0	5,3	-5,5	13,9	6,1	-1,9	14,2	4,1	4,1	-11,4	12,4	7,7
US Cash	1,48	0,5	2,3	4,8	4,3	2,5	-0,1	2,1	1,2	0,0	2,1	0,4	-0,1	1,4	5,0	5,2
Bonos IG	1,39	-1,1	0,4	6,5	2,3	-0,3	-1,1	6,0	7,2	-3,8	17,1	11,1	-1,6	-18,0	9,3	1,0
US REITs	1,02	-1,6	-3,4	16,2	1,0	7,2	-2,4	8,5	4,9	-5,9	28,9	-4,7	40,4	-26,2	11,8	4,9
Bonos EE.UU. L/P	0,89	3,7	-3,5	3,0	-6,7	-9,8	-1,6	1,4	8,9	-2,1	14,9	17,9	-4,8	-31,4	3,0	-7,8
US Value	0,42	-1,6	-0,5	9,7	7,9	13,1	-3,9	17,1	13,5	-8,4	26,3	2,7	24,9	-7,7	11,3	14,2
Commodities	-1,03	-6,1	-0,6	-4,8	-5,3	16,5	-27,4	18,5	5,1	-12,0	12,2	-8,1	41,4	-19,7	-6,2	2,0
Preferentes	-2,07	-0,4	-4,4	3,9	2,5	3,1	4,6	1,5	8,5	-4,8	15,6	7,9	7,1	-18,4	9,3	7,9
US Large Caps	-3,37	1,0	-0,2	13,5	12,6	15,8	1,3	11,8	21,7	-4,4	31,3	18,4	28,6	-18,1	26,1	24,9
US Nasdaq 100	-4,36	4,1	1,1	15,3	16,6	18,0	9,5	7,0	32,7	-0,1	39,1	48,6	27,2	-32,5	54,8	25,6
US Mid caps	-5,19	1,0	-4,2	4,2	7,0	13,7	-2,4	20,3	15,9	-11,3	25,9	13,5	24,5	-13,2	16,1	13,6
US Growth	-6,50	3,9	0,4	16,3	16,1	17,4	5,5	6,9	30,0	-1,7	36,1	38,2	27,4	-29,3	42,5	33,1
US Small Caps	-8,89	0,7	-7,3	3,7	4,2	10,4	-4,3	21,4	14,7	-11,0	25,4	19,9	14,6	-20,5	16,8	11,4
Mayor rentabilidad	GLD	BTC	BTC	BTC	BTC	QQQ	BTC	BTC	BTC	BIL	BTC	BTC	BTC	DBC	BTC	BTC
Menor rentabilidad	IWM	DBC	IWM	DBC	TLT	TLT	DBC	BIL	BIL	BTC	BIL	DBC	TLT	BTC	DBC	TLT
% de activos en positivo	67%	57%	62%	95%	86%	85%	38%	100%	100%	5%	100%	90%	67%	14%	95%	95%

Fuente: Carlos Arenas Laorga

Si hubiese que coronar un activo ganador este 2025, el oro se lo lleva de calle. Con una revalorización del **+27,4% en lo que va de año**, no solo ha batido a los activos tradicionales, sino también a alternativas más volátiles como el Bitcoin (+4,3%) o la renta variable global. El oro sigue siendo un activo muy rentable por los tipos reales cercanos a cero o negativos en muchas economías. Con los tipos de los bancos centrales a la baja y la inflación rondando el objetivo -pero por encima- el oro continúa su senda alcista. También se ve aupado por la debilidad del dólar, que empuja la demanda de oro, por la incertidumbre geopolítica (el factor más a tener en cuenta) y la elevada demanda de bancos centrales como China, India, Turquía, o Rusia. Si pensabas que ya estaba caro, te recuerdo que el oro no se valora por flujos de caja futuros, sino por confianza.

No hay mercado sin narrativa, y en los últimos años, la narrativa estrella ha sido la de las *Big Tech*. Sin embargo, 2025 está rompiendo el idilio: el **Nasdaq 100 cede un 4,4% YTD**, y el selecto grupo de “los 7 magníficos” cae un **12%** en el año. A eso hay que sumar las caídas en las acciones growth y la tecnología. Hemos visto refugio en el oro, en las acciones no estadounidenses, en bonos y rotación hacia sectores más defensivos, como salud y consumo básico, que aunque no brillan, tampoco sangran. Por supuesto, las excesivas valoraciones tras años de subidas hacían que muchas empresas tenían múltiplos tan estirados que cualquier decepción pasa factura. Ahora vemos compañías de la misma calidad, a mejores precios por este de-rating (buenos beneficios y caídas en el precio, que hace que el PER sea más atractivo).

Además, con un dólar más débil y una economía global menos sincronizada, las tecnológicas estadounidenses ya no tienen el viento de cola de otros tiempos. Pero siguen siendo el motor de crecimiento secular, por otro lado.

Si un dato macro está marcando la pauta este 2025, es la debilidad del dólar. Con una caída del **-8,1% frente al euro**, el billete verde está perdiendo su tradicional rol de activo refugio. Y esto tiene múltiples implicaciones, como el repunte de activos **denominados en dólares**, como los emergentes o el propio oro. También ayuda a países con **deuda en dólares**, ya que ahora les cuesta menos devolverla. Y resta atractivo a bonos y acciones estadounidenses para inversores extranjeros.

Y ojo, porque esta tendencia puede continuar si finalmente se confirman los recortes de tipos en EE.UU. para verano.

09-may.-25	YTD	5 días	1 mes	3 meses	6 meses	1 año	3 años	5 años	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Oro	27,42	3,4	6,7	18,2	21,6	42,9	20,1	45,6	-12,1	8,1	12,7	-0,9	18,4	24,6	-4,3	0,4	14,6	25,5
IBEX 35	18,77	2,0	4,3	10,9	19,3	28,7	20,4	17,9	-4,3	1,7	10,5	-12,2	15,7	-13,2	10,3	-2,7	27,0	19,0
DAX	18,03	4,5	6,0	8,1	21,4	30,2	18,4	16,6	9,6	6,9	12,5	-18,3	25,5	3,5	15,8	-12,3	20,3	18,8
Hang Seng HSI GR HKD	15,29	3,5	-0,7	13,9	10,5	34,4	7,0	2,2	-3,9	4,3	41,3	-10,5	13,0	-0,3	-11,8	-12,5	-10,5	22,9
EURO STOXX 50 NR EUR	9,93	3,4	2,2	1,7	11,1	10,6	14,7	15,4	6,4	3,7	9,2	-12,0	28,2	-3,2	23,3	-9,5	22,2	11,0
Bitcoin	8,01	6,9	23,9	-2,1	36,4	66,5	36,9	-	14,7	1,9	55,1	-0,6	0,4	1,3	13,3	-66,0	156,2	122,4
FTSE 100 TR GBP	6,29	0,8	0,2	0,1	7,1	8,9	8,2	11,7	-1,3	19,1	11,9	-8,7	17,3	-11,5	18,4	4,7	7,9	9,7
USTREAS T-Bill Crst Mat Rate 10 Yr	4,75	-1,2	-0,3	3,4	3,2	8,4	0,2	-3,4	1,1	0,1	2,8	0,3	9,2	10,4	-4,1	-16,4	3,8	-1,6
Consumo Básico	3,80	-0,4	-0,3	2,0	3,5	11,1	5,5	10,8	6,0	6,3	11,8	-7,7	26,1	10,9	17,5	-1,7	2,4	13,3
EM Bonds (USD)	1,91	0,1	-0,1	0,6	1,3	8,5	4,7	2,7	0,4	9,4	10,0	-5,7	15,6	-5,5	-2,4	-18,0	10,6	6,1
High Yield Bonds	1,83	0,4	0,8	0,4	1,9	9,3	6,0	5,3	-5,5	13,9	6,1	-1,9	14,2	4,1	4,1	-11,4	12,4	7,7
US Cash	1,48	0,1	0,5	1,1	2,2	4,8	4,3	2,5	-0,1	0,1	0,7	1,7	2,1	0,4	-0,1	1,4	5,0	5,2
Investment Grade Bonds	1,39	-0,5	-1,1	0,9	-0,3	6,5	2,3	-0,7	-1,1	6,0	7,2	-3,8	17,1	11,1	-1,6	-18,0	9,3	1,0
US REITs	1,02	0,5	-1,6	-0,6	-3,5	16,2	-1,0	7,2	2,4	8,5	4,9	-5,9	28,9	-4,7	40,4	-26,2	11,8	4,9
Long Duration Treasuries	0,89	-1,8	-3,7	0,4	-2,6	3,0	-6,7	-3,8	-1,6	1,4	8,9	-2,1	14,9	17,9	-4,8	-31,4	3,0	-7,8
S&P 500 Equal Weight	-1,03	2,1	-0,4	-4,4	-5,0	8,6	7,1	14,2	-2,6	14,3	18,5	-7,8	28,9	12,7	29,4	-11,6	13,7	12,8
Commodities	-1,03	2,0	-6,1	-3,4	-2,6	-4,8	-5,3	16,5	-27,4	18,5	5,1	-12,0	12,2	-8,1	41,4	19,7	-6,2	2,0
Salud	-1,41	-2,6	-6,9	-7,3	-9,0	-3,7	1,8	5,9	5,9	-6,2	20,3	2,9	23,4	12,5	19,5	-4,7	3,5	0,6
S&P 500 TR USD	-3,34	1,0	1,0	-6,0	-4,6	13,6	12,7	15,9	1,4	12,0	21,8	-4,4	31,5	18,4	28,7	-18,1	26,3	25,0
NASDAQ 100 TR USD	-4,30	1,4	4,1	-6,4	-4,6	15,5	16,8	18,2	9,8	7,3	33,0	0,0	39,5	48,9	27,5	-32,4	55,1	25,9
Nikkei 225 TR JPY	-5,14	2,9	5,3	-4,4	-3,8	-0,4	13,9	15,3	11,0	2,4	21,3	-10,3	20,7	18,3	6,7	-7,3	31,0	21,3
Tecnología	-5,80	1,8	5,4	-4,6	-5,8	13,4	16,4	19,0	4,4	13,7	40,8	-5,1	47,6	43,8	29,4	-29,8	52,8	25,0
US Dollar	-8,18	-0,63	-4,41	-8,08	-4,68	-6,11	-1,09	0,12	9,3	3,6	-9,9	4,4	0,2	-6,7	6,7	7,9	-2,1	7,1
Russell 2000 TR USD	-8,89	2,4	0,7	-11,2	-14,5	3,8	4,3	10,5	-4,4	21,3	14,6	-11,0	25,5	20,0	14,8	-20,4	16,9	11,5
Consumo Discrecional	-10,22	2,6	3,3	-13,6	-5,9	12,5	8,5	14,9	6,4	6,6	22,8	-2,3	27,6	48,2	24,9	-35,2	40,4	24,4
S&P 500 TR EUR	-11,18	1,1	-3,2	-13,2	-8,5	7,9	10,3	15,3	12,9	15,3	7,0	0,4	33,9	8,6	38,5	-12,7	22,0	33,4
NASDAQ 100 TR EUR	-12,06	1,5	-0,2	-13,7	-8,4	9,8	14,3	17,6	22,3	10,5	16,8	5,1	42,0	36,6	37,2	-28,0	49,9	34,3
7 Magníficas	-12,08	1,0	4,3	-14,0	-6,4	25,5	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	64,6
Petróleo Brent	-13,45	2,86	-12,67	-16,44	-13,66	-26,72	-16,26	20,28	-35,0	52,4	17,7	-19,5	22,7	-21,5	50,2	10,5	-10,3	-4,2
EUR/USD (+ EUR se aprecia)	9,40%	-0,9%	4,4%	8,1%	7,3%	3,2%	5,1%	3,3%	-22,8%	0,0%	2,0%	5,0%	-0,07	3,0%	4,0%	-0,13	3,0%	0,1%

Fuente: Carlos Arenas Laorga

Por otro lado, después de varios años complicados, 2025 está siendo un año de relativa tregua para la renta fija. La rentabilidad de los bonos indexados a inflación y del mercado agregado de EE.UU. supera el **+2%**, y los bonos de alta calidad también ofrecen retornos positivos moderados. No obstante, la sorpresa la dan los **bonos ligados a la inflación** (+3,4%) y los **convertibles** (+1,9%), que combinan protección frente al alza de precios y exposición parcial a renta variable. En un entorno de moderación inflacionaria y expectativa de recortes de tipos, los inversores vuelven a mirar a la renta fija como lo que siempre fue: una fuente estable de ingresos y protección.

La renta variable emergente, con un **+6,9% YTD**, está mostrando señales de recuperación. La estabilización del yuan, la mejora relativa en algunas materias primas y el fin de las políticas restrictivas en varios países han dado algo de aire a estos mercados. Eso sí, sigue habiendo divergencias: Asia va mejor que Latinoamérica, donde la volatilidad política no da tregua. Y en bonos, la recuperación es tímida, pero consistente.

Pero, aunque a mejorados mucho desde hace un mes, no todo es alegría: la tabla de rentabilidades nos recuerda que, además del Nasdaq y del dólar, otros activos se están dejando lo suyo, como las pequeñas compañías, o commodities.

Este año 2025 nos está dejando varias lecciones interesantes que quiero remarcar (seguro que hay otras, pero me quedaría con tres):

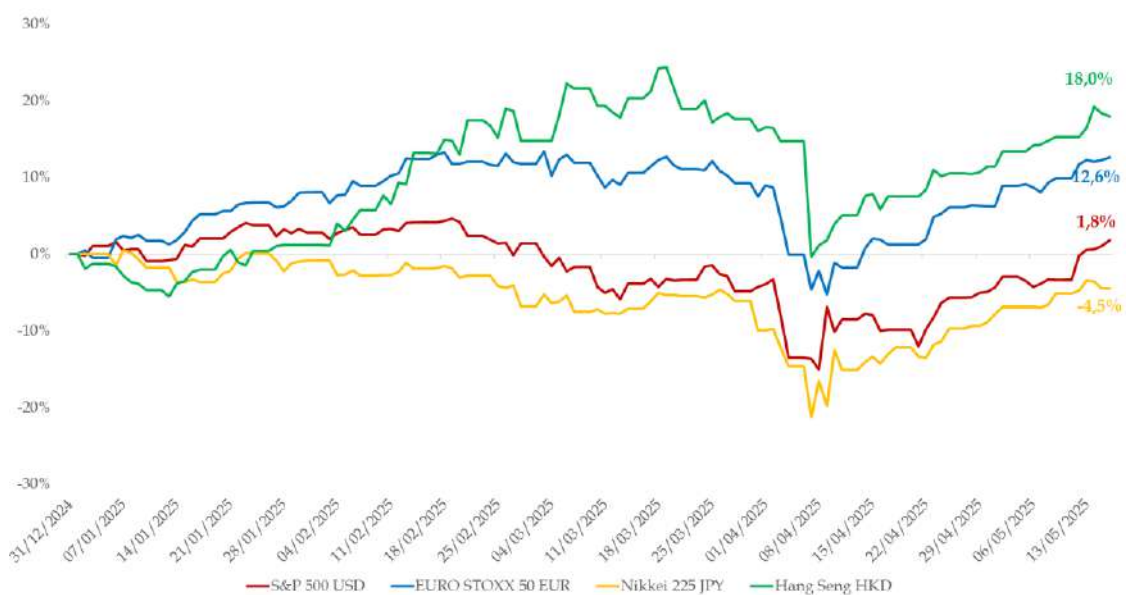
1. **La diversificación.** Quien solo apostó por tecnológicas o small caps está sufriendo. Quien repartió entre oro, renta fija y emergentes, navega con viento favorable.
2. **El dólar.** Su debilidad está reorganizando flujos de capital y favoreciendo a activos alternativos.
3. **Los tipos importan, pero también el punto de partida.** Ahora que se esperan recortes, el mercado premia a los que sufrieron antes, como los bonos o los activos reales.

Nadie sabe cómo acabará 2025, pero la foto actual ya nos enseña mucho. El oro brilla, el dólar duda, y las tecnológicas cuestionan su liderazgo. A los inversores, solo nos queda hacer lo de siempre: observar, ajustar y no enamorarnos del activo de moda. Porque los mercados no siempre repiten los mismos patrones, pero sí las mismas lecciones. Es decir, alejarse del ruido a corto plazo y mirar más allá. Hace un mes vimos estos índices un 10% más abajo, ¿quién nos iba a decir que se iba a recuperar tan rápido? No sabemos el futuro. Haz una estrategia a largo plazo y aprovecha la volatilidad.

88.¿Cómo está el patio en los mercados?

Los convulsos mercados de este año nos hacen crecer en incertidumbre cada día. Hay motivos para el optimismo, pero también hay señales que nos invitan a no confiar demasiado en que todo marcha sobre ruedas.

Vamos a analizar el contexto actual con los datos más recientes en la mano — como los resultados empresariales del primer trimestre — y los elementos de fondo que están moviendo los tableros de renta variable, tipos de interés, expectativas macro y resultados.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

En Estados Unidos, el 88% del S&P 500 ya ha presentado resultados del primer trimestre de 2025. El balance es positivo, aunque con matices. El 77% de las compañías ha batido las estimaciones de beneficio por acción y su crecimiento interanual es del 12%. El 51% supera las estimaciones de ventas y el crecimiento de sus ingresos es del +4% interanual. No está nada mal, pero 3 de los 11 principales sectores han tenido un crecimiento negativo de las ventas.

El músculo corporativo aguanta bien el tipo, pero con una dispersión sectorial marcada. Y cuidado: estas buenas cifras se han dado en un entorno de crecimiento moderado. La pregunta es si pueden repetirse cuando el viento ya no sople a favor. Es decir, cuando se tenga en cuenta el impacto de los aranceles.

De hecho, algunas compañías ya empiezan con profit warnings y habrá que mirar más las guías que los propios resultados, porque es lo que realmente nos va a dar el pulso.

Por otro lado, Jerome Powell ya deslizó que ha llegado el momento de bajadas de tipos, aunque sin comprometer fechas. El consenso espera la primera bajada en verano. Esto es especialmente relevante para las compañías *growth*, cuyo valor depende de beneficios futuros. En un entorno de tipos más bajos, los flujos de caja futuros se descuentan a un tipo menor, lo que dispara su valor actual. Y claro, sectores como tecnología o consumo cíclico se frotan las manos.

Pero ojo: el mercado ya ha descontado gran parte de estas bajadas. Si luego no se producen (o se retrasan), podemos ver correcciones severas en algunos valores.

Las tensiones comerciales se han apaciguado más de lo previsto por el mercado, y considero que es parte importante de la recuperación. Especialmente el rally de los últimos días puede deberse en buena medida a las negociaciones entre China y Estados Unidos. Recordamos que las bajadas son del 145% al 30% en el caso de EE.UU. hacia China y del 125% al 10% en el caso de China hacia EE.UU. La India también ha puesto sobre la mesa un acuerdo de aranceles cero. Y el viaje de Trump por Oriente está cosechando resultados que parecen positivos.

Pero no todo son luces de colores. El tipo arancelario efectivo medio sigue siendo más elevado que el de antes del mal llamado día de la liberación. El sentimiento de los consumidores es el más bajo desde hace tres años y ciertos indicadores de ventas no son especialmente positivos.

Ante esto no hay que hacer nada nuevo. Lo primero: mantener la cabeza fría. Lo segundo: diversificar. No solo entre sectores, sino entre regiones, estilos (*growth* y *value*), y tipos de activos. Lo tercero: planificar a largo plazo. Como siempre decimos, estar invertido es mejor que acertar el momento.

¿Lloverá más? No lo sabemos. Pero lo que sí sabemos es que, con una buena gestión de riesgos, diversificación y perspectiva a largo plazo, se puede disfrutar del paseo... incluso si hay lluvia.

89.El efecto del tipo de cambio en tus inversiones

Pongamos que has buscado un buen fondo, diversificado, con buenos gestores, historial sólido, y decides invertir en él. Unos meses después, miras el gráfico y el fondo sube. Pero cuando miras tu cuenta, la alegría no es tanta: apenas has ganado, o incluso estás en negativo.

Esto es lo que les está pasando a muchos inversores con la enorme caída del dólar. Muy probablemente **estás viendo el efecto silencioso del tipo de cambio**. Porque cuando inviertes en una divisa distinta (vamos a suponer que invertimos en euros normalmente y quizá podamos suscribir cada tanto un fondo en dólares), no solo inviertes en un activo, sino en una moneda. Y a veces esa moneda juega en tu contra.

Cuando eres un inversor europeo y compras activos denominados en dólares (por ejemplo, un fondo que invierte en EE.UU.), hay dos componentes que afectan a tu rentabilidad: la evolución del activo en sí (si el fondo sube o baja) y la evolución del dólar frente al euro (el tipo de cambio). Esto es lo que se conoce como riesgo de divisa, y es una parte clave —pero a menudo olvidada— de cualquier inversión internacional. Seguramente sepas lo que es, pero igual no cómo funciona, porque resulta contraintuitivo.

Lo primero, aunque esto seguro que lo sabes, el **riesgo de divisa** que aparece en todos los folletos de los fondos es el **impacto que tiene la variación del tipo de cambio sobre la inversión** cuando compras un activo en una moneda diferente a la tuya (insisto, vamos a suponer que son euros).

Por ejemplo, tienes 10.000 € e inviertes en un fondo estadounidense denominado en dólares. El tipo de cambio en el momento de invertir es: 1 € = 1,00 \$. Es decir, cambias 10 mil euros por 10 mil dólares. Si el fondo sube un +10% en dólares. Ahora tienes 11.000 \$.

Imaginemos que el dólar se aprecia (el euro se deprecia). El nuevo cambio podría ser 1 € = 0,90 \$. Tus 11.000 \$ entonces realmente serán 12.222 €. Has ganado un +22% Un 10% del fondo + un 12% gracias al dólar.

Pero, como está sucediendo, el dólar se puede depreciar... Ahora el cambio podría ser, por ejemplo, 1 € = 1,10 \$. Tus 11.000 \$, por tanto, serían 10.000 €. El fondo se ha apreciado, pero no hemos ganado nada... Y el dólar puede seguir cayendo. Imagina un nuevo cambio de 1 € = 1,20 \$. Entonces, los 11.000 \$ serían ahora 9.166 €. Aunque el fondo ha subido un +10%, tú has perdido más de un 8% en euros.

Otro caso habitual es que **el fondo esté en euros, pero el subyacente sean dólares**. Este es un caso muy típico de un inversor cualquiera de por aquí. De hecho, es el caso en el que más preguntas me hacen.

La solución es sencilla **si el fondo es con cobertura de divisa (*hedged*)**. Lo que gane o pierda será por la evolución del activo, no por el cambio euro/dólar. A cambio, pago una tasa de cobertura. Pero es una opción que no suelo recomendar salvo para fondos de renta fija en determinadas circunstancias. Pero, **si no hay cobertura de divisa... entonces es exactamente igual que el caso que hemos visto. El tipo de cambio afecta exactamente igual, simplemente que lo vemos directamente en euros.**

Tú puedes pensar que estás asumiendo solo el riesgo del fondo, pero también estás expuesto al riesgo de la moneda. Y las monedas pueden moverse mucho, como sucede ahora con el dólar. La volatilidad es mayor.

Mi consejo es que mires bien la divisa si vas a suscribir un fondo de renta fija. Si es un fondo de renta variable a largo plazo, el efecto divisa suele diluirse con el tiempo. Pero si hablamos de un fondo de renta fija que te está dando un 3%, igual estás perdiendo un 7% por el tipo de cambio. Tienes que preguntarte siempre si quieres estar cubierto.

Te voy a decir un **truco** que igual te sirve para entender este embrollo. En primer lugar, que quede claro que si tienes un fondo en dólares (o en euros, pero que invierta en compañías denominadas en dólar), **¡te interesa que el euro baje!** Porque **si el euro vale menos, cada dólar que tienes se convierte en más euros. Por ejemplo, el tipo de cambio pasa de 1,05 euros por dólar a 1,12. Es decir, te van a dar más euros.** Aunque sea contraintuitivo, que el euro se deprecie, te

viene bien. Imagina que compras un fondo en base dólar (casi cualquier fondo de renta variable americana o global). Al final, cuando lo reembolsas, tienes 1.000 dólares.

Tipo de cambio	¿Cuántos euros recibes?	¿Ganas o pierdes?
1 € = 1,10 \$	$1.000 \div 1,10 = 909 \text{ €}$	Pierdes (se aprecia el euro, deprecia el dólar)
1 € = 1,20 \$	$1.000 \div 1,20 = 833 \text{ €}$	Pierdes más (se aprecia el euro más)
1 € = 0,90 \$	$1.000 \div 0,90 = 1.111 \text{ €}$	Ganas (se aprecia el dólar, deprecia el euro)
1 € = 0,80 \$	$1.000 \div 0,80 = 1.250 \text{ €}$	Ganas más (se aprecia el dólar más)

Si el euro baja (se deprecia), tus dólares valen más en euros, ganas.

Si el euro sube (se aprecia), tus dólares valen menos en euros, pierdes.

Por eso ahora, como el euro sube con respecto al dólar, en esos fondos cuya base son dólares, puedes ganar menos o incluso perder, aunque el fondo suba en dólares.

15/05/2025	YTD	5 días	1 mes	3 meses	6 meses	1 año	3 años	5 años
Oro	22,30	-4,8	2,4	13,5	16,7	36,6	18,4	33,4
IBEX 35	22,07	3,3	7,2	14,0	23,1	31,7	21,3	18,5
DAX	19,02	1,5	6,9	9,0	23,0	30,7	18,6	16,7
Hang Seng HSI GR HKD	18,42	3,1	2,0	17,0	22,3	37,2	7,9	2,7
EURO STOXX 50 NR EUR	12,30	2,7	4,4	3,9	13,9	12,7	15,4	15,8
FTSE 100 TR GBP	7,54	1,5	1,4	1,3	9,1	10,0	8,6	11,9
Bitcoin	6,81	2,45	22,54	-3,18	14,66	63,36	36,17	-
Consumo Básico	4,49	0,2	0,4	2,6	3,3	11,6	5,7	10,9
USTREAS T-Bill Cnst Mat Rate 10 Yr	4,23	-0,5	-0,8	2,9	3,5	7,7	0,0	-3,5
High Yield Bonds	2,43	0,6	1,4	1,0	2,5	9,8	6,1	5,5
EM Bonds (USD)	2,42	0,5	0,4	1,1	2,1	8,9	4,9	2,8
S&P 500® Equal Weight	2,23	3,3	2,9	-1,2	-1,4	11,9	8,3	14,9
NASDAQ 100 TR USD	1,82	6,4	10,8	-0,4	2,5	22,4	19,1	19,6
US Cash	1,52	0,1	0,5	1,2	2,1	4,8	4,3	2,5
Investment Grade Bonds	1,45	0,1	-1,0	0,9	0,9	6,4	2,3	-0,3
S&P 500 TR USD	1,09	4,5	5,6	-1,6	0,1	18,4	14,3	16,9
US REITs	1,08	0,7	-1,5	-0,6	-2,9	16,0	-1,0	7,2
Tecnología	0,71	7,1	12,7	2,0	2,3	20,7	18,9	20,5
Long Duration Treasuries	-0,19	-0,9	-4,7	-0,6	-2,7	1,9	-7,0	-10,0
Commodities	-0,47	1,6	-5,6	-2,9	1,9	-4,2	-5,1	16,6
Salud	-2,68	-2,0	-8,1	-8,5	-7,3	-4,8	1,4	5,6
7 Magníficas	-4,18	9,5	13,7	-6,3	2,1	35,9		
Consumo Discrecional	-4,26	7,2	10,2	-7,9	-0,8	19,5	10,8	16,3
Nikkei 225 TR JPY	-4,50	2,2	6,0	-3,7	-1,0	0,2	14,1	15,4
Russell 2000 TR USD	-5,63	3,4	4,2	-8,0	-9,7	7,3	5,5	11,2
NASDAQ 100 TR EUR	-3,76	7,2	6,9	-7,5	-3,1	17,2	16,9	19,1
S&P 500 TR EUR	-6,43	5,4	2,0	-8,6	-5,3	13,3	12,1	16,4
US Dollar	-6,90	0,36	-3,08	-6,80	-5,32	-4,75	-0,63	0,40
Petroleo Brent	-12,61	2,69	-11,82	-15,63	-10,11	-25,67	-15,92	20,44
EUR/USD (+ EUR se aprecia)	8,30%	-1,0%	0,3%	7,3%	8,2%	3,0%	3,0%	3,4%

90.No entres ahora en el mercado... dijo el cuñado

Seguramente ya has escuchado a ese cuñado financiero que, cerveza en mano y con tono de suficiencia, sentencia: “Ahora ya es tarde para entrar, el mercado ha subido mucho”. Lo curioso es que, probablemente, es el mismo que en febrero presumía de haber vendido a tiempo justo al comienzo de la caída... que ya se ha recuperado. El clásico. Siempre acierta, aunque nunca gane dinero.

Pero vamos al lío. Porque, como casi siempre, el dato mata al relato. Y los datos nos dicen que muchas veces, cuando el mercado ha subido mucho... aún puede subir más. De hecho, lo ha hecho siempre que ha habido una subida atómica como la vivida estos días.

15 mayores rallies del S&P 500 en 27 días (1950-2025)						S&P 500 TR							
Rango	Inicio	Fin	S&P Inicio	S&P Fin	Rtb 27 días	Rtb 3 meses	Rtb 6 meses	Rtb 1 año	Rtb 2 años	Rtb 3 años	Rtb 4 años	Rtb 5 años	
1	23/03/2020	30/04/2020	2.237	2.912	30,2%	12%	13%	46%	46%	50%	84%	96%	
2	9/03/2009	16/04/2009	677	865	27,9%	9%	27%	41%	59%	68%	98%	139%	
3	20/03/2020	29/04/2020	2.305	2.940	27,5%	11%	14%	46%	45%	49%	85%	94%	
4	06/03/2009	15/04/2009	683	852	24,7%	10%	30%	45%	61%	71%	98%	140%	
5	05/03/2009	14/04/2009	683	842	23,3%	8%	31%	47%	63%	73%	106%	142%	
6	03/03/2009	09/04/2009	696	857	23,0%	4%	26%	42%	62%	72%	99%	143%	
7	12/08/1982	21/09/1982	102	125	21,9%	12%	24%	41%	46%	67%	121%	205%	
8	10/03/2009	17/04/2009	720	870	20,8%	9%	26%	40%	58%	70%	94%	138%	
9	03/10/1974	11/11/1974	62	75	20,7%	6%	23%	25%	44%	45%	51%	71%	
10	04/03/2009	13/04/2009	713	859	20,5%	6%	26%	42%	59%	70%	101%	135%	
11	09/08/1982	16/09/1982	103	124	20,1%	11%	24%	41%	50%	69%	123%	212%	
12	20/11/2008	31/12/2008	752	903	20,0%	-11%	3%	26%	45%	49%	72%	128%	
13	18/03/2020	27/04/2020	2.398	2.878	20,0%	13%	19%	48%	50%	51%	89%	98%	
14	06/08/1982	15/09/1982	104	124	19,8%	10%	25%	39%	49%	69%	122%	214%	
15	08/04/2025	16/05/2025	4.983	5.958	19,6%								
Media de los otros 14 rallies						8%	22%	41%	53%	62%	96%	140%	

Fuente: Carlos Arenas Laorga

Empecemos por el cuento de nunca entrar. No compres ahora, que ya ha subido, dicen. Lo mismo que en marzo de 2024... Pero el mercado no funciona como un ascensor que, al llegar al último piso, se para. Siento el tono del artículo, pero reconozco que me he tensado un poco. Nadie está a salvo de ser un cuñado cada tanto... Pero se han juntado varias cosas. Por un lado los que llamaban hace poco más de un mes diciendo que querían vender todo, diciendo ahora que es tarde para entrar en el mercado. A estos se lo paso porque no se dedican a este sector. Pero luego vienen otros. Los de no entres ya que esto ha subido mucho. Ya, revisa la tabla que he puesto arriba. A 6 meses de una subida espectacular, el 100% de

las veces tienes rentabilidades positivas. El 100%, cuñado. Y la media a un año es de más del 40%... Estos cuñados ya me han molestado un poco más y a ellos les dedico esta tabla. Pero es que se ha juntado con un tercer cuñadismo. He visto a algún profesionales del sector hablando de su exitosa estrategia de haber reducido o dejado a cero la renta variable (quizá en casos de conservadores tenga sentido, ahí no me meto) a comienzos de las caídas. Me parece fenomenal. No entro. Pero lo que no debe hacer uno nunca es jactarse. Siento repetirme, pero esto como el golf. Haces una salida magnífica y cuando estás viendo el berdie, das un filazo de segundo golpe con un wedge que te pone en tu sitio y te deja con un doble bogie en el cuerpo. No ser pretencioso no es solo una virtud, sino una necesidad en este sector.

Pero seguimos con el cuñado de las subidas. El argumento más sofisticado de los cuñados agoreros es: todo esto ya está en precio. Claro. Pero también se decía eso en febrero de 2024... y mira dónde llegamos y dónde estamos en mayo de 2025. El mercado no es omnisciente, solo es optimista a ratos.

Después de una fuerte caída de volatilidad, como la que vimos en agosto pasado, el comportamiento del mercado suele ser muy positivo. De hecho, en el 100% de las veces, un año después de una caída significativa del VIX, el S&P 500 ha cerrado en positivo, con una media del +14,3%. Lo mismo ha sucedido con la última caída de volatilidad estos días atrás. Puede no cumplirse esta vez, claro. Pero si tienes que apostar, mejor hacerlo con las probabilidades a tu favor.

Volatility Index (\$VIX): mayores caídas en 9 días (%) 1990-2024					S&P 500 TR							
Ranking	Comienzo	Comienzo VIX	Fin VIX	% Cambio	1-mes	3-meses	6-meses	1-año	2-años	3-años	4-años	5-años
1	16/08/2024	38,57	14,8	-61,6%								
2	08/07/2016	25,76	13,2	-48,8%	3%	2%	8%	16%	37%	50%	62%	127%
3	16/02/2018	37,32	19,46	-47,9%	0%	0%	5%	4%	29%	52%	72%	60%
4	28/10/2014	26,25	14,39	-45,2%	5%	2%	6%	7%	12%	38%	49%	71%
5	22/02/2018	33,46	18,72	-44,1%	-4%	2%	7%	5%	30%	52%	68%	60%
6	23/02/2018	29,06	16,49	-43,3%	-3%	0%	5%	4%	26%	51%	68%	58%
7	08/01/2019	36,07	20,47	-43,2%	5%	12%	17%	29%	49%	92%	62%	102%
8	11/07/2016	23,85	13,54	-43,2%	2%	1%	7%	17%	36%	48%	60%	125%
9	09/02/2021	37,21	21,63	-41,9%	1%	7%	14%	19%	9%	34%		
10	11/01/2013	22,72	13,36	-41,2%	3%	6%	16%	28%	42%	36%	68%	111%
11	17/11/2016	22,51	13,35	-40,7%	4%	9%	11%	20%	26%	51%	77%	136%
12	29/10/2014	25,2	15,15	-39,9%	5%	1%	7%	7%	12%	39%	50%	72%
13	12/10/2015	26,83	16,17	-39,7%	3%	-4%	3%	8%	32%	48%	61%	94%
14	22/07/2015	19,97	12,12	-39,3%	-4%	-3%	-11%	5%	22%	43%	55%	72%
15	25/01/1991	36,2	22,2	-38,7%	8%	14%	15%	28%	39%	54%	58%	114%
16	10/11/2020	40,28	24,8	-38,4%	4%	11%	17%	33%	15%	34%		
17	26/02/2018	25,61	15,8	-38,3%	-6%	-2%	4%	2%	21%	46%	69%	56%
18	29/03/2011	29,4	18,16	-38,2%	3%	-1%	-10%	9%	24%	51%	72%	74%
19	09/10/2015	27,63	17,08	-38,2%	4%	-4%	2%	10%	32%	45%	61%	91%
20	14/10/2011	45,45	28,24	-37,9%	2%	6%	15%	21%	49%	68%	85%	95%
Media (Top 20)					1,9%	3,1%	7,3%	14,3%	28,6%	49,1%	64,5%	89,3%
Media (los demás periodos)					0,9%	2,8%	5,7%	11,9%	24,8%	39,7%	56,2%	73,8%

Fuente: Carlos Arenas Laorga

Aquí entra en juego uno de los errores más frecuentes: confundir rentabilidad con recorrido. Recuérdaselo al cuñado. Que algo haya subido un 15% no significa que no pueda subir otro 15%. Si no, que se lo digan a Nvidia o a Meta en 2023. Lo que importa no es lo que ha subido, sino por qué ha subido... y si ese por qué sigue siendo válido.

¿Y si volvemos a caer? Pues bienvenido al club de los que invierten con cabeza. Nadie —nadie— sabe qué hará el mercado mañana. Pero lo que sí sabemos es que las carteras bien diversificadas y con horizonte de largo plazo se benefician, a la larga, de estar siempre invertidas. No hace falta adivinar el próximo movimiento; basta con no salir corriendo. Si hemos aprovechado estos días para incrementar posición en vez de salir corriendo, ya llevaremos una buena rentabilidad, y solo hemos vuelto a los niveles previos.

La historia está llena de *rallies* que fueron solo el principio. Y sí, también de correcciones que sorprendieron a todos. Pero si cada vez que el mercado sube te preguntas si es tarde para entrar, probablemente nunca entres. Y si nunca entras, nunca creces.

91. ¿Quién se recupera y quién sigue en el banquillo?

Estamos a mitad de mayo y ya podemos sacar una primera radiografía de cómo se están comportando los mercados en 2025. Tras un 2024 en el que muchas clases de activos tuvieron una buena rentabilidad (aunque más de una cartera quedase tocada por los bonos), casi a mitad de este año muchos activos están dejando varias sorpresas. Algunos activos han iniciado el año con fuerza. Otros, en cambio, han bailado mucho.

La tabla que ponemos a continuación nos permite distinguir de un vistazo el comportamiento en lo que va de 2025 y en diversos periodos. Y como verás, hay de todo: activos brillando como si nada hubiera pasado, y otros con mucho vaivén.

15-may.-25	2025	1 mes	6 meses	1 año	3 años (anualz)	5 años (anualz)
Oro	22,30	2,4	16,7	36,6	18,4	13,3
RV EAFE	15,14	6,7	11,6	15,6	11,2	11,9
RV emergente	10,37	6,3	6,6	15,0	5,4	6,8
Bitcoin	6,81	22,54	43,91	63,36	36,17	76,2
Bonos Convertibles	3,77	5,1	5,9	16,0	6,2	10,9
Bonos index a inflación	3,07	-1,1	1,9	6,4	0,3	1,4
US Value	2,71	0,6	1,8	11,9	8,6	13,5
Bonos High Yield	2,43	1,4	3,1	9,8	6,1	5,5
Bonos emergentes (\$)	2,42	0,4	2,1	8,9	4,9	2,8
Bonos EE.UU.	1,96	-0,8	1,3	6,4	1,6	-0,9
US Nasdaq 100	1,74	10,7	7,6	22,1	18,9	19,4
US Cash	1,52	0,5	2,3	4,8	4,3	2,5
Bonos IG	1,45	-1,0	0,4	6,4	2,3	-0,3
US REITs	1,08	-1,5	-3,3	16,0	-1,0	7,2
US Large Caps	1,06	5,6	4,4	18,2	14,2	16,8
Bonos EE.UU. L/P	-0,19	-4,7	-4,6	1,9	-7,0	-10,0
US Growth	-0,44	10,6	6,9	23,3	18,4	18,8
Commodities	-0,47	-5,6	0,0	-4,2	-5,1	16,6
Preferentes	-1,25	0,4	-3,6	4,7	2,8	3,3
US Mid caps	-1,65	4,8	-0,6	7,9	8,3	14,5
US Small Caps	-5,63	4,3	-4,0	7,2	5,3	11,1

Fuente: Carlos Arenas Laorga

Si hablamos de ganadores en 2025, el **oro** se lleva la medalla de oro (valga la redundancia). Con un impresionante **+22,3%**, el metal precioso no solo confirma su papel como refugio en tiempos de incertidumbre, sino que lo hace con fuerza. En el último mes todavía suma un **+2,4%**, demostrando que su tendencia sigue viva. Aunque en la última semana ha corregido algo, sigue siendo líder indiscutible. Y eso que lleva dos años más que buenos.

Pero si hablamos de recuperación explosiva, el **Bitcoin** se lleva la palma. En lo que va de año sube un **+6,8%**, lo que ya sería interesante. Pero lo llamativo está en su rally reciente: **+22,5% solo en el último mes** y un asombroso **+43,9% en 6 meses**. Ha pasado de la sala de urgencias al podio sin escala.

Los mercados desarrollados fuera de EE. UU. (**RV EAFE**) también están teniendo un muy buen inicio de año: **+15,1% YTD**. En el último mes suman un nada despreciable **+6,7%**, confirmando una reactivación de regiones que llevaban tiempo a la sombra de Wall Street.

Por su parte, la **renta variable emergente** se apunta al rebote con un **+10,4% en 2025** y **+6,3% en el último mes**, beneficiándose de un entorno de tipos algo más relajado y del optimismo renovado sobre el crecimiento en Asia y América Latina. Los últimos acontecimientos arancelarios y la debilidad del dólar también han sido factores relevantes que no podemos dejar de mencionar.

Aunque no han sido protagonistas de grandes titulares, los bonos están haciendo su trabajo: **recuperarse sin hacer ruido**. La mayoría de bonos soberanos tradicionales (EE. UU., IG, largo plazo) avanzan poco, aunque en positivo.

Pero cuando llegamos a lo que muchos queréis, empiezan las dudas. El **Nasdaq**, tras subidas espectaculares en 2023 y 2024, apenas suma un **+1,7% YTD**, aunque en el último mes se anota un buen **+10,7%**. Algo parecido, lógicamente, ocurre con el estilo **Growth** estadounidense, que lleva un modesto **-0,4% en el año**, pero también rebota un **+10,6% en abril-mayo**. No sé si será todo un respiro por la pausa arancelaria, pero es un recordatorio de no caer en pánico. No nos cansaremos de decirlo. De hecho, algunos gestores se jactaban de haber reducido

a mínimos la exposición con las primeras caídas. Pues bien, en los mercados nadie sabe lo que pasará mañana, así que es mejor no cantar victorias por adelantado. Y quizá mañana caiga mucho otra vez y sea un acierto haber reducido mucho, no digo que no. Pero cuidado. esto es como el golf, el deporte de la humildad. Después de una gran salida, estás visualizando el birdie y das un filazo. Hasta que no acabe el recorrido, mejor no hablar muy alto.

Lo preocupante, quizá, es lo que está pasando con las **Small Caps** y **Mid Caps** estadounidenses. En 2025 caen un **-5,6%** y un **-1,7%**, respectivamente. No solo no recuperan del todo, sino que siguen en negativo a pesar del buen tono general del mercado. Esto puede deberse a una menor visibilidad de beneficios en un entorno aún incierto. Como sabéis, la inversión de CAPEX se ha reducido mucho porque nadie sabe cómo saldrá Trump al día siguiente.

Lo que llevamos de 2025 demuestra que **la recuperación no es homogénea**. Algunos activos —como el oro, el Bitcoin o la renta variable internacional— han iniciado con fuerza. Otros —como las small caps o los bonos a largo plazo— siguen rezagados. Y algunos, como el growth americano, están dando señales mixtas: puede ser el inicio de una nueva subida... o solo un rebote técnico.

Lo importante, como siempre, no es intentar adivinar el próximo ganador, sino construir una cartera que combine cierto sesgo defensivo con potencial. Y, como repetimos en muchos artículos, a veces las mejores oportunidades surgen precisamente en los activos más castigados.

92.Volatilidad 2.0. No es un enemigo, es un regalo envuelto en miedo

Hace unos días escribíamos que *“la volatilidad no es el enemigo”*. Pero parece que tocamos un nervio: muchos inversores todavía asocian volatilidad con pérdidas inevitables. Pero, como bien sabe quien haya leído el artículo anterior, no hay relación directa entre volatilidad y rentabilidad negativa. Es más, hay pruebas de que, con estrategia y cabeza, la volatilidad puede convertirse en una aliada formidable.

Volatility Index (\$VIX): mayores caídas en 6 semanas (%) 1990-2025					S&P 500 TR					
	Fecha fin	Comienzo VIX	Fin VIX	% Cambio	6 meses	1 año	2 años	3 años	4 años	5 años
1	16/05/2025	45,31	17,24	-62,0%						
2	08/05/2020	65,54	27,98	-57,3%	21%	47%	45%	48%	86%	110%
3	05/08/2016	25,76	11,39	-55,8%	6%	16%	35%	43%	62%	121%
4	01/02/2019	30,11	16,14	-46,4%	9%	22%	43%	73%	61%	97%
5	20/11/1998	41,78	22,47	-46,2%	15%	24%	20%	2%	-18%	-3%
6	02/01/2009	72,67	39,19	-46,1%	-3%	23%	41%	44%	64%	120%
7	16/10/2015	27,8	15,05	-45,9%	4%	7%	31%	45%	59%	89%
8	16/12/2016	22,51	12	-46,7%	9%	21%	20%	49%	75%	129%
9	08/02/2019	28,34	15,72	-44,5%	9%	25%	49%	75%	64%	99%
10	01/05/2020	66,04	37,19	-43,7%	17%	50%	51%	55%	92%	111%
11	08/02/2013	22,72	13,02	-42,7%	13%	21%	41%	32%	65%	102%
12	25/03/2016	25,4	14,74	-42,0%	8%	18%	32%	46%	23%	112%
13	08/12/2023	21,27	12,35	-41,9%	17%	34%				
14	01/12/2023	21,71	12,63	-41,8%	16%	33%				
15	18/06/2010	40,95	23,95	-41,5%	12%	16%	25%	55%	89%	108%
16	04/05/2018	24,87	14,77	-40,6%	3%	13%	11%	66%	67%	71%
17	09/04/2021	27,95	16,69	-40,3%	7%	10%	3%	32%	31%	
18	06/01/2021	34,47	20,46	-40,6%	12%	17%	50%	72%	71%	95%
19	18/03/2016	23,38	14,02	-40,0%	2%	19%	40%	46%	43%	112%
20	28/09/2007	29,99	18	-40,0%	-13%	-19%	-28%	-20%	-19%	7%
Media (Top 20 caídas en 6 semanas)					8,5%	20,8%	29,9%	44,8%	54,0%	92,5%
Media (los demás periodos)					5,7%	12,0%	25,2%	39,2%	56,0%	74,0%
Diferencia					2,8%	8,8%	4,7%	5,6%	-2,0%	18,5%

Fuente: Carlos Arenas Laorga

No hay más que ver la tabla con la que acompaño este artículo. Muestra cómo se comporta el mercado —en concreto, el S&P 500— después de las mayores caídas de volatilidad desde 1990. ¿El resultado? Rentabilidades medias superiores al 20% en los 12 meses siguientes. Además, salvo en el caso del 2007, en todas las ocasiones, el balance al cabo de un año fue positivo con resultados de dos dígitos (salvo 2015).

La volatilidad, medida por el índice VIX, decíamos que es como un detector de pánico. Por eso, cuando sube mucho, la oportunidad de compra es clara, aunque dé miedo. Y cuando cae de forma abrupta, —y esto es clave— es otra oportunidad de oro porque el VIX ha caído y el potencial de subida del mercado (según previsiones de los inversores) se multiplica. Es como si las rebajas de enero llegaran con un cartel que dijera: “solo para valientes”.

Y la historia es tozuda: en cada uno de los episodios analizados, desde la crisis financiera de 2008 hasta el desplome del COVID de 2020, quienes entraron en el mercado justo cuando el miedo estaba en su punto álgido, recogieron después rentabilidades más que envidiables.

Esto tiene una explicación, claro. El mercado, como una montaña rusa, se mueve por emociones en el corto plazo, pero se ajusta por fundamentales en el largo. La volatilidad no es más que el reflejo de la confusión momentánea. Cuando esa confusión pasa —y siempre pasa— el mercado retoma su tendencia.

Además, como ya sabemos, los grandes días de rentabilidad suelen estar pegados a los de mayores caídas. Lo explicamos en el artículo anterior y lo repetimos porque no sobra: quedarse fuera por miedo implica perder los mejores momentos del mercado. A menudo, el mejor día del año llega justo después del peor.

Cuando ves rebajas, sueles comprar, sabiendo que es buena oportunidad. En el mercado sucede igual. La diferencia es que cuando el precio baja, en vez de correr a comprar, muchos salen huyendo. Pero quien tiene la sangre fría para comprar ese descuento bursátil a mitad de precio, suele salir ganando.

Lo decía Peter Lynch y lo recordamos en el artículo anterior: *“el mayor riesgo no es la volatilidad, sino estar fuera del mercado”*. Puede que ya haya pasado el susto de este año. Puede que no. Pero lo que está claro es que habrá más sustos. Y si el patrón se repite —como ha hecho durante más de 30 años— esos sustos traerán consigo nuevas oportunidades. De esas que solo se ven cuando se mira con perspectiva, no con pánico.

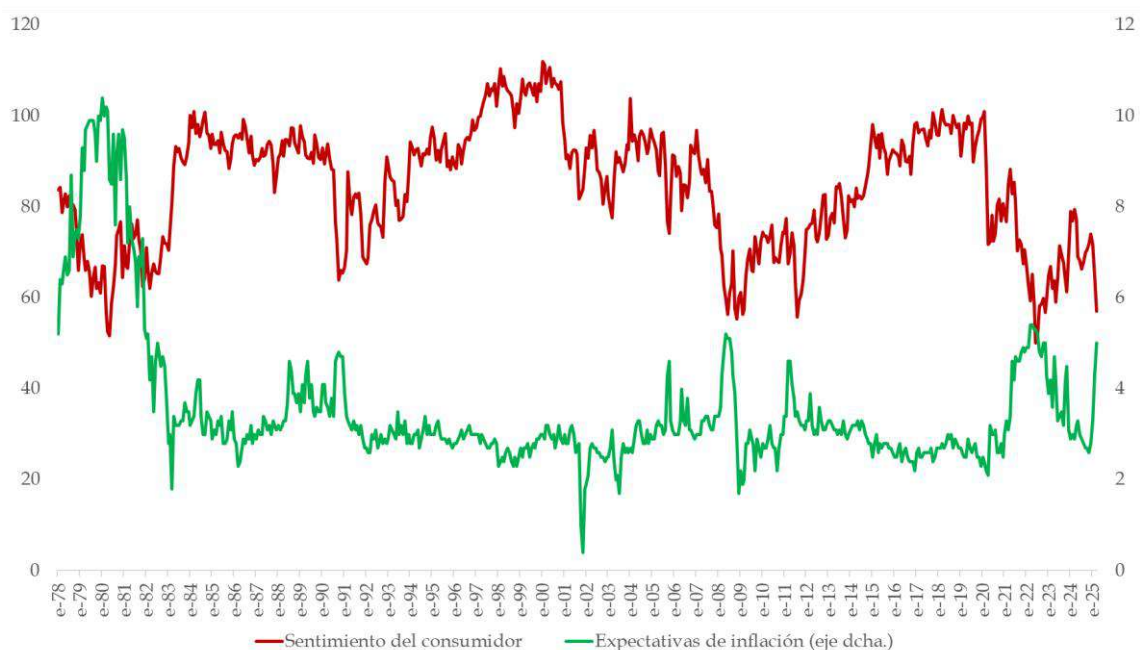
Así que no huyas del ruido. Estudia el mercado, entiende tu perfil, define tu estrategia... y, sobre todo, no te bajes de la montaña rusa en mitad del trayecto. Porque si algo nos enseña la historia, es que después de la volatilidad... viene la rentabilidad.

93. La confianza del consumidor se desploma

En los análisis económicos es frecuente buscar correlaciones que ayuden a anticipar movimientos del mercado o cambios en el ciclo. Yo mismo soy muy fan de la búsqueda de datos. Sin embargo, hay relaciones que, lejos de moverse en paralelo, han mantenido de forma persistente una correlación negativa, lo cual a veces es más interesante que encontrar una correlación positiva. En este caso se trata de la confianza del consumidor americano y las expectativas de inflación de esta economía. Esta descorrelación no es coyuntural, ni producto de un shock reciente, es estructural.

La clave de esta descorrelación reside en la propia naturaleza de los indicadores. Los datos como el *unemployment rate*, el *headline inflation* o el *GDP growth* se derivan de registros contables, datos, cuantitativo, y metodologías estandarizadas. Son métricas objetivas de la evolución económica.

En cambio, tanto el índice de confianza del consumidor como las expectativas de inflación se basan en encuestas de percepción: expectativas futuras, sensación de estabilidad laboral, valoración del entorno económico... Es decir, mide cómo se siente la población, no cómo están realmente las variables.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

Esta diferencia de planos —objetivo contra subjetivo— genera inevitablemente resultados curiosos. El consumidor puede estar plenamente empleado y, sin embargo, sentirse inseguro. Puede haber crecimiento económico, pero si los precios suben más rápido que los salarios, la sensación dominante será de pérdida. El entorno puede ser favorable desde un punto de vista macro, pero si hay incertidumbre política, conflictos internacionales o alta volatilidad en los mercados, la confianza se resiente. Que es exactamente lo que está sucediendo, con el añadido de que en la parte macro no están las cosas muy claras.

Históricamente, la relación entre confianza y variables como desempleo o inflación ha sido inversa. Cuando el desempleo sube, la confianza cae. Lógico. Pero no siempre sucede así. De hecho, la correlación inversa no es perfecta, aunque en la gráfica lo parezca. Es de -0,49 si no he calculado mal el coeficiente de correlación. Incluso, a veces el desempleo baja mucho y los mercados se calientan, pero la confianza no sube, y en ocasiones incluso cae. Cada cual podrá analizar los motivos por los que sucede esto. Yo doy los míos.

1. **Memoria:** la confianza responde más a los sustos recientes que a las mejoras progresivas pero lentas. Es lo que se llama efecto memoria en finanzas conductuales. Tras una crisis (como la de 2008 o la del COVID), la percepción tarda en recuperarse.
2. **Presión inflacionaria:** si el desempleo cae, puede aumentar la presión sobre los precios. Y aunque eso no sea un síntoma de decrecimiento, el ciudadano lo percibe como pérdida de poder adquisitivo.
3. **Crisis de expectativas:** cuando los datos son buenos, pero el entorno mediático o político es negativo (riesgos geopolíticos, elecciones polarizadas, aumento de aranceles, guerras comerciales), la confianza cae por la expectativa de que va a terminar mal.
4. **Desfase temporal:** los indicadores económicos agregados reflejan mejoras acumuladas. La percepción, en cambio, reacciona con más rapidez a los cambios

inmediatos (precio de la gasolina, factura de la luz, encarecimiento de la cesta de la compra). Es muy parecido al efecto memoria.

En términos estadísticos, una correlación de $-0,49$ es relevante. Pero lo importante es que esta correlación no es una anomalía reciente, sino que se ha mantenido con relativa estabilidad en distintos periodos. Desde el punto de vista del análisis de ciclo, esto me sugiere cierta cautela: no se puede usar la confianza del consumidor como un simple espejo de los datos macro, ni tampoco al revés. Son herramientas complementarias, no equivalentes. Pero desde luego, me genera, por lo menos, dudas.

Para el inversor, esta descorrelación representa una fuente de oportunidades... y de trampas. Cuando los indicadores objetivos mejoran, pero la confianza sigue deprimida, puede tratarse de un retraso en la percepción que, tarde o temprano, se corregirá. Estos momentos suelen coincidir con puntos de entrada atractivos, especialmente en sectores ligados al consumo.

Por el contrario, una confianza excesivamente alta en contextos de deterioro objetivo puede anticipar correcciones futuras. En este sentido, la confianza funciona más como un *contrarian indicator* que como un validador de ciclo.

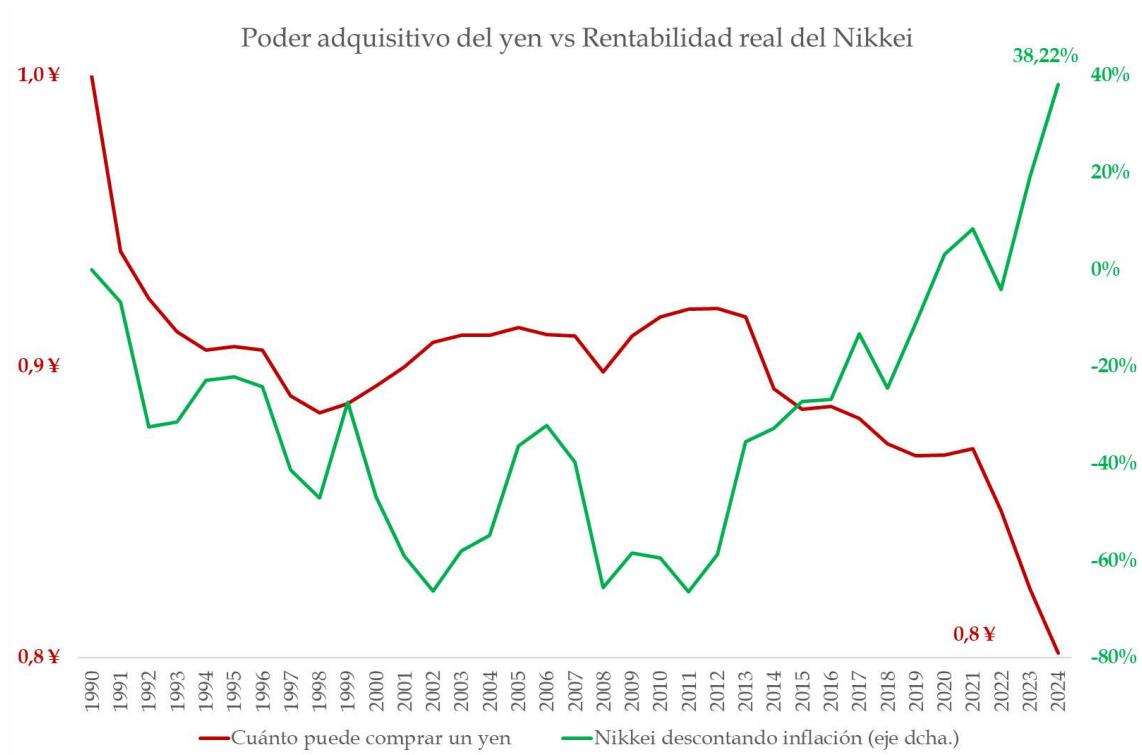
La descorrelación entre la confianza del consumidor y los indicadores económicos no es un problema a resolver, sino un fenómeno a entender. Refleja las limitaciones del dato puro frente a la complejidad de la percepción humana. La economía no se mueve necesariamente con números, es una ciencia de la acción humana. Influyen igual o más las expectativas. Los datos subjetivos pueden ser más importantes que los objetivos.

94. Cuando todo baja... menos la inversión

Tu abuelo japonés, allá por diciembre de 1989, decidió no gastar su bonus de invierno. En lugar de invertirlo, lo metió en una caja de té. Aquel era el pico del mercado bursátil japonés y el Nikkei acababa de alcanzar los 38.915 puntos, en plena burbuja económica. Aun con todo, mejor invertir...

Hoy, 35 años después, si destapamos esa caja, el valor real de esos yenes es... menor (luego lo vemos en la gráfica). Y eso que Japón ha sido, durante décadas, un país sin inflación. O mejor dicho: con deflación. Ese fue el clima que marcó la economía nipona tras el estallido de su burbuja a comienzos de los 90. El Nikkei se desplomó un 80% desde su máximo histórico, el mercado inmobiliario colapsó, los bancos se ahogaron en deudas, y el crecimiento se estancó durante lo que hoy se conoce como la “Década Perdida”... que en realidad fueron casi tres. Por cierto, en buena parte culpa de las políticas de keynesianas, pero eso es otra película.

Aun con todo en contra, la inversión da sus frutos hasta en Japón. El Nikkei tardó más de 30 años en superar su nivel de 1989, pero lo hizo. Y quienes invirtieron periódicamente, quienes diversificaron, quienes reinvirtieron dividendos y no trataron de pillar el suelo, lograron algo que el yen -ni siquiera el yen- en una caja no puede ofrecer: crecimiento real.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

En la gráfica (muy similar a la del dólar vs S&P 500), se puede observar con claridad que el poder adquisitivo del yen, medido en términos de consumo, se mantuvo estable o incluso aumentó en ciertos periodos por la deflación... pero eso no significa que aumentara tu patrimonio. Aumentó tu capacidad adquisitiva. El dinero bajo el colchón no rinde. La inversión, sí.

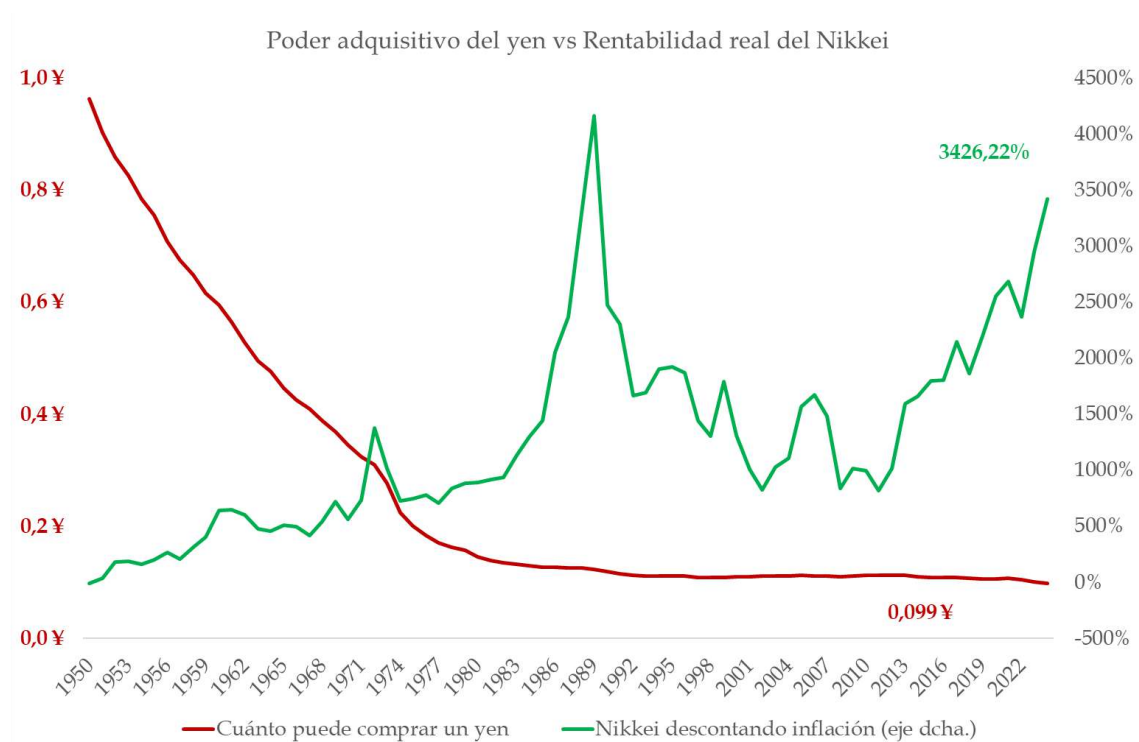
El secreto, una vez más, es el interés compuesto. También en yenes. También en un entorno hostil. Porque invertir no es confiar en que el mercado suba mañana. Es saber que, a largo plazo, las empresas (y los países) encuentran caminos para adaptarse, innovar y crecer.

Incluso con tipos de interés cero (o negativos), incluso con una población envejecida, incluso con años de crecimiento plano, las compañías japonesas siguieron produciendo, exportando y generando beneficios. Especialmente aquellas con vocación global, tecnológicas o industriales, muchas de las cuales fueron recompradas a precios de saldo por inversores con visión de largo plazo.

En 2024 el Nikkei ha superado por fin los 40.000 puntos. El Banco de Japón ha abandonado su política de tipos negativos. La inflación se ha acercado al 2%, y

parece que la deflación empieza a disiparse. Y los inversores extranjeros han vuelto los ojos al archipiélago. No solo por nostalgia del sushi, sino porque el mercado japonés, tras décadas de ajuste, vuelve a tener valor.

La moraleja es clara: incluso en el peor de los escenarios económicos —una burbuja histórica seguida de deflación persistente y estancamiento estructural—, la inversión disciplinada, diversificada y a largo plazo sigue siendo la mejor estrategia. Y si lo vemos a más largo plazo, la visión ya es tremenda. El yen ha perdido casi más que el dólar... y la rentabilidad descontando inflación es de 3.465,2%. Sí, en muchos años. Pero que esto funcione hasta en Japón es que me parece tremendo...



Fuente: Carlos Arenas Laorga

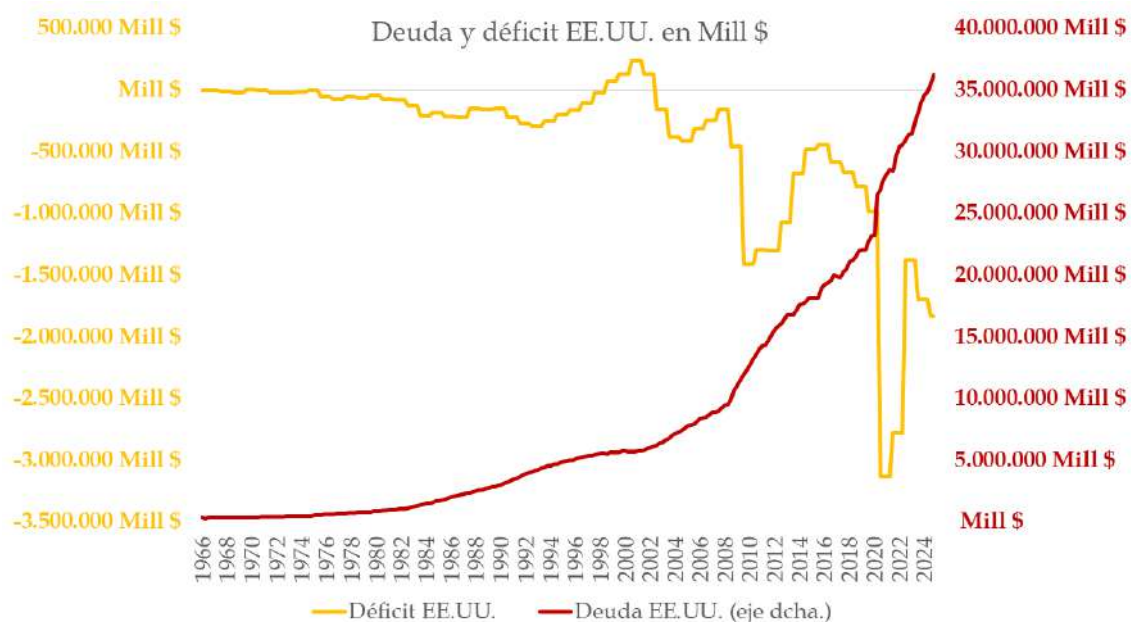
Porque el dinero, tanto en dólares como en yenes, pierde valor cuando no se pone a trabajar. Porque el futuro no se anticipa adivinando el próximo movimiento del mercado, sino acompañando su evolución con constancia y paciencia. Y porque el mercado japonés nos enseña que incluso en los inviernos más largos... la primavera llega. Solo hay que estar sembrando cuando nadie quiere hacerlo.

95. Deuda americana y su calidad, ¿un aviso o mucho ruido y pocas nueces?

La rebaja de calificación de la deuda estadounidense por parte de Moody's es, más que una alarma, un toque de atención. No es que vayas a desmayarte mañana, pero igual conviene que te revises si estás más débil últimamente.

Hasta hace poco, Estados Unidos lucía la triple A en el escaparate de las agencias de *rating*. Pero ya ni eso. Con la reciente rebaja de Moody's, las tres grandes agencias (Standard & Poor's, Fitch y ahora también Moody's) han retirado la máxima calificación a la deuda soberana estadounidense. Es como si las tres estrellas Michelin de un restaurante empezaran a caerse una a una. La comida sigue siendo buena, pero ya no se puede presumir igual.

Y claro, la pregunta es: ¿por qué? ¿Por qué el país con la moneda más potente del mundo ya no inspira tanta confianza? ¿Por qué si tiene banca central propia y puede imprimir lo que quiera?



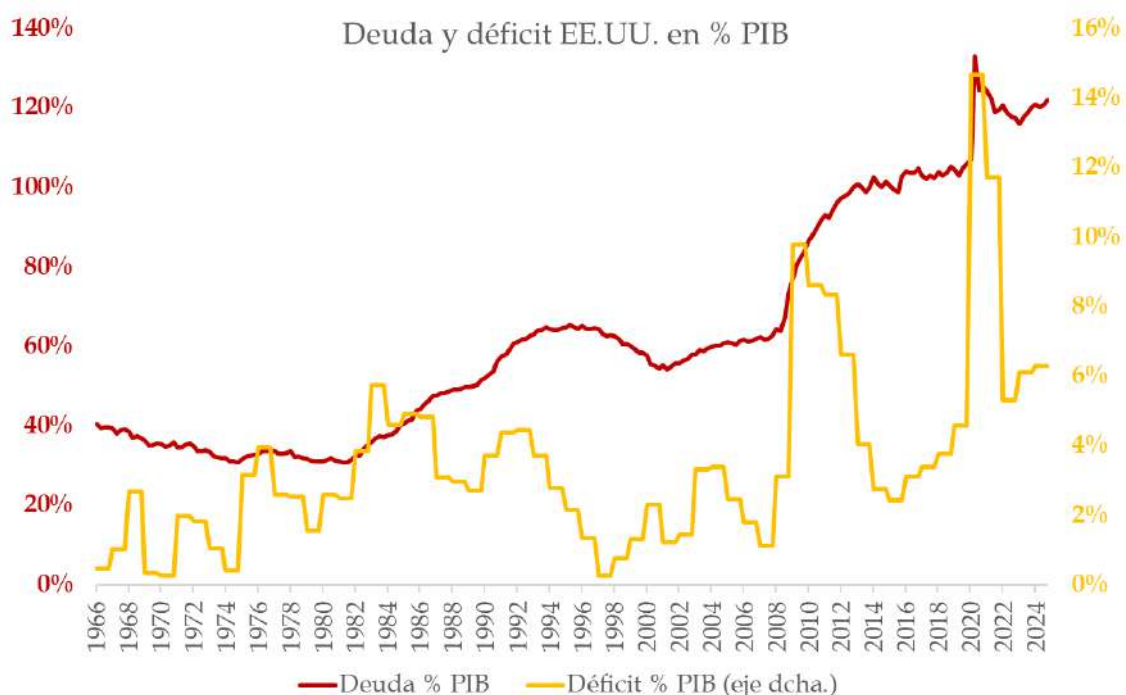
Fuente: Carlos Arenas Laorga

La respuesta es doble: *debt* y *deficit*. Estados Unidos tiene una deuda pública del 121% sobre su PIB, y un déficit anual que ronda el 7,5%. Y esto no es algo coyuntural: Moody's estima que podría alcanzar el 134% del PIB en menos de

una década. Un número que da vértigo incluso a los más acostumbrados a ver cifras con doce ceros.

¿Y de quién es la culpa? En este juego político de pasar la patata caliente (que arre el siguiente, vamos), Moody's lo deja claro: la situación se hereda del mandato de Biden, que ha sido el presidente que más ha incrementado el endeudamiento en la historia del país. Por muchos recortes de gasto que se anuncien, la realidad es que el gasto neto sigue subiendo. Unos bajan, otros suben, pero el balance final sigue en rojo.

Aquí viene la parte interesante. Técnicamente, Estados Unidos no puede hacer *default*. Al menos, no en términos nominales. Tiene una ventaja que ya hemos dicho: emite deuda en su propia moneda y qué moneda, la de reserva mundial. Y, si falta dinero, pues se imprimen dólares y listo. Así que el impago oficial, ese de no pagar a los acreedores, es poco probable. El Tesoro siempre podrá devolver sus bonos. Otra cosa es qué valor real tengan esos dólares cuando se devuelvan.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

Este es el verdadero problema de la cuestión: el riesgo no es un impago nominal, sino un impago real. O, dicho de otro modo, que los inversores cobren, sí, pero

en billetes que valen menos. Como si te devuelven el dinero prestado para un coche... pero resulta que ahora solo te alcanza para una bici de segunda mano.

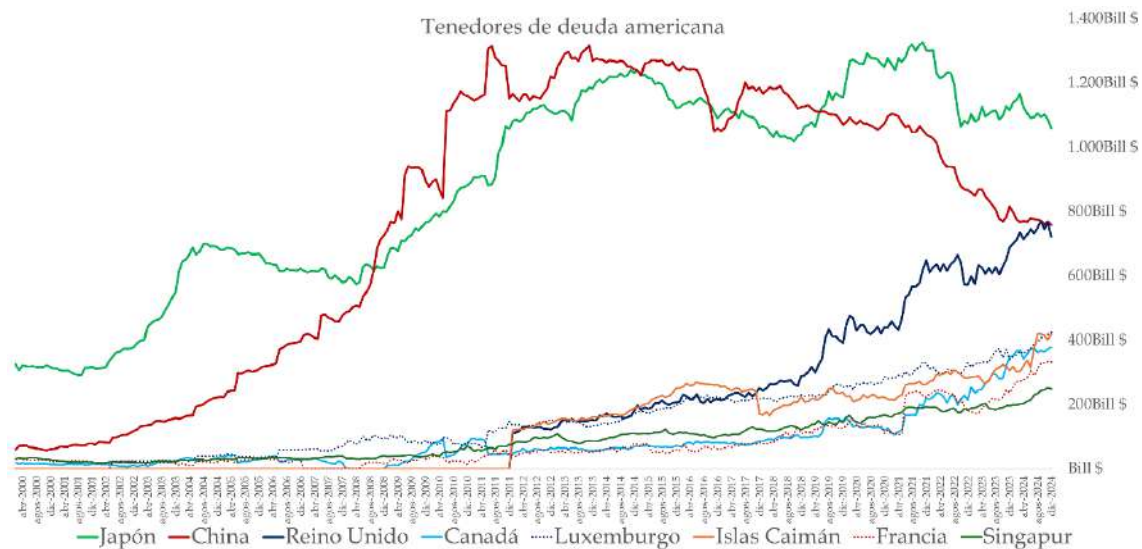
Este riesgo se llama inflación. No hablamos de hiperinflación ni de escenarios apocalípticos, sino de un entorno donde el aumento de precios se mantiene persistentemente por encima del objetivo de la Reserva Federal. En otras palabras, tu bono sigue pagando el cupón prometido... pero con él no compras ni la mitad de lo que comprabas cuando lo adquiriste.

Esto no es baladí porque este escenario es plausible. Si los inversores pierden la confianza en la capacidad del Tesoro para refinanciar su deuda a tipos razonables, dejarán de comprar bonos o exigirán intereses altísimos. ¿Solución rápida? Que la Reserva Federal entre en juego, compre deuda y emita más dólares. Y volvemos al punto anterior: más dólares, más inflación, menos poder adquisitivo.

El impago real no hace demasiado ruido, pero es malo como un dolor. Y lo peor es que muchos inversores no se darán cuenta hasta que sea demasiado tarde.

No se trata de entrar en pánico, sino de estar atentos. La rebaja de Moody's no cambia el panorama de la deuda americana, pero sí refuerza la necesidad de vigilar los desequilibrios fiscales. Vamos, que Estados Unidos no va a dejar de pagar su deuda mañana. Pero tampoco deberíamos asumir que siempre nos devolverá lo prestado con el mismo valor real.

Por cierto, un inciso antes de terminar. Importa mucho quién tiene la deuda. Y mucha parte (28,2 billones) es de los americanos, muy lejos del segundo puesto de Japón (1,1 billones).



Fuente: Carlos Arenas Laorga

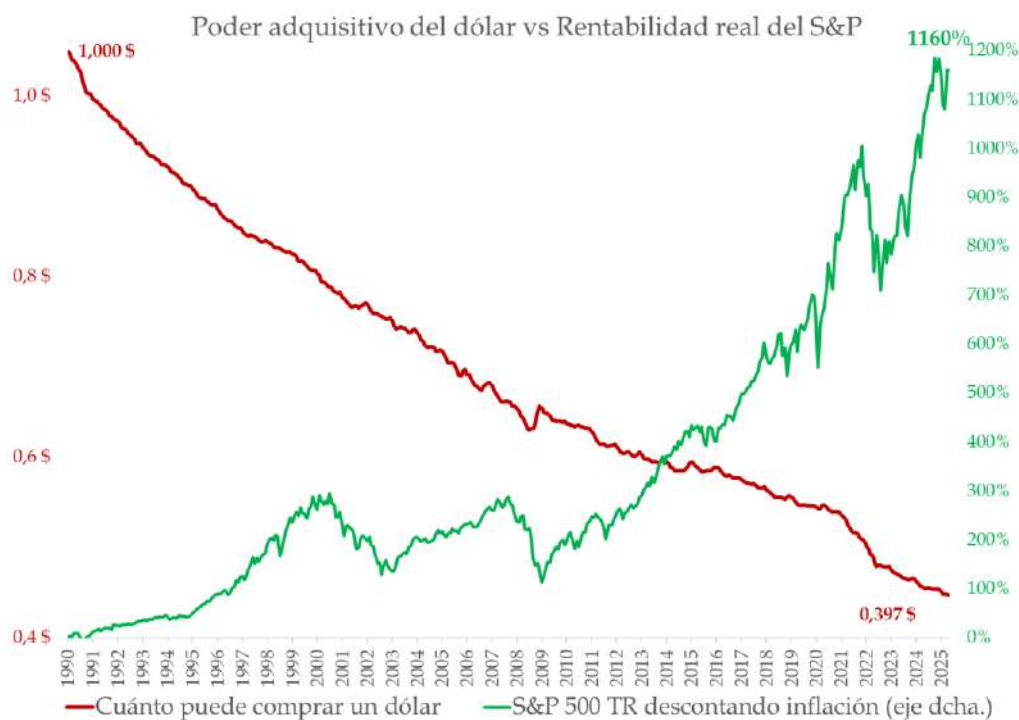
En fin, si la pregunta era si esto es la gran crisis de deuda como he oído decir, la respuesta es no. Pero sí puede que estemos pasando al siguiente nivel. Y, como me dice un compañero de la oficina: en los videojuegos, cada fase nueva viene con más dificultad y menos margen para el error.

96. Cuando el dinero pierde dinero

Imagina que en 1920 tu bisabuelo abuelo escondió un billete de 100 dólares bajo el colchón. Quizá lo hizo con la esperanza de que, algún día, ese dinero sirviera para comprar algo importante. Para la educación de su bisnieto, por ejemplo. Hoy, un siglo después, podríamos desenterrar ese billete y su valor sería un 97% menor. Vamos, ha perdido todo.

Lo que antes podía comprarte un traje, hoy apenas alcanza para una cena. Esa erosión del poder adquisitivo tiene nombre: inflación. Y es el motivo por el cual guardar dinero no es una buena estrategia. Porque, aunque suene raro, el dinero también pierde dinero.

El gráfico que he preparado lo deja bien claro: desde 1990 hasta hoy, el poder adquisitivo del dólar ha caído más de un 60%. Es decir, un dólar de entonces compra lo que hoy son 39 centavos. En términos reales, quien se limitó a conservar su efectivo sin invertirlo ha visto cómo su valor se desvanecía con el paso del tiempo. Literalmente.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

Ahora bien, esa misma cantidad invertida en el mercado, concretamente en el S&P 500, no solo habría mantenido su poder adquisitivo, sino que lo habría multiplicado. Y no por dos, ni por tres. En concreto, hablamos de una rentabilidad real (ajustada por inflación) del +1.160%. Más de 12 veces.

Sí, ha leído bien: mientras el dólar dormía plácidamente perdiendo valor bajo el colchón, el inversor disciplinado multiplicaba su patrimonio más de 12 veces neto de inflación.

Este fenómeno se explica fácilmente si comprendemos el impacto de la inflación y el efecto del interés compuesto. La inflación actúa como una termita constante que devora el valor del dinero con el tiempo. El café que hace 30 años costaba un dólar hoy cuesta tres. Y no es que el café haya cambiado tanto, sino que la moneda vale menos. Por el contrario, invertir permite preservar y aumentar el valor del capital. Pero eso sí, exige una virtud que pocos practican: paciencia. Y cómo nos acordamos del gran Warren Buffett en estos casos.

La bolsa no sube en línea recta. Hay caídas, crisis, recesiones y pánicos. Pero también hay recuperaciones, innovación, dividendos y crecimiento. Como decía Warren Buffett, “el mercado es un mecanismo de transferencia de riqueza de los impacientes a los pacientes”.

La conclusión es evidente: quien desea preservar su poder adquisitivo no puede conformarse con ahorrar. Debe invertir. Y no de forma puntual o especulativa, sino constante y diversificada. No se trata de encontrar el próximo unicornio tecnológico, sino de participar en el crecimiento de la economía global a través de fondos diversificados, con estrategias activas sensatas.

Por supuesto, hay matices. No todas las inversiones son iguales. La inversión tiene riesgo y volatilidad. Pero si el horizonte es largo (y conviene que lo sea), el riesgo de no invertir es, en realidad, mucho mayor. Es la certeza de perder poder adquisitivo. El riesgo de no hacer nada.

Quien hoy conserva su dinero en depósitos o cuentas corrientes con rentabilidades del 2% o menos, mientras la inflación ronda el 2,4%, está

perdiendo dinero sin darse cuenta. Puede que su saldo no disminuya, pero su valor sí.

Así que, la próxima vez que mires tu cuenta bancaria y veas esos ahorros inactivos, recuerda esta historia. Y recuerda también que, históricamente, estar invertido ha sido la mejor defensa contra la inflación. No es una garantía, pero sí una estrategia que ha funcionado siempre.

97.Un sistema de pensiones al borde del abismo

Cuesta abajo y sin frenos es la imagen que me viene a la cabeza cuando hablamos de pensiones. Y es que es normal. Los datos son tozudos.

Vamos a dar algunos que son indiscutibles. Y ya saca las conclusiones que quieras... La tasa de ocupación en España —es decir, el porcentaje de personas que trabajan en relación con el total de población en edad de trabajar— cuyo máximo no ha llegado nunca al 61% ya resulta bajo comparado con otros países europeos. ¿Qué pasaría si esa fuese la tasa estructural, la mejor cifra posible que pudiésemos mantener en el tiempo (lo cual no es realista)? ¿Y si no aumentase la esperanza de vida (lo cual tampoco es realista)? Pues que en 2055 habría un solo trabajador por cada pensionista. Uno. Solo uno. En 1975 eran 4 trabajadores por cada pensionista, actualmente unos 2 trabajadores por pensionista. Y ya las cargas de las cotizaciones sociales son insoportables. Imagina en unos años...



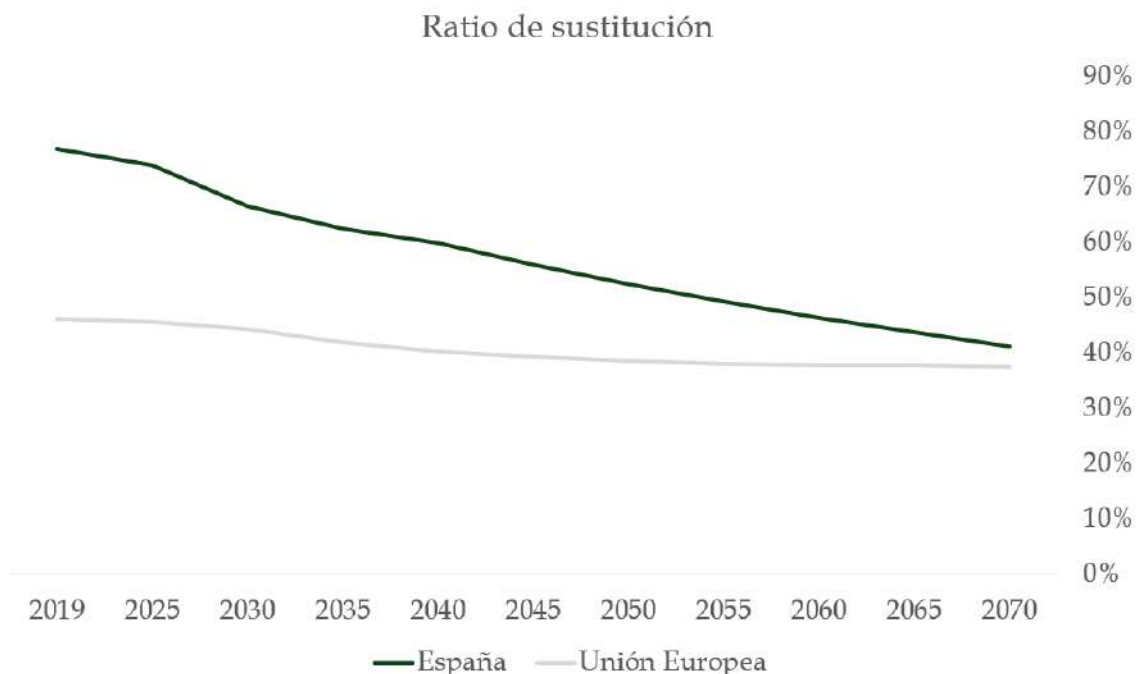
Fuente: Carlos Arenas Laorga

Este desequilibrio entre cotizantes y beneficiarios es el núcleo del problema. Como una cuerda que tira más de un lado que del otro. Porque, a diferencia de lo que muchos piensan, las pensiones públicas no se pagan de una hucha mágica, sino de las cotizaciones de quienes están trabajando. Es un sistema de reparto, no

de capitalización. Y si cada vez hay menos personas trabajando en relación con los que cobran una pensión, el sistema se tensiona... hasta romperse.

El segundo gráfico que acompaña este artículo muestra otra cara del problema: la tasa de sustitución. Este indicador mide qué porcentaje del último salario percibe un jubilado como pensión pública. Y la tendencia es clara: va cuesta abajo. Y, ojo, son los datos que pasa el propio Gobierno a Bruselas. En España, esta tasa ha sido tradicionalmente alta, rondando el 80%. Es decir, alguien que se jubilaba cobraba una pensión bastante cercana a su último sueldo.

Pero esto tiene los días contados. Por mucho que se intente mantener esa generosidad aparente, las reformas estructurales, la sostenibilidad financiera y las recomendaciones europeas apuntan a un descenso progresivo. De hecho, las proyecciones ya sitúan esa tasa por debajo del 50% en las próximas décadas. Por suerte, en Europa cuentan con sistemas complementarios que hacen que su tasa de sustitución (no reflejada en este gráfico, al ser privadas, sea mucho más elevada y, sobre todo, sostenible).



Fuente: Carlos Arenas Laorga

Traducido: si hoy cobras 2.000 euros al mes, mañana podrías jubilarte con 1.000... o menos. Sin un plan de ahorro complementario, la calidad de vida futura podría

quedar muy por debajo de las expectativas. Porque no se trata solo de llegar a viejo, sino de hacerlo con dignidad y autonomía económica.

En este contexto, los sistemas de capitalización individual —fondos de inversión es mi consejo— cobran una relevancia vital. No como sustituto del sistema público, sino como complemento necesario. Aquí es donde entra en juego la educación financiera: entender cómo funcionan estos instrumentos, cuál es nuestro perfil de riesgo, y por qué es mejor empezar cuanto antes aunque sea con pequeñas aportaciones.

Así que, querido lector, si te has sentido aludido leyendo este artículo, no te alarmes... pero actúa. Revisa tus ahorros, habla con tu asesor financiero, y empieza a construir ese colchón para el futuro. Porque cuando llegue el momento, el único responsable de tu bienestar financiero... serás tú.

Te facilitamos los mejores fondos de inversión para que puedas empezar cuanto antes con nuestra **Focus List**.

98. Y tú qué prefieres, ¿medio dólar o 156? Si no inviertes te haces pobre

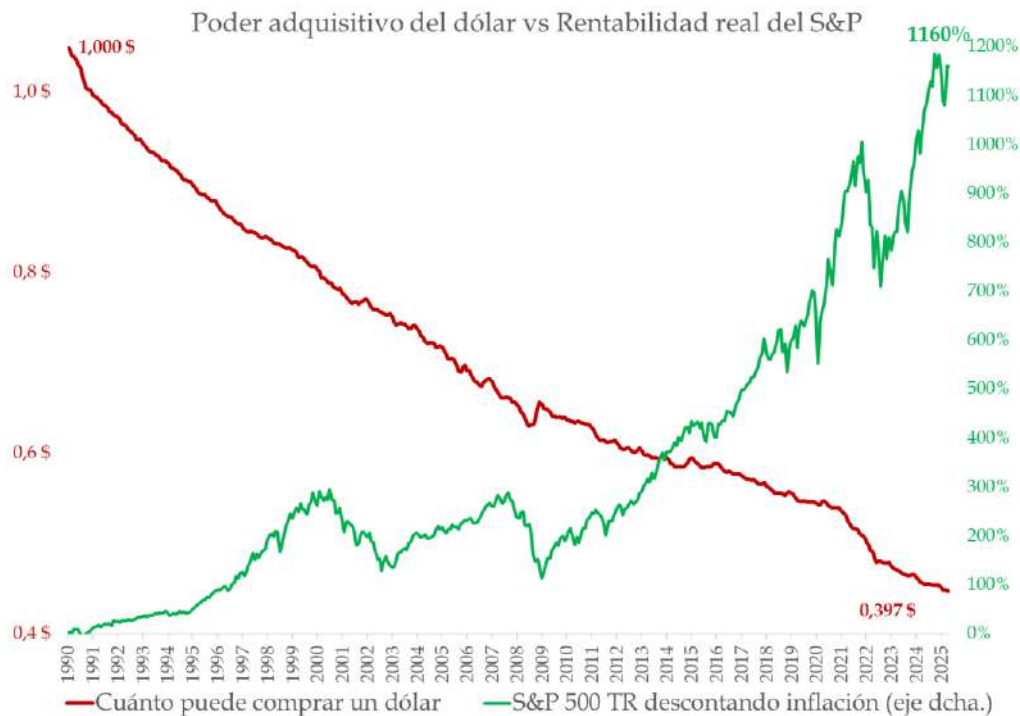
Vamos a empezar por el final: si no inviertes, te haces pobre. Así, sin más. Y no hablamos de perder dinero por una mala inversión. No. Hablamos de algo más sutil, más lento... y mucho más peligroso: **perder poder adquisitivo por no hacer nada**. El enemigo tiene nombre y apellido: *inflación*.

Pero no te preocupes: esto no es un artículo catastrofista. Es justo lo contrario. Es una invitación a tomar las riendas de tu futuro financiero. A entender que invertir no es cosa de ricos ni de expertos. Es, simplemente, la única forma de no empobrecerte con el paso del tiempo.

Te voy a contar la historia de un dólar. Imagina que dos amigos, Saúl y Ferrán, reciben en 1990 una herencia de 10.000 dólares. Saúl, prudente donde los haya, decide no tocar el dinero. Lo guarda a buen recaudo. Ferrán, que sabe que el dinero parado se oxida, lo invierte a largo plazo.

Avanzamos hasta 2025. Saúl sigue teniendo sus 10.000 \$ intactos, pero **solo puede comprar lo que en 1990 se compraba con 3.973 \$**. Su dinero vale **menos de la mitad**. Ferrán, que invirtió en el S&P 500, tiene más de 300 mil dólares (**126.050 \$ de capacidad adquisitiva**).

Saúl, que no hizo nada, **perdió**. Ferrán, que invirtió, **multiplicó por 14** en términos reales y por más de 30 en términos nominales.

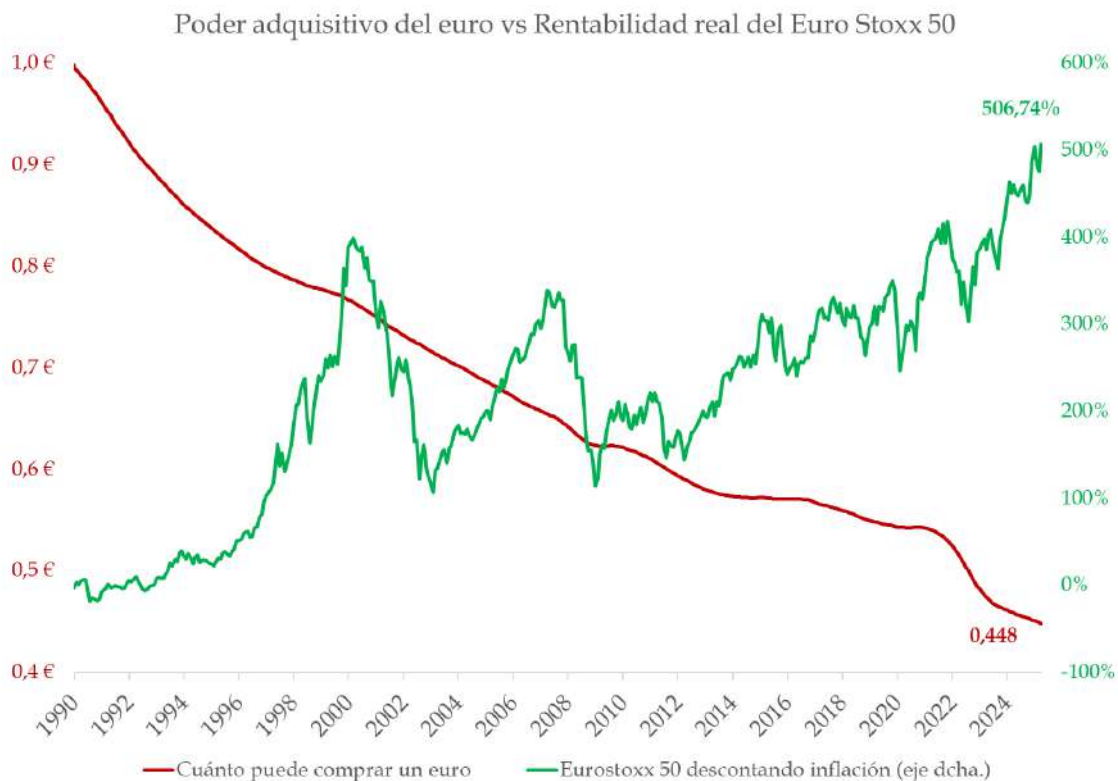


Fuente: Carlos Arenas Laorga

¿Y cómo es posible que suceda esto? Muy fácil. No hay más que mirar los gráficos que adjuntamos del S&P y el dólar y del Euro Stoxx y el euro.

Desde 1990 hasta hoy:

- El poder de compra de **1 euro** ha bajado a **0,49 €**
- El de **1 dólar**, a **0,39 \$**
- Mientras tanto, el índice **EuroStoxx 50** ha subido casi **más de un 1.130% en términos nominales (506% en reales)**.
- Y el **S&P 500** se ha disparado más de **3.000% o 1.160% en términos reales con dividendos reinvertidos**.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

¿Y qué ha hecho falta para lograr esa rentabilidad? Simplemente **estar invertido**. No acertar la acción perfecta, ni anticipar las crisis, ni ser un genio financiero. Solo **aguantar**.

La inflación es una gotera silenciosa en el tejado. Con el paso de los años, el precio del dinero va cayendo, por lo que los precios del alquiler, del café y de absolutamente todo, suben. Y si tu dinero no sube al mismo ritmo, **vale menos**.

Cuando guardas tu dinero en la cuenta corriente, lo que haces en realidad es dejarlo a merced de esa gotera. Cada año te moja un poco más. Hasta que un día te das cuenta de que donde antes te llegaba para unas vacaciones, ahora no te da ni para una cena.

Y podréis pensar que es que invertir da miedo. Claro que sí. A todos nos da respeto lo que no entendemos del todo. Pero, sinceramente ¿no da más miedo que tu dinero valga la mitad sin que nadie te lo robe? ¿No es más arriesgado no hacer nada, sabiendo lo que está pasando?

Además, invertir no es sinónimo de jugar a la ruleta financiera. No hace falta elegir la próxima *startup* tecnológica ni hacer *trading* desde el móvil. Basta con tener una **estrategia diversificada**, elegir buenos vehículos (fondos de inversión, por ejemplo) y, sobre todo, **pensar en el largo plazo**. Puedes escoger además los mejores fondos desde nuestra **Focus List**.

Tres consejos para no hacerte pobre

1. **Invierte, aunque sea poco.** El largo plazo es más potente que el importe inicial.
2. **Sé constante.** La clave no es acertar el momento, sino estar dentro del mercado.
3. **Diversifica.** Como decimos siempre: no pongas todos los huevos en la misma cesta. Pero ponlos en alguna cesta, por favor.

No lo pienses demasiado. Porque cada día que pasa, tu dinero está perdiendo valor. Y mientras tú dudas, otros están haciendo que su euro de 1990 hoy valga 156. ¿Vas a dejar que el tuyo se convierta en medio?

99.El coste de la deuda pública americana se dispara

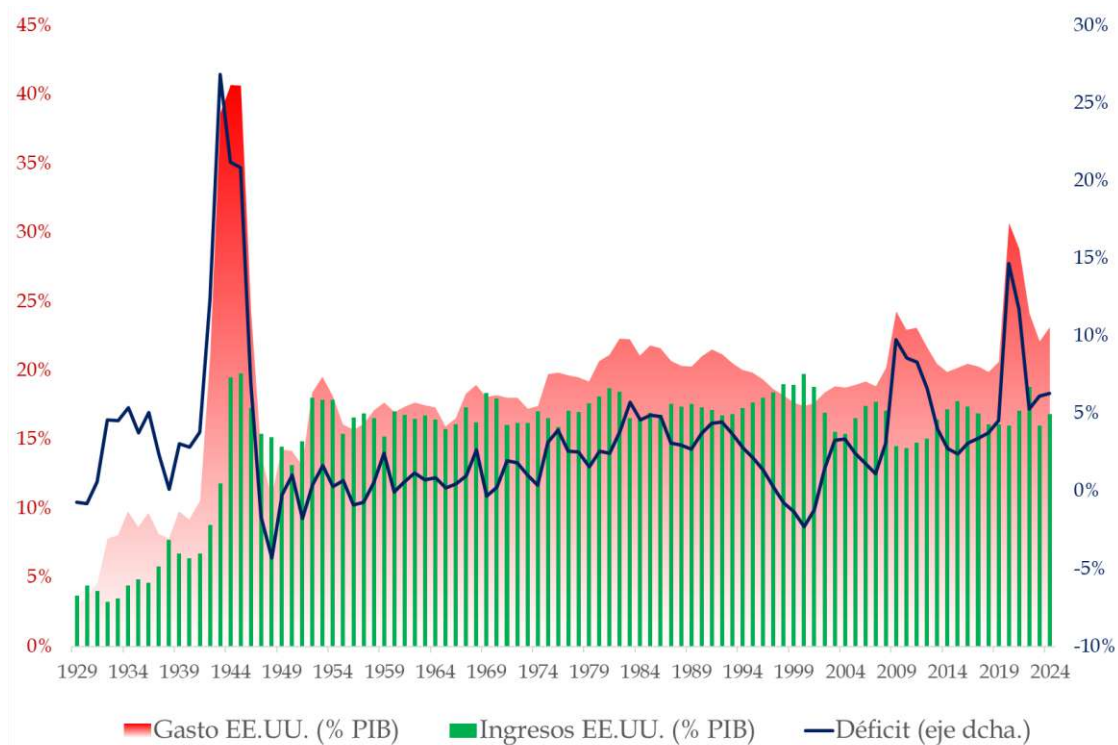
Si tu banco te ofrece un depósito a 30 años con un tipo de interés del 5%, al inversor conservador le parecería un chollo. Sin embargo, cuando ese depósito lo ofrece el Tesoro de los Estados Unidos, lo cual parecería mejor incluso, el mercado lo ve como algo malo. ¿Por qué?

En las últimas semanas, el tipo de interés de la deuda pública estadounidense a 30 años ha superado el 5,1%, algo que no veíamos desde hace casi dos décadas. Tradicionalmente, los *Treasuries* han sido considerados el activo libre de riesgo por excelencia, pero ahora parece que ese libre ya no es tan libre...

¿Podría explicarse este aumento de rentabilidad por expectativas de inflación más altas? No. Los bonos indexados a la inflación también han visto subir su rentabilidad real. Así que la subida no es solo una reacción a un posible repunte inflacionario.

¿Y un repunte del crecimiento económico que eleve la competencia por financiación? Tampoco. Los bonos corporativos con calificación similar no muestran un movimiento similar desde 2023. Por tanto, el problema no es que el Tesoro esté compitiendo con empresas más rentables.

La explicación más plausible —y preocupante— es un aumento de la prima de riesgo. Es decir, que el mercado empieza a exigir más rentabilidad para asumir un riesgo que antes no se consideraba. El endeudamiento crónico de Estados Unidos y los déficits fiscales estructurales hacen que los inversores se lo piensen dos veces antes de prestar al durante tres décadas.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

Estados Unidos se enfrenta a un desequilibrio presupuestario difícil de disimular. Las proyecciones más recientes indican que el déficit público se mantendrá en torno al 6% del PIB durante la próxima década. Eso, inevitablemente, llevaría la deuda pública al 150% del PIB.

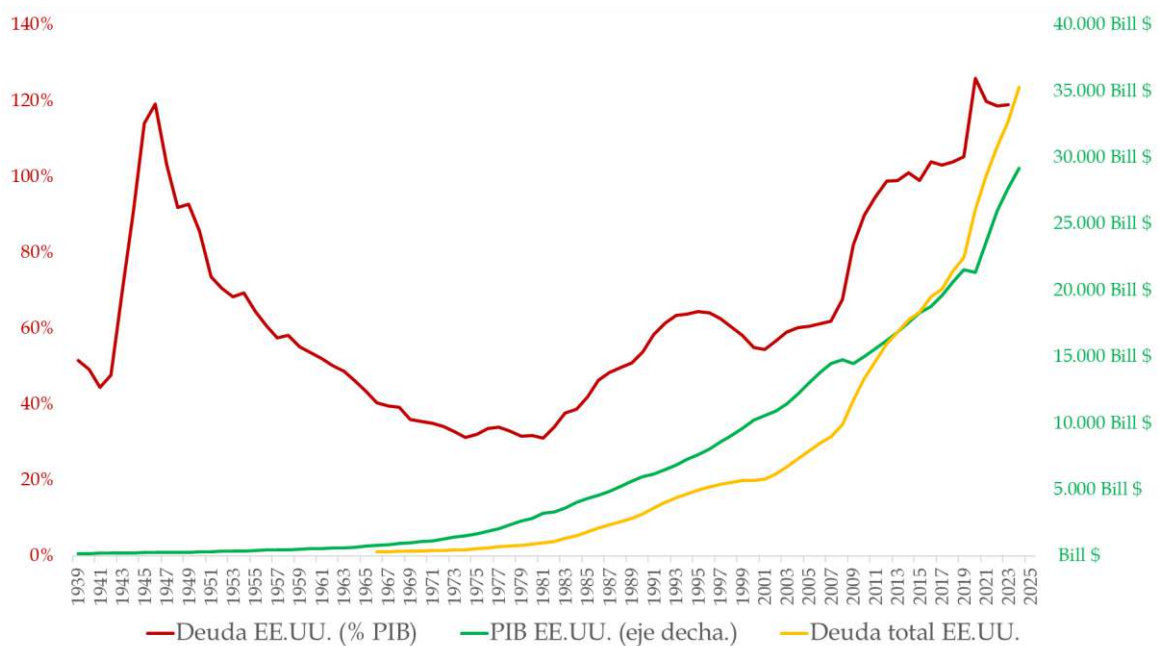
Las propuestas fiscales de Trump no apuntan a una mejora. Mucho ha dicho sobre la reducción del gasto, pero el papel lo aguanta todo. Los hechos nos dicen que he realizado más bien poco de lo que prometió. Así, el desequilibrio se vuelve estructural. No debemos vivir por encima de nuestras posibilidades, ni aunque te llames Estados Unidos.

Una de las señales más inquietantes no viene de los propios bonos, sino de sus competidores. Tanto el oro como el Bitcoin están cerca de máximos históricos. En teoría, con una rentabilidad tan atractiva del 5%, los inversores deberían estar saliendo de estos activos para comprar deuda pública. Pero no lo están haciendo.

Esto me sugiere (a mi juicio) que lo que está pasando es que aumenta el riesgo. Sin más. La deuda americana no se ha vuelto más atractiva, solo más peligrosa.

En otras palabras: el Tesoro ha tenido que subir su interés para encontrar compradores.

Si el mercado empieza a desconfiar del Tesoro estadounidense, esa desconfianza puede extenderse al sistema financiero global. Además, si el coste de financiarse para EE.UU. se mantiene alto, las consecuencias serán múltiples: desde mayores costes de refinanciación (que aumentan el déficit), hasta un menor margen de maniobra para políticas expansivas en futuras crisis.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

Que los *Treasuries* a 30 años paguen más del 5% puede parecer una buena noticia para el inversor conservador. Pero a mí me parece una señal de alerta. El mercado está empezando a decir que la deuda pública de EE.UU. ya no es un activo libre de riesgo en sentido estricto.

Por tentador que parezca ese 5%, no olvides una cosa importante: cuando un activo seguro empieza a pagar como si no lo fuera... tal vez es que ya no lo es.

100. El salario mínimo y sus perniciosos efectos

En los últimos años se ha venido hablando de que subir el salario mínimo mejora la calidad de vida de los trabajadores y reduce la desigualdad. Sobre el papel, suena bien, claro. Pero como ocurre a menudo en economía, las intenciones no siempre se traducen en buenos resultados. Porque, ¿qué pasa si, al subir el mínimo, acabamos encorsetando el salario más común?

En 2023, el SMI en España se fijó en 1.080 euros mensuales en 14 pagas. Y sí, ha mejorado en términos nominales, pero ese avance ha venido acompañado de un fenómeno inesperado: el salario modal en España, es decir, el más frecuente, ya no está por encima del mínimo, sino que coincide exactamente con el SMI. O dicho de otra forma, el suelo ha subido... pero el techo ha bajado.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

En 2018, una buena parte de los trabajadores cobraba algo más que el SMI. Unos 100, 200 o incluso 300 euros por encima. Esa franja intermedia servía como colchón económico, como peldaño ascendente hacia la clase media. Hoy, ese peldaño prácticamente ha desaparecido. El gráfico habla por sí mismo: la mayoría de los trabajadores en 2023 (últimos datos disponibles de la distribución

salarial) se agrupan justo alrededor del salario mínimo. Se ha convertido, no ya en una red de seguridad, sino en una plataforma de aterrizaje forzoso para millones de empleos.

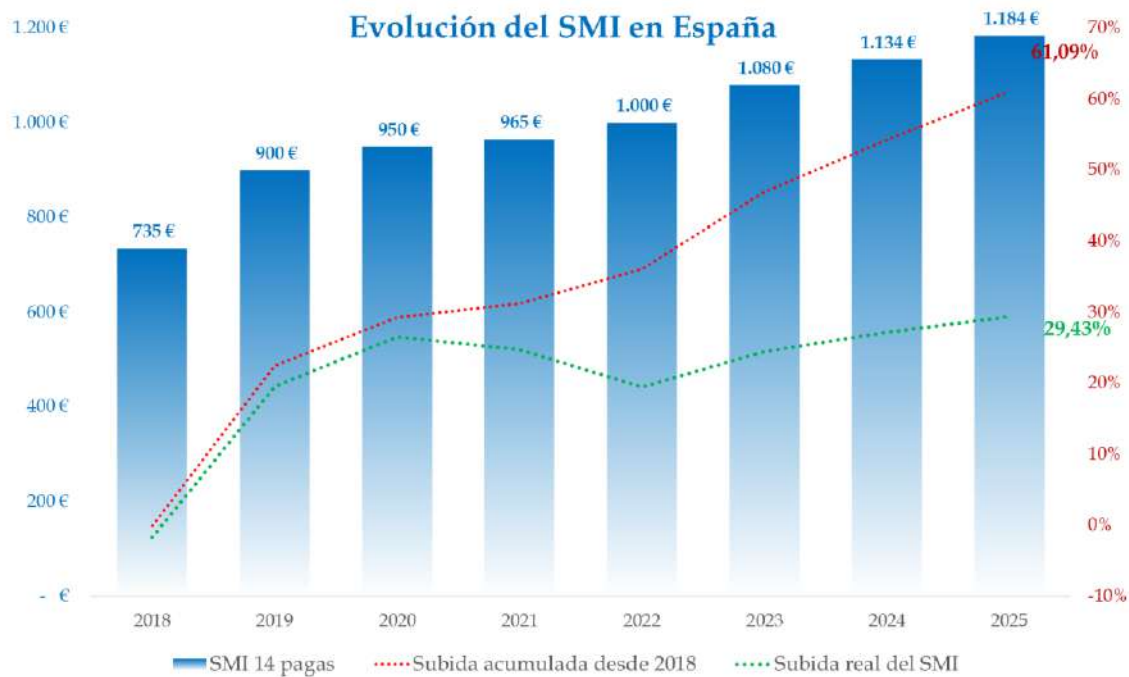
¿Y por qué ocurre esto? Porque cuando el coste mínimo legal de un trabajador sube de forma abrupta, muchas empresas —especialmente pymes, hostelería y comercio— ajustan su política salarial al nuevo mínimo. La capacidad de pagar algo más se ve limitada por los márgenes de negocio.

No se trata de estar en contra del SMI per se. Pero sí conviene señalar que el salario mínimo ha subido mucho más rápido que la productividad media del trabajo. Mientras que los aumentos de productividad han sido casi nulos (y en algunos sectores, inexistentes), el SMI ha escalado posiciones como si la economía hubiera duplicado su eficiencia. Y no, no lo ha hecho.

Si un salario mínimo sube por ley sin que lo haga la productividad, ese ajuste solo se sostiene de tres maneras:

1. Reduciendo márgenes empresariales, lo que afecta a la inversión y a la contratación futura.
2. Trasladando costes al consumidor, lo que deriva en un empobrecimiento generalizado.
3. Recortando empleo o sustituyendo trabajo cualificado por menos cualificado, lo que distorsiona la estructura laboral.

Ninguna de estas tres alternativas es precisamente el camino hacia un crecimiento sostenible.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

Paradójicamente, la consecuencia de querer mejorar las condiciones de los trabajadores puede acabar perjudicándolos. Pensemos en un joven con estudios que entra al mercado laboral: en lugar de aspirar a 1.200€ o 1.300€, se le ofrece directamente el SMI, porque la empresa ya no tiene margen para pagar más, ni incentivo para diferenciar. Ya no me quiero imaginar alguien que aporte 1.000€ y no pueda ser contratado. Al final, resulta tan absurdo como prohibir ser autónomo si no se factura más que el salario mínimo.

El resultado de todo esto es un achatamiento de la pirámide salarial. Se estrecha la distancia entre los perfiles poco cualificados y los cualificados con experiencia. Y eso desincentiva el esfuerzo formativo y la movilidad laboral ascendente.

Subir el SMI ha sido una medida popular y políticamente rentable. Pero como tantas decisiones económicas, su análisis debería ir más allá de la búsqueda de votos. Hoy, más trabajadores que nunca cobran exactamente el salario mínimo. Hay que medir los efectos secundarios. Porque si el salario mínimo se convierte en el salario modal, estaremos confundiendo el progreso con el estancamiento.

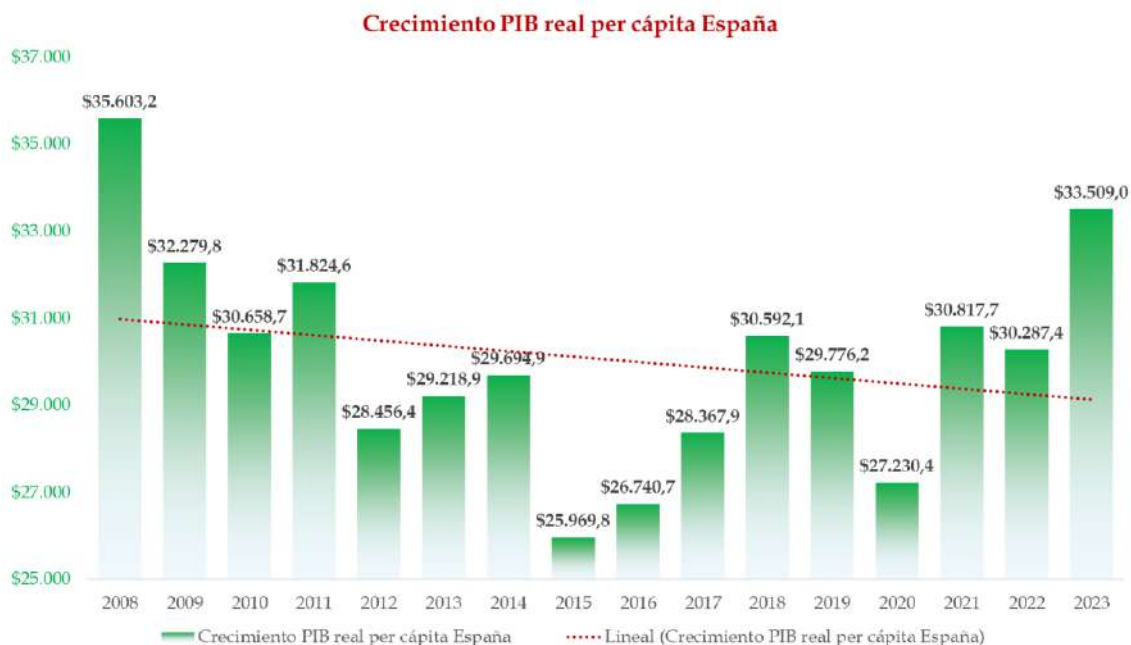
No entramos en los informes del Banco de España que señalan la cantidad de puestos de trabajo que se han destruido. No. Vamos a algo mucho más elemental. La clase media se está convirtiendo en el salario mínimo. Y eso es un problema.

101. Somos más pobres que en 2008. Y no un poco.

Hay cifras que no necesitan adjetivos. Según los datos, **el PIB real per cápita en España ha caído un 5,88% entre 2008 y 2023**. Y si hablamos de lo que realmente llega al bolsillo —el salario neto real de un trabajador a jornada completa— el descenso es del **3,92%**. Así, sin paliativos, y lo decimos al principio del artículo por si ya no quieres leer más. Así te quedas con lo importante.

En términos de poder adquisitivo y bienestar económico, **el ciudadano medio español es más pobre que hace 15 años**. Más pobre que cuando quebró Lehman Brothers. Más pobre que cuando el sistema financiero se tambaleaba y los bancos de alimentos no daban abasto.

Durante años, nos han contado que España estaba saliendo del túnel. Que la economía se recuperaba. Que el paro bajaba. Que la inflación estaba bajo control. Otra vez el dato mata al relato. Pero esta vez casi me mata a mí del susto al ver las cifras. Llevamos una década y media en la que no solo no hemos crecido, sino que hemos decrecido.



Fuente: Carlos Arenas Laorga, datos del Banco Mundial

Hoy producimos menos (per cápita), ganamos menos y pagamos más.

Pocas cosas unen más a la política española que la voracidad recaudatoria. Da igual si gobierna la derecha o la izquierda: cuando hay que cuadrar las cuentas, **el objetivo es el de siempre: tú.** Montoro, Montero, tanto monta, monta tanto.

Cristóbal Montoro fue el arquitecto de la gran subida fiscal tras la crisis. Su reforma supuso **una de las mayores subidas de impuestos de la historia democrática.**

Con María Jesús Montero llegó la línea continuista, con casi 100 subidas de impuestos en los 7 años que llevamos de gobierno de coalición.

El tipo marginal máximo del IRPF en algunas comunidades supera el 50%. Más de medio euro que ganas de más va para Hacienda. Súmale las cotizaciones sociales y ya estamos hablando de más del 67% en algunos casos. Y el otro tercio ya lo dejamos para el IVA y otros impuestos.

En teoría, deberíamos vivir mejor. Hay más tecnología, más conocimiento, más automatización, más posibilidades. Pero en la práctica, **el español medio ha perdido capacidad de ahorro, acceso a la vivienda y seguridad financiera.** Y, a cambio, ha ganado más impuestos, más burocracia y más precariedad.

La fotografía es tozuda:

- **Producción por habitante: -5,88% desde 2008.**
- **Salario real neto: -3,92%.**
- **Costes fijos vitales (vivienda, energía, alimentación): al alza.**
- **Impuestos sobre el trabajo y el consumo: récord histórico.**
- **Recaudación fiscal y deuda: récord histórico.**

La presión no es solo fiscal, es vital. No se trata solo de lo que se paga a Hacienda. Se trata de si puedes ahorrar, tener hijos, acceder a una vivienda digna, jubilarte sin angustia o simplemente vivir sin miedo al mes siguiente.

La economía no es un ente abstracto. Es tu vida. Y si los datos dicen que estamos peor que en 2008, entonces **las decisiones políticas, fiscales y económicas de los últimos 15 años merecen una revisión profunda.**

Me paro a **explicar el siguiente gráfico**, que considero de vital importancia.

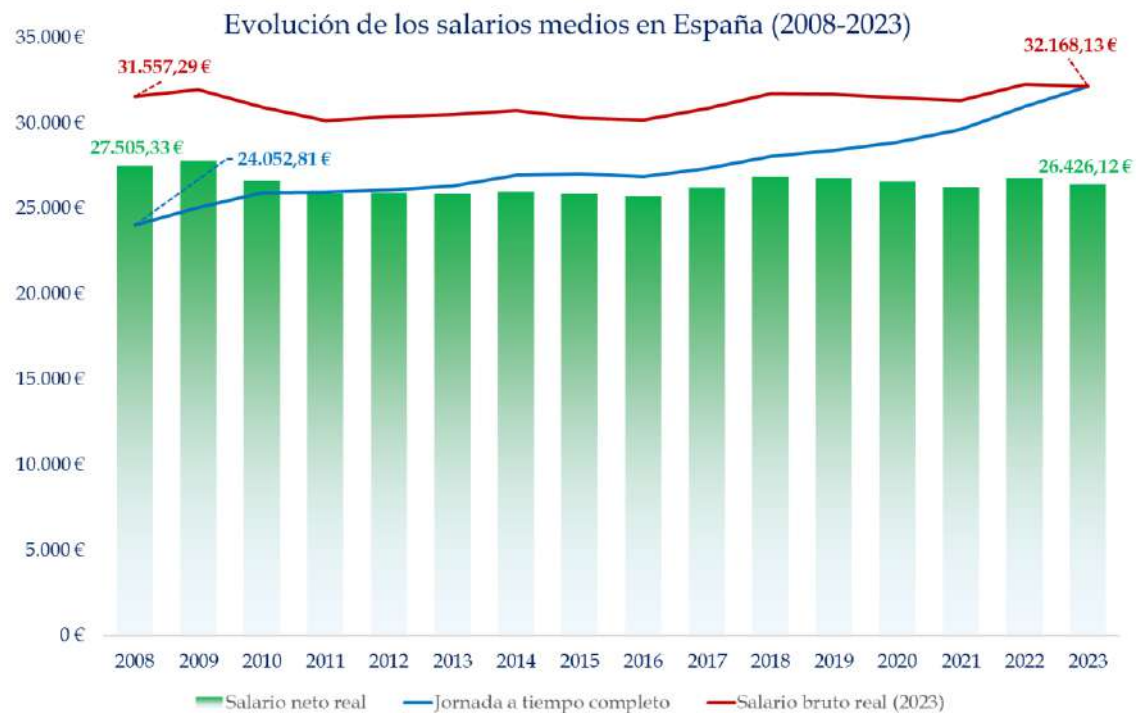
La línea azul indica los salarios promedios tal cual de un trabajador a tiempo completo en España.

La línea roja indica esos salarios ajustados a precios de 2023. Es decir, cojo el dato en azul y lo ajusto a la inflación. Por eso el último año coinciden y son más altos en 2008 que los reales de ese año. Insisto, los igualo a la inflación.

Luego, les aplico el tipo efectivo medio del IRPF en cada año. Y ahora te lo explico de corrido.

Hace poco salieron en el INE los datos de salarios (año 2023). He cogido el salario medio a jornada completa de un español desde 2008 (más elevado que el salario medio total, que coge aquellos empleos que no son a jornada completa). Los salarios han crecido un 33,74% en estos 15 años. No está mal. Pero es que la inflación acumulada en este periodo ha sido del 31,2%. Por tanto, **la subida real de los salarios medios es de un escaso 1,94% en 15 años. Es decir, un 0,12% cada año.** Ridículo...

Pero no olvidemos que **la carga tributaria también ha subido.** Y no poco. De hecho, si descontamos sólo la subida del IRPF del tipo efectivo medio para estos sueldos, obtendremos el salario neto de cada año, corregido por la inflación y el tipo medio de cada año para ese salario promedio. Entonces, veremos el resultado en las columnas del gráfico siguiente. **Y el resultado es que los salarios promedio han subido en 15 años un... NO. Han caído. Un 3,92%, para ser exactos.** Repito. **Los salarios han caído en los últimos 15 años un 3,92%.** Ya sé que es absurdo repetirlo, pero es que me parece un dato demoledor.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

No se puede seguir exprimiendo al que trabaja, al que emprende, al que invierte con responsabilidad. No se puede seguir tapando agujeros estructurales con parches recaudatorios. No se puede seguir escondiendo la pérdida de poder adquisitivo tras titulares de euforia macroeconómica. El famoso cohete.

Y tú, como ciudadano, como inversor, como trabajador, tienes derecho a enfadarte. Porque no se trata de ideología, sino de realidad: **trabajas igual o más, pero vives peor. Y eso debería ser motivo de escándalo nacional.**

España no necesita más recaudadores. Menos castigo fiscal, más incentivos al talento, más eficiencia en el gasto público, y, sobre todo, más respeto al que madruga, paga impuestos y mantiene este país en pie.

Los datos no mienten. **Somos más pobres que hace 15 años.** La pregunta es si vamos a seguir mirando hacia otro lado.

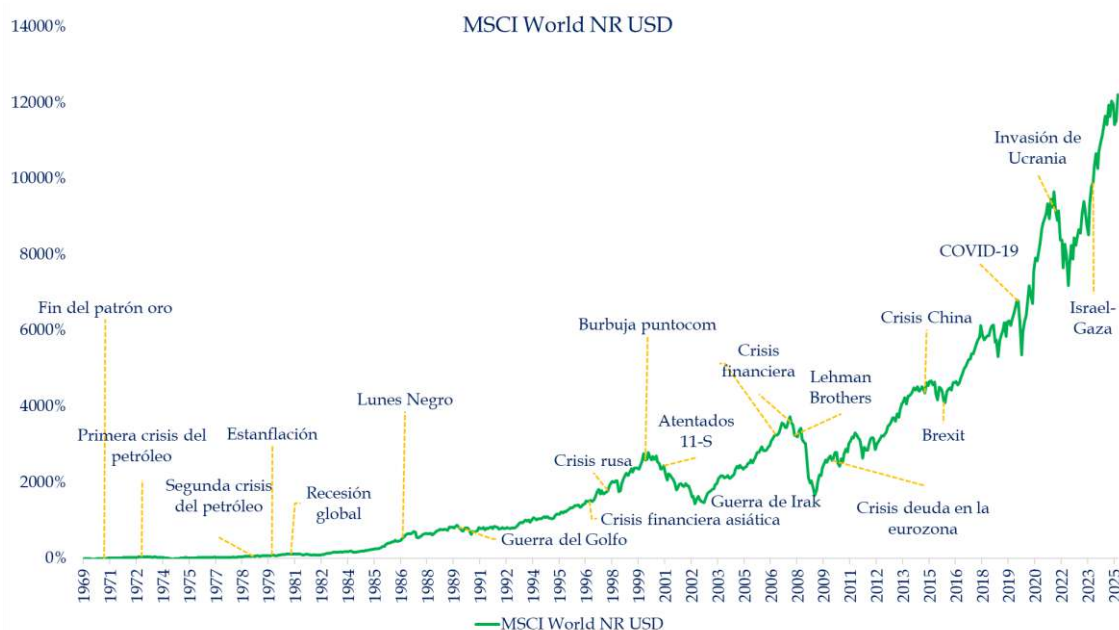
102. Y llegó la crisis... y nada. Y llegó otra... y tampoco. El poder de estar siempre invertidos

Si llevas un tiempo en los mercados, seguro que has vivido (o leído) sobre algunas frases apocalípticas. Y luego... nada.

Desde 1970, el índice MSCI World —referencia global para la renta variable desarrollada— ha subido más de un 12.200%. Sí, has leído bien. Más de un 12.000%. Y eso a pesar de todas las recesiones, guerras, burbujas, pandemias y profecías económicas autocumplidas o no. ¿Cuál es el secreto? No hay ninguno, pero sí una verdad: **estar siempre invertidos**.

El mercado es un drama... hasta que dejas de mirarlo. La historia financiera está plagada de momentos de pánico, pero:

- Llegó el *crash* del 87 y... nada.
- Llegó la crisis de las puntocom y... nada.
- Llegó la gran crisis financiera de 2008 y... bueno, dolió, pero nada.
- Llegó el COVID con un -30% en semanas y... acabamos el año con +18% en el S&P 500.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

Cada caída tuvo su narrativa de fin de ciclo. Pero el tiempo pone todo en su sitio. Si te hubieras salido del mercado en cualquiera de esas ocasiones, probablemente habrías perdido más por quedarte fuera que por haber aguantado el chaparrón.

Intentar adivinar cuándo salirse del mercado y cuándo volver a entrar (eso que llaman *market timing*) es más que difícil. Difícil, arriesgado y, por lo general, doloroso.

Los mejores días del mercado suelen venir justo después de los peores. En 2008, uno de los peores años que recordamos, hubo subidas de más del 10% en jornadas aisladas. Lo mismo pasó en marzo de 2020.

Si te pierdes los 10 mejores días del mercado en un periodo de 20 años, tu rentabilidad se reduce a la mitad en el S&P. Si te pierdes los 30, puedes acabar en negativo.

Una inversión que sube un 10% anual se duplica en siete años. A los catorce, se ha multiplicado por cuatro. A los 21, por ocho. Así funciona el interés compuesto. Pero para que este efecto mágico ocurra, hace falta algo muy difícil: **estar dentro**. Y estar dentro no es solo no vender cuando hay miedo, sino tener un plan, una cartera diversificada y seguir invirtiendo.

El ahorro periódico —el famoso *dollar cost averaging*— es una de las mejores formas de lograrlo. No te preocupes por el momento perfecto. Invierte todos los meses y deja que el mercado haga su trabajo. Y cuando vengan las caídas, que vendrán, aprovecha para meter un poco más.

El miedo es lógico, pero no debe dictar tus decisiones financieras. Tener un horizonte de largo plazo, un asesor de confianza y una estrategia clara es lo que siempre aconsejamos.

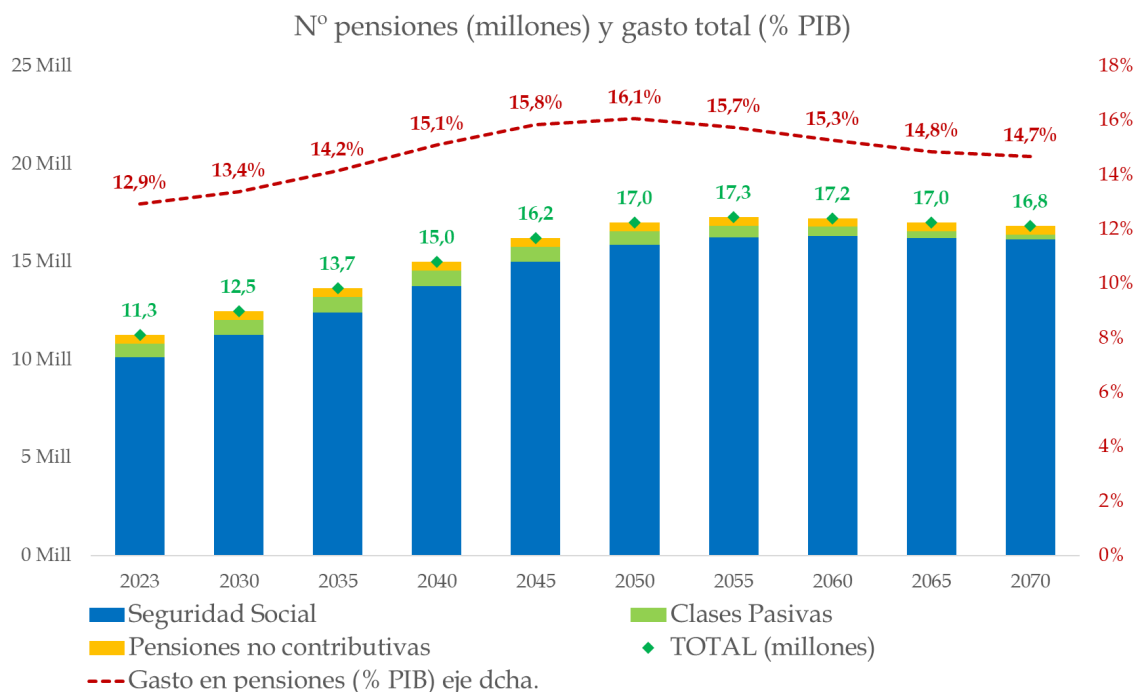
Porque sí, vendrán más crisis. Habrá más guerras, más pandemias, más titulares alarmistas. Pero si la historia sirve de guía —y suele hacerlo—, estar siempre invertidos sigue siendo la decisión más rentable.

103. No es solo una pensión, es tu libertad

Muchos todavía ven el ahorro privado como una cosa que no va con ellos, una especie de extra que se plantean solo si a final de mes sobra algo. Para nada, el ahorro no es lo que me queda después de los gastos. Son los gastos los que podemos hacer una vez descontemos el ahorro. Y tenemos que cambiar el chip. Ya hemos hablado sobre pensiones, pero merece la pena verlo desde otro ángulo. ¿Prefieres dejar de trabajar por gusto o por obligación?

Si no cambiamos la forma de pensar sobre nuestro futuro financiero, el futuro cambiará por nosotros. Y no en la dirección que desearíamos, por cierto...

El sistema público de pensiones español se parece cada vez más a esa manta que se nos ha quedado pequeña. Tiras para cubrirte los hombros y se te quedan los pies al aire. Pronto querremos cubrarnos los pies y se nos quedará al descubierto hasta la cintura. El gasto en pensiones crece y crece. Cada año tocamos máximos históricos y veremos en las jubilaciones cercanas de los baby boomers. Ni me entretengo en explicar el gráfico, que habla por sí mismo.

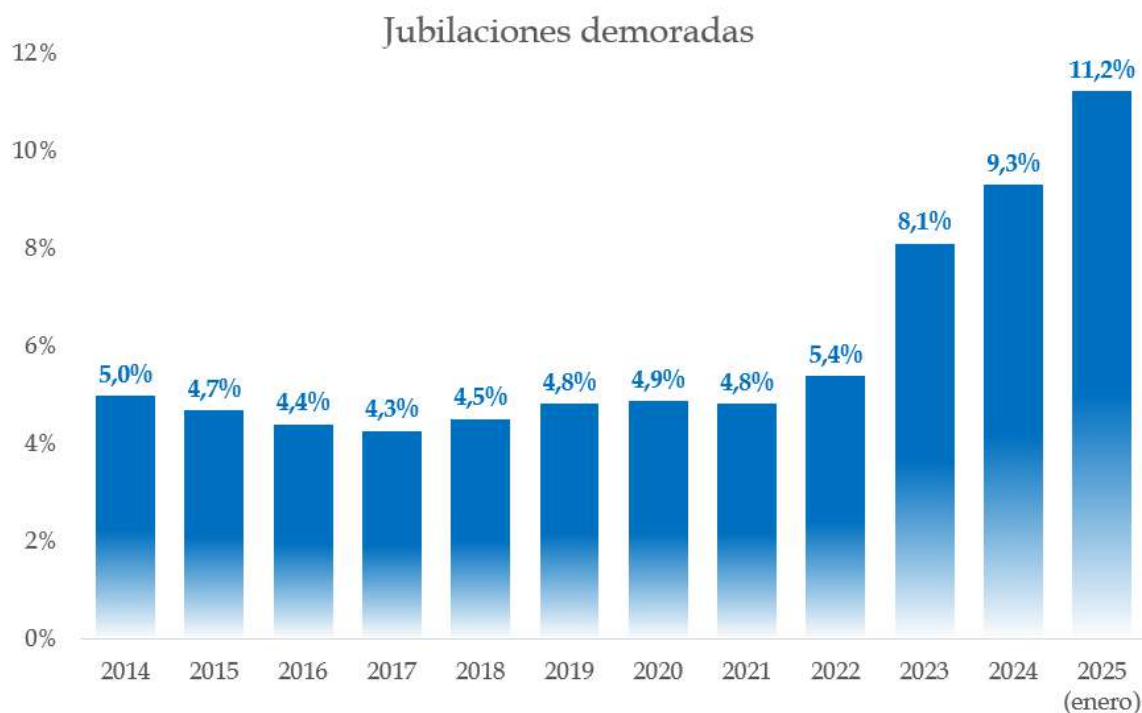


Fuente: Carlos Arenas Laorga

Además de las reformas estructurales del sistema (que no dependen de ti), hay una herramienta que sí está en tus manos: el ahorro privado. No digo que vivas ahora como un anacoreta, pero sí que tenemos que revisar los gastos. Muchas personas dicen que no pueden ahorrar. Lo entiendo, porque vivimos apretados. Los sueldos son cada vez menores y la asfixia fiscal mayor. Pero... ¿y el salir a cenar por ahí tanto? ¿Y las suscripciones? Claro, vivir sin Netflix es posible, pero más incómodo.

Haz un experimento. ¿Qué te diría hoy tu “yo” del futuro? Pues probablemente que vivas lo mejor que puedas, pero ahorrando algo para no malvivir luego... muchos años.

Cuanto antes empieces, podrás elegir si quieres dejar de trabajar a los 65, a los 67 o a los 70. Elegir si pasas los inviernos en Cádiz o en Lisboa. Elegir si ayudas a tus nietos con sus estudios o no. Esa libertad solo se construye desde hoy.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

Lo estamos viendo en países como Holanda, Suecia, o Reino Unido, donde el ahorro privado ha hecho que millones de personas tengan ya una base inversora grande de cara a la jubilación. Con sus pensiones (complementadas con su ahorro

e inversión actual es normal que se puedan venir a España como reyes). En cambio, en España siguen aumentando las jubilaciones demoradas, como veis en el gráfico.

Si tienes que subir una cuesta -y hay que subirla- cuanto antes empieces mejor. Da pereza, es costoso, claro. Pero si empiezas ahora podrás ir despacio, disfrutando el paisaje y escuchando el canto de los pájaros. Como empieces con 60, vas a tener que correr y es un infierno ir con la cuenta atrás tratando de subir una empinada pendiente.

Siempre suelo decir que el ahorro es la renuncia al consumo actual por uno mayor en el futuro. Pero quizá sea más positivo verlo no como una renuncia, sino como una elección. Poder elegir hoy para poder elegir en el futuro. Es como si estuvieses contratando un seguro de libertad. Es no depender de lo que vote el Congreso en 2040. Y, sobre todo, es una forma de tratarte bien a ti mismo, a tu yo del futuro.

¿Quieres poder elegir mañana o depender?

104. ¿Altos o bajos? Los tipos de interés

Es curioso cómo la percepción moldea la realidad. Pregúntale a alguien si los tipos de interés en Estados Unidos están altos y probablemente te diga que sí, que están por las nubes. Y tiene sentido: llevamos más de una década en una especie de primavera permanente de tipos bajos, y cualquier brisa parece una tormenta. Pero si miramos la historia, quizá descubramos que el presente no es tan extremo como parece.

Un vistazo al gráfico histórico de los tipos de la Fed nos recuerda que estamos, más bien, en una media histórica, incluso algo por debajo. Como si después de años de dieta a base de liquidez, la Reserva Federal hubiese decidido volver a una alimentación más equilibrada.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

Desde la crisis financiera de 2008, la política monetaria en EE. UU. se volvió ultralaxa. Los tipos de interés se mantuvieron en niveles cercanos a cero durante años. Cero. Nada. Y nos acostumbramos. Perdón, nos mal-acostumbramos.

Esta etapa de tipos cercanos o de 0% ha tenido muchas consecuencias. La principal: una inyección de liquidez que ha distorsionado cómo valoramos el riesgo, el tiempo y hasta la rentabilidad. Durante más de una década, el dinero no solo era barato, era gratis. Más aún, nos pagaban por dejar prestado. Esto

impulsó todo tipo de activos: desde acciones hasta criptomonedas, pasando por arte contemporáneo y apartamentos con vistas al patio interior.

Llegamos al absurdo de pagar por la deuda pública. No solo no nos daba rentabilidad, sino que pagábamos por prestar. Perdonad que lo repita, pero es antinatural. Es como si el inquilino que tienes de alquiler en tu piso no solo no te pagase, sino que le pagases tú el alquiler. Es absurdo.

Hay un patrón curioso que conviene recordar: los tipos de interés no suben en tiempos de crisis. Suben cuando no hay crisis. Así de sencillo. La Fed solo se permite endurecer su política monetaria cuando la economía puede soportarlo. Por eso, los periodos de subidas suelen coincidir con momentos de crecimiento sólido. Así tiene lo que denominamos munición para poder activar (mal hecho, pero eso es otro asunto) la economía.

La década post-2009 no es la norma, sino la excepción. Si olvidamos eso, corremos el riesgo de asumir que el dinero barato es un derecho divino. Pero no. Es una anomalía. Y como toda anomalía, tiene efectos secundarios. Uno de ellos es que hemos aprendido a valorar activos —desde fondos hasta inmuebles— con unas expectativas que no se sostienen si el coste del dinero vuelve a niveles razonables.

Esto tiene implicaciones prácticas: los inversores deben revisar sus carteras con un nuevo prisma. ¿Siguen siendo válidas las valoraciones hechas con un tipo de descuento irrealmente bajo? ¿Qué sectores sufren más con tipos al alza? ¿Qué gestoras han sabido moverse bien en entornos más restrictivos?

Vale que desde 2022 hemos tenido una pequeña dosis de realidad, pero nos ha parecido lo raro, cuando no lo es en absoluto. De hecho, si volviésemos a la norma, empezaríamos a darnos cuenta del sentido de la gestión activa.

Hoy los tipos de interés no están disparados. Están volviendo a un punto medio. O relativamente bajos, incluso. Pero lo percibimos como medios o altos. Una media histórica que resulta menos atractiva que el exceso, pero es mucho más sostenible.

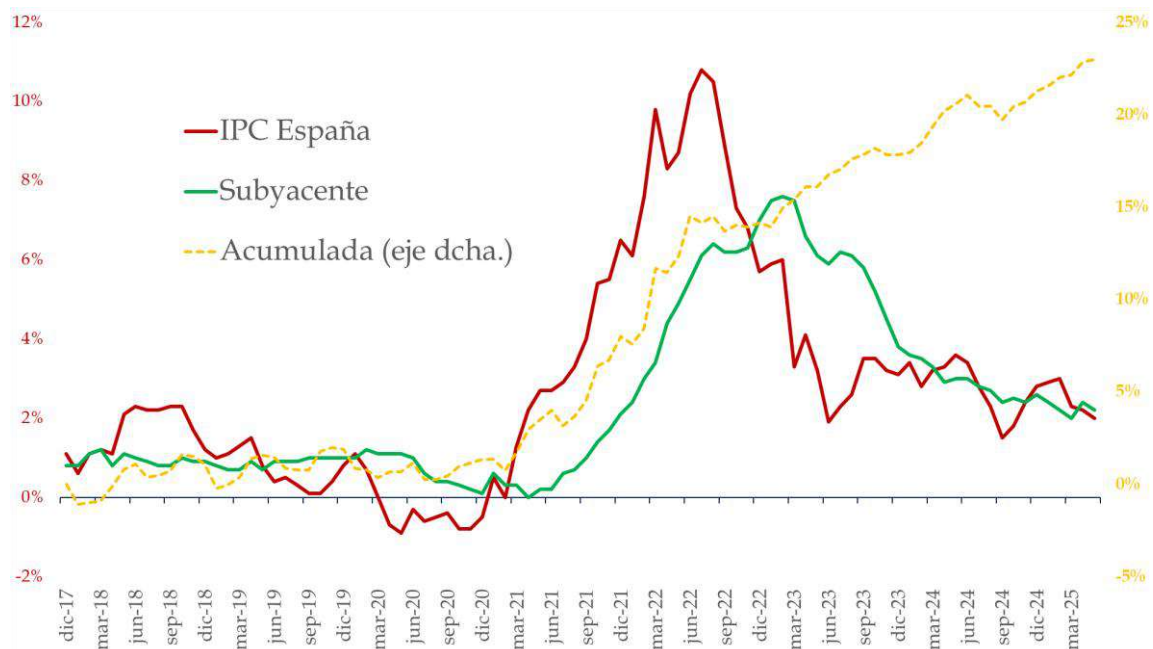
No hay que olvidar el pasado, ni dar por eterno el presente. Los tipos no están muy altos. Solo que llevábamos tanto tiempo sin verlos así, que nos parecen extraños. Los mercados (y Trump) exigen bajadas. Pero ¿son realmente necesarias? ¿O quizá sean el camino para un impulso artificial de la economía que nos llevará a la siguiente recesión?

105. La inflación baja, pero los precios no

¿Cómo es posible que muchos titulares resalten que la inflación en mayo ha caído, pero tú sigues viendo cómo los precios suben y suben? ¿Hay truco? ¿Nos mienten? Te lo explico de un modo muy sencillo.

Supón que estás haciendo una etapa del Camino de Santiago. Vas en bicicleta cuesta arriba subiendo hacia O Cebreiro. Llevas veinte minutos subiendo una pendiente del 10%, y de repente, la inclinación baja al 5%. ¿Has dejado de ir cuesta arriba? ¿Te has parado? ¿Vas bajando? No, simplemente estás subiendo por una pendiente menos empinada. Pues eso es exactamente lo que ocurre cuando escuchas que la inflación ha bajado.

Uno de los errores más extendidos —y más aprovechados por quienes tienen interés en que creamos que todo va bien— es confundir una desaceleración en la inflación con una reducción de los precios. Que la inflación se modere, como ha sucedido este mayo, del 2,2% al 2%, no indica que la inflación está cayendo, sino que se acelera a un ritmo menor. Lo que cae es la aceleración, pero ni la inflación, ni los precios.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

La inflación mide cuánto han subido (si hubieran caído sería deflación), en promedio, los precios de los bienes y servicios en un periodo determinado, normalmente un año, aunque aquí estamos hablando de la del último mes. Si hoy escuchas que “la inflación interanual es del 3%”, significa que los precios, de media, son un 3% más altos que hace 12 meses.

Ahora bien, si hace seis meses esa inflación era del 8%, es cierto que ha bajado. Pero lo que ha bajado no son los precios, sino el ritmo al que suben. O, en otras palabras: la cuesta sigue siendo cuesta, aunque sea menos empinada.

Supongamos que el año pasado la cesta de la compra media costaba 100 euros. Con una inflación del 8%, esa misma cesta pasó a costar 108 euros. Este año, con una inflación del 3%, la cesta sube a 111,24 euros. ¿Ha bajado algo? No. Sigues pagando más. Solo que esta vez, el aumento ha sido más moderado.

Es como si en vez de darte un martillazo en el dedo cada mes, te lo dieran cada dos. Mejor, sí. Pero no para echar las campanas al vuelo. El otro día se lo explicaba así a un sobrino. El abuelo se da muchos golpes en la cabeza, pero ahora se los da cada más tiempo. Creo que lo entendió.

Entender esta diferencia es importante porque tiene un impacto real en nuestros bolsillos. Si tu sueldo no sube al mismo ritmo que los precios (y suele no hacerlo), cada mes puedes comprar menos. Y lo preocupante es que esta sensación de empobrecimiento se disfraza con titulares optimistas como los que he escuchado estos días al calor de los últimos datos sobre que “la inflación se modera”, “precios más controlados”, “la economía se estabiliza”... Palabras que suenan bien, pero que no significan lo que parece.

Lo sabemos bien quienes llenamos el carro del súper. De hecho, una de las partidas que más ha subido, ha sido la de los alimentos. La inflación más baja no devuelve los precios al punto de partida.

Aquí entra además un factor político. Decir que “los precios han bajado” suena mucho mejor que explicar que “los precios suben menos que antes, pero siguen subiendo”. Es comprensible que los gobiernos quieran dar buenas noticias. Pero

cuando eso lleva a tergiversar la realidad, estamos ante un problema de comunicación —y de honradez.

Y no es solo un tema de lenguaje técnico. Es que este malentendido tiene consecuencias en decisiones reales: gente que cree que ya puede gastar más o piensa que la economía está mejor de lo que realmente está.

Que la inflación este mes suba un 2% en vez de un 2,2% puede ser un alivio, pero no es una solución. Y, desde luego, no significa que los precios vuelvan a los niveles previos.

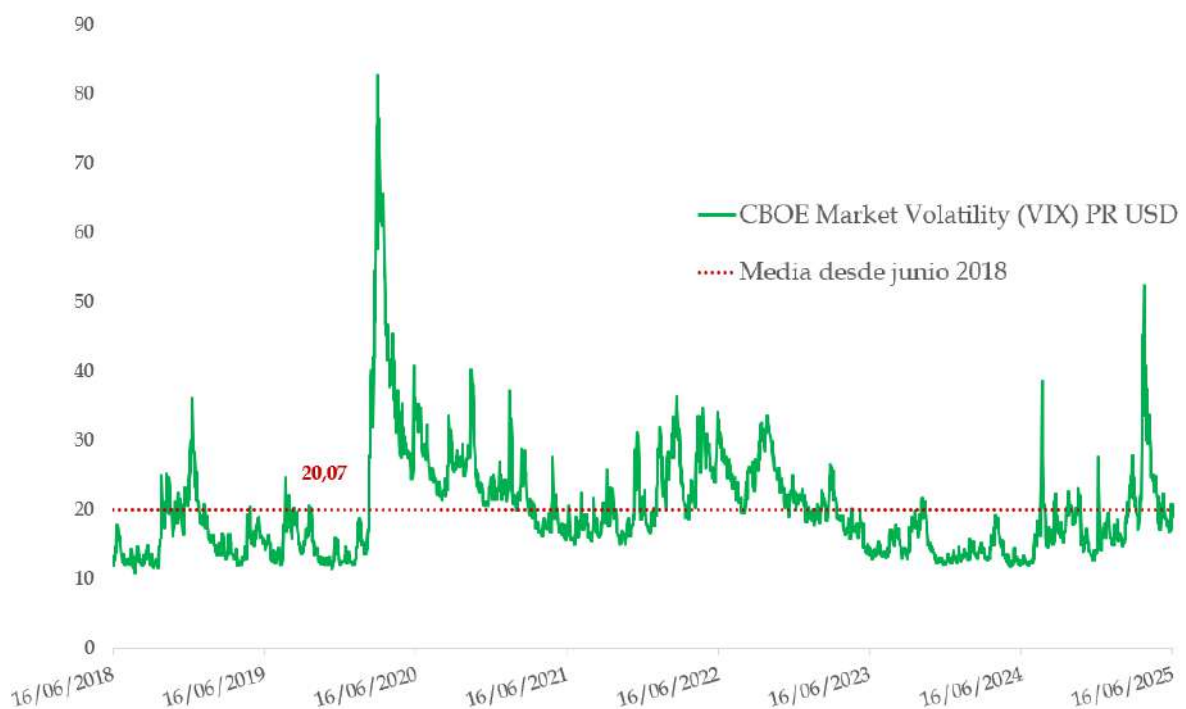
Por eso es tan importante afinar nuestra comprensión de estos conceptos. Porque solo así podremos tomar mejores decisiones financieras, exigir explicaciones coherentes a quienes nos gobiernan y, sobre todo, no tragarnos sin más lo que nos dicen los titulares.

Y ya sabes: si alguien te dice que la inflación ha bajado, pregúntale si puede comprarte la leche, el alquiler y la gasolina de este mes. Si dice que sí... que te dé también el ticket, no vaya a ser que te metas en problemas con Hacienda.

106. La volatilidad ha bajado, pero cuidado. Hay que comenzar con la revisión de las carteras previa al verano.

Cuando vemos picos de volatilidad, tanto hacia arriba, como hacia abajo, sabemos que es buen momento de invertir. Lo hemos mostrado con datos en artículos anteriores. Pero esto no quiere decir que meterse con fuerza en el mercado esté exento de riesgos.

Sí, el índice de volatilidad ha caído con fuerza. Lo podemos ver en el gráfico que adjunto. Pero no se ha ido. Los recientes eventos de Irán e Israel producen una nueva variable de tensión en los mercados. Una tensión que viene marcada por varios puntos. El primero, la inestabilidad geopolítica en una región ya de por sí compleja; el segundo, las implicaciones que tiene por el petróleo, el Estrecho de Ormuz, etc.; el tercero porque entran en juego bombardeos a instalaciones de armamento nuclear; en cuarto lugar porque estamos ante un conflicto que puede extenderse a países aliados de ambos bandos; en quinto lugar porque la tensión del petróleo puede hacer subir la inflación y cambiar medidas de bancos centrales; por último, lo más importante, el drama humano.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

Tras la caída del precio del Brent en más de un 12% en un solo mes, ahora vemos un repunte de más del 16%. Un 10% en apenas 5 días. Y eso que los bombardeos israelíes no han tenido como objeto las instalaciones energéticas, sino las de armamento. Este hecho ha producido una revalorización de las *commodities* por el efecto petróleo de casi un 4,5%, mientras Europa cae en estos últimos 5 días y el oro sigue apreciándose.

lunes, 16 de junio de 2025	YTD	5 días	1 mes	3 meses	6 meses	1 año	3 años	5 años
Oro	30,22	2,4	2,9	19,9	28,2	42,5	22,3	58,0
IBEX 35	23,71	-1,0	6,3	7,0	21,9	27,7	20,6	18,2
Hang Seng HSI GR HKD	22,57	-0,2	10,0	6,8	24,2	38,4	8,4	4,8
DAX	19,04	-1,97	5,34	5,09	16,67	26,81	17,81	15,24
Bitcoin	12,47	-0,23	14,54	28,37	1,05	55,22	48,56	62,2
EURO STOXX 50 NR EUR	11,11	-1,5	4,6	-0,6	10,0	9,3	14,7	14,5
FTSE 100 TR GBP	10,79	0,50	5,10	2,28	9,67	10,92	9,27	11,85
Commodities	6,04	4,4	9,9	3,2	7,1	2,5	-4,1	16,2
NASDAQ 100 TR USD	4,78	0,7	12,2	5,3	-0,3	18,5	20,9	18,9
Consumo Básico	4,31	-0,7	-0,7	-1,9	0,6	8,8	7,2	10,4
EM Bonds (USD)	3,99	0,55	2,06	1,13	2,7	8,52	5,3	1,8
Tecnología	3,79	1,1	14,2	6,7	0,3	15,1	20,2	19,7
High Yield Bonds	3,52	0,3	2,4	1,4	2,9	9,7	6,2	4,8
S&P 500 TR USD	3,23	0,5	8,6	1,8	0,0	15,2	15,0	16,3
USTREAS T-Bill Cnst Mat Rate 10 Yr	2,94	0,3	-1,3	-0,5	1,6	4,6	-0,6	-3,7
S&P 500® Equal Weight	2,70	0,2	5,8	-0,1	-0,5	9,4	8,1	13,9
Investment Grade Bonds	2,57	0,3	0,3	-0,3	1,1	5,3	2,3	-0,5
US REITs	1,90	-0,1	1,7	-3,3	-2,0	11,9	0,9	7,0
US Cash	1,90	0,1	0,5	1,2	2,1	4,7	4,4	2,6
Salud	1,52	0,7	-2,1	-6,2	-0,4	-3,6	2,5	5,8
Long Duration Treasuries	-0,58	0,0	-3,7	-6,3	-3,4	-1,3	-6,4	-9,7
Petróleo Brent	-0,83	9,23	16,02	0,36	-0,64	-9,33	-15,63	15,55
7 Magníficas	-0,87	1,4	16,9	5,4	-6,0	30,1	-	-
Nikkei 225 TR JPY	-3,09	0,6	6,3	4,0	-1,9	1,4	14,0	13,9
Russell 2000 TR USD	-4,15	-0,9	8,4	-1,3	-9,4	3,9	5,9	10,2
Consumo Discrecional	-4,82	-0,1	9,6	-0,2	-10,6	17,3	12,4	14,5
NASDAQ 100 TR EUR	-6,40	-0,9	10,1	-5,5	-9,7	11,2	17,8	17,9
S&P 500 TR EUR	-7,79	-1,1	6,5	-8,7	-9,4	8,2	12,0	15,3
US Dollar	-9,50	-0,76	-1,29	-8,76	-8,12	-5,99	-1,17	-0,03
EUR/USD (+ EUR se aprecia)	10,31%	1,6%	2,0%	11,2%	10,1%	9,6%	5,6%	5,7%

Fuente: Carlos Arenas Laorga

Si nos vamos a un mes vista, la renta variable europea no lo ha hecho tan mal, pero las otras regiones parece que quieren estrechar la brecha con el viejo continente. Hay que destacar el comportamiento de la tecnología, liderada por el Nasdaq y muy particularmente por las 7 Magníficas. Incluso en euros no está mal. Y eso que, a un mes, seguimos viendo cómo se debilita el dólar frente a nuestra divisa un 2%, lo que supone un 10,3% acumulado en lo que llevamos de año.

Por tanto, la volatilidad ha caído, sí. Pero no es un muerto. Se mueve, repunta con estas nuevas tensiones. Vemos caídas en los bonos del Tesoro americano por el nuevo presupuesto y bajada de la calificación crediticia. Vemos subidas inesperadas en el petróleo. Vemos recuperación en Asia y EE.UU., mientras que en Europa se modera. En fin, un cúmulo de cambios que nadie podría haber adelantado con conocimiento de causa.

Veremos qué nos depara el fin de mes. Pero ya va tocando echar ese vistazo a las carteras antes de verano. Siempre avisamos, este año no queremos sustos.

107. Petróleo, misiles y mercados

Se suele decir en los mercados que los precios del petróleo tienen un sensor hipersensible para detectar cualquier chispa en Oriente Medio. Y esta vez, no ha sido una chispa, sino un ataque con misiles de Israel a Irán que encendió todas las alarmas. Y represalia de vuelta.

El barril de Brent se ha disparado algo más de un 16% en apenas 10 días (aunque no olvidemos que en el mes anterior había caído un 12%) y las bolsas, como en un reflejo automático que tienen siempre ante el ruido, se tiñeron de rojo. ¿Estamos ante un episodio puntual o el inicio de una tendencia que podría reavivar la inflación justo cuando creíamos haberla domado?

Cada vez que los tambores de guerra suenan en Oriente Medio, los mercados energéticos reaccionan. Siempre ha sido así. El recuerdo de conflictos pasados — como los ataques a instalaciones de Arabia Saudí o las tensiones en el estrecho de Ormuz — está fresco en la memoria de los inversores. Este último evento no fue la excepción: el precio del petróleo reaccionó al alza en cuestión de horas. Sin embargo, al igual que sucede con las emociones humanas, ese impulso inicial suele moderarse. Recordemos que, en el corto plazo prima el ruido y la sobre reacción, pero en el medio y el largo, los fundamentales. Y eso es precisamente lo que vimos: tras el pico, el precio comenzó a estabilizarse.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

Porque, a pesar del ruido, las infraestructuras petroleras no se han visto afectadas. Ni Irán ha cerrado el estrecho de Ormuz —por donde pasa alrededor del 20% del petróleo mundial—, ni se han registrado ataques directos a instalaciones energéticas. Además, actores esenciales como Arabia Saudí y Emiratos Árabes han manifestado su deseo de contener las tensiones.

La relación entre el petróleo y la inflación *core* —la que excluye energía y alimentos— es menor. Cada subida del 10% en el precio del petróleo añade apenas un 0,1% a esa inflación subyacente. Es decir, no sería el fin del mundo... siempre que la situación no escale.

Aun así, siempre hay un temor, claro. Porque un repunte del petróleo podría hacer dudar a la Fed. ¿Estamos ante un nuevo cisne negro o ante un pato cojo? Si Israel atacase las infraestructuras petroleras iraníes estaríamos ante un episodio más grave. Estas generan el 3,5% del suministro global de petróleo.

Esperemos, por evitar muertes, el primer y peor drama; y por no jugar con el crecimiento económico, que sea más un pequeño tropezón de malentendidos.

La cifra del 3,5% no es despreciable, pero tampoco es insustituible (Irán exporta actualmente entre 1,6 y 1,7 millones de barriles de petróleo al día, en gran parte a refinerías privadas de China). Si las tensiones escalaran hasta afectar sus exportaciones, podría haber un impacto a corto plazo. Sin embargo, no olvidemos que el mercado global actual presenta un excedente de crudo, lo cual actúa como colchón ante interrupciones puntuales (la OPEP aún dispone de unos 5 millones de barriles diarios de capacidad excedentaria).

Además, atacar las infraestructuras petroleras no parece estar en la agenda inmediata de Israel, cuyo objetivo declarado es el programa nuclear iraní. Por lo tanto, aunque el petróleo se pone nervioso con facilidad, las probabilidades de un bloqueo prolongado en el suministro siguen siendo bajas.

Los mercados financieros son un poco como los adolescentes, que se alteran con rapidez ante cualquier estímulo. Pero luego se suelen tranquilizar. Lo hemos

visto muchas veces. La capacidad de estos hechos para generar presiones inflacionistas estructurales es limitada, salvo que la situación se descontrole. Algo poco probable si actores regionales e internacionales actúan como freno. Esperemos.

Para el inversor, el mensaje es claro. El de siempre. No tomar decisiones impulsivas. Ni correr a por petróleo como si se fuera a acabar mañana, ni salir de renta variable por miedo a un Armagedón que probablemente no llegará. Diversificación, visión de largo plazo y cabeza fría: tres ingredientes que, una vez más, son la mejor receta ante el ruido del mercado.

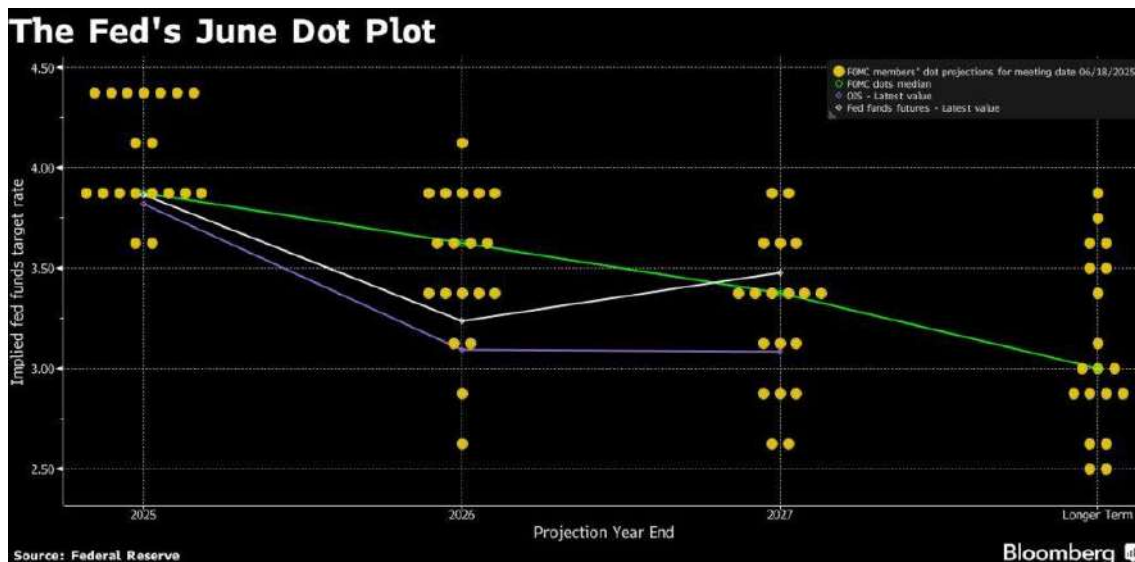
108. Entendiendo cómo decide la Reserva Federal

Cuando escuchamos que la Reserva Federal mantiene tipos o que está estudiando bajarlos o subirlos, muchas veces no entendemos del todo el mecanismo que hay detrás. Y sin embargo, esa decisión influye directamente en nuestras inversiones, hipotecas y hasta en el precio del café que tomamos cada mañana. Para arrojar algo de luz sobre este proceso, hoy hablaremos del FOMC, de sus famosas proyecciones y de qué nos dice el *dot plot* que tanto inquieta a los mercados.

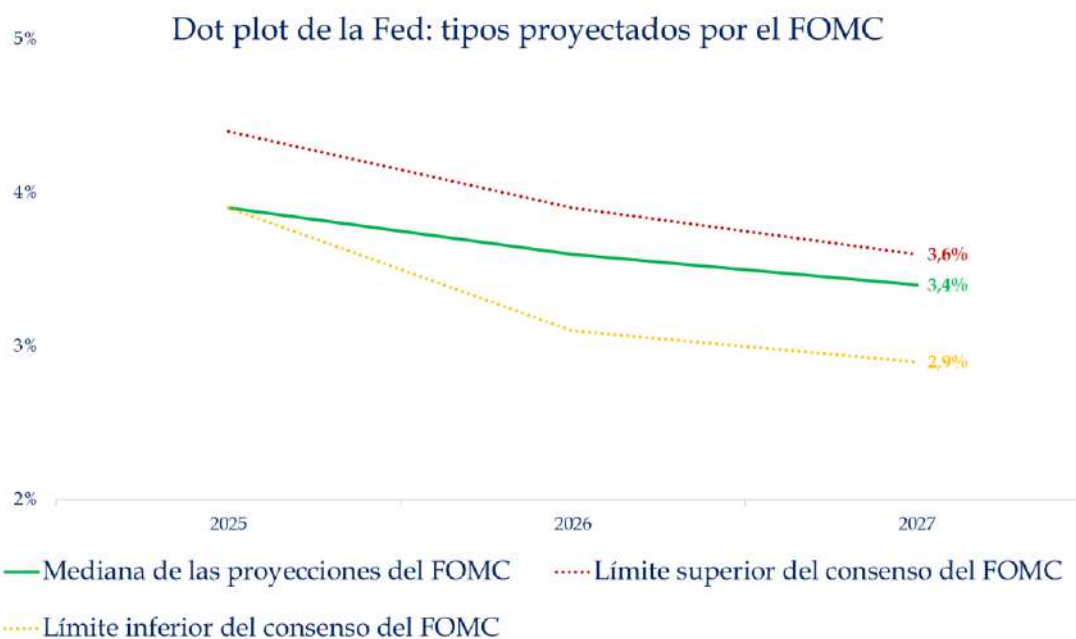
Primero vamos a explicar algunos conceptos, como el **FOMC**, o *Federal Open Market Committee*. Es el **comité de la Reserva Federal encargado de decidir la política monetaria en Estados Unidos**, en particular el nivel de los tipos de interés de referencia. Se reúnen **ocho veces al año** y, tras cada reunión, publican un comunicado que puede mover literalmente trillones de dólares en los mercados globales.

Este comité está **compuesto por los siete miembros de la Junta de Gobernadores de la Fed y cinco presidentes regionales de los bancos de la Reserva Federal** (que rotan su derecho a voto). Aunque parezca un grupo reducido, lo que decidan afecta a todo el planeta.

Uno de los documentos más esperados en cada reunión del FOMC es el famoso *dot plot*, un gráfico en el que cada miembro del comité marca con un punto su estimación sobre dónde estará el tipo de interés a final de cada año (y a largo plazo). No es una hoja de ruta oficial, pero funciona como una ventana al pensamiento interno del FOMC. Cuantos más puntos se concentren en un nivel determinado, mayor consenso existe sobre ese nivel de tipos. Como ves, para el 2027, lo más normal sería que los tipos se situasen en el entorno del 3,4%.



En el gráfico que he preparado (FOMC Dot Plot, junio 2025), se observa que la mayoría de los puntos para **2027 se sitúan en torno al 3,25-3,75%**, lo que implica una expectativa de tipos altos durante más tiempo, una frase que se ha convertido en mantra para los analistas.



Fuente: Carlos Arenas Laorga con datos de la Fed

Estos indicadores son muy importantes, como hemos explicado, porque el tipo de interés es la variable clave de la valoración de muchos activos. Si sube, los flujos futuros valen menos hoy, y eso afecta desde acciones hasta bonos. Pero además, los tipos influyen en el consumo, el crédito y el ahorro.

El mensaje actual de la Fed parece claro: la inflación aún no está completamente controlada y no hay prisa por aflojar la cuerda. El gráfico lo confirma. Apenas dos recortes de tipos esperados en lo que queda de 2025, cuando hace un año se hablaba de seis. Como decíamos, una cosa es lo que se diga hoy y otra lo que suceda. Insisto en que no es algo vinculante.

Con tipos altos durante más tiempo, la renta fija de corto plazo sigue ofreciendo retornos interesantes con menor riesgo. Pero cuidado, si los recortes no llegan y la inflación rebota, incluso estos activos pueden verse penalizados. La renta variable, por su parte, se enfrenta a un entorno que denominaría como peculiar -no lo es, pero hemos estado mal acostumbrados muchos años-. Las valoraciones deben ajustarse a una tasa de descuento no tan baja como muchos desearían.

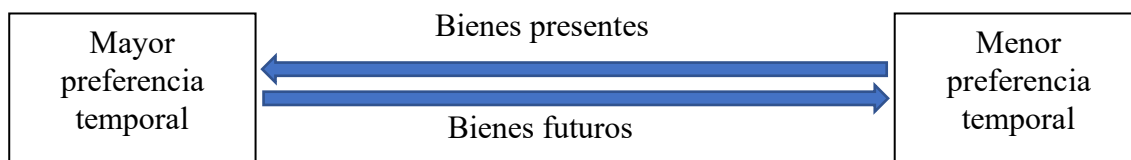
El mensaje para los inversores es doble. Primero, entender el contexto macro es imprescindible; segundo, más que adivinar lo que hará la Fed, conviene tener carteras preparadas para varios escenarios. Como decía el artículo anterior, la incertidumbre es la materia prima del inversor.

Insisto una última vez en que **el *dot plot* no es una bola de cristal**, pero nos dice mucho sobre el rumbo que podría tomar la política monetaria. Saber interpretarlo es como mirar el cielo antes de salir a navegar.

109. Qué son los tipos de interés

Hablamos mucho de los tipos de interés. Conocemos la importancia que tienen. Hablamos de ellos en términos coloquiales como el precio del dinero. Pero no son el precio del dinero. Te explicamos qué son realmente.

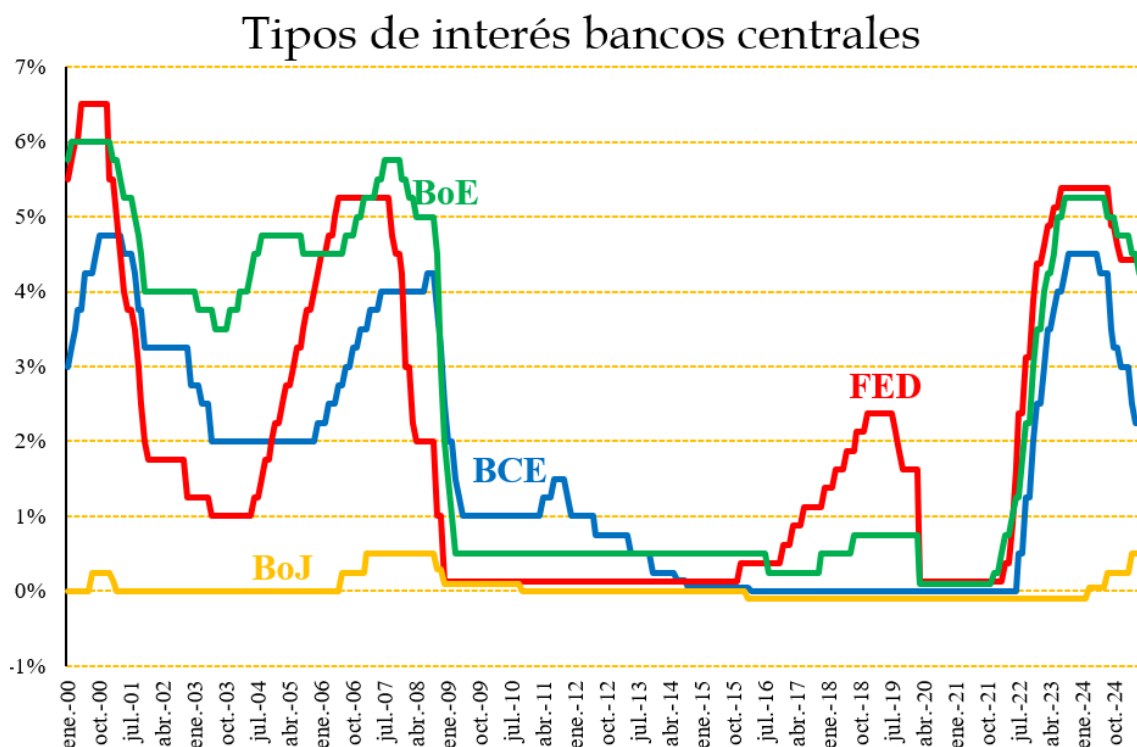
A igualdad de circunstancias, los seres humanos preferimos más los bienes en el presente que en el futuro. Ahora bien, esta intensidad de preferencia es distinta en cada ser humano. Incluso una misma persona puede variar sus preferencias según el momento y las circunstancias. El hecho de que todos prefiramos los bienes presentes a los futuros, pero con distintas intensidades, hace que surjan **oportunidades de intercambio beneficiosas para todos en función de la preferencia temporal** de los agentes que quieran intercambiar. Por ejemplo, aquellas personas que valoren mucho más presente que el futuro querrán intercambiar con aquellas personas que, valorando más el presente que el futuro, no lo hagan con tanta intensidad.



En estos intercambios, a aquellas personas que ofertan bienes presentes a cambio de obtener mayores bienes en el futuro se les conoce como **ahorradores**. Y surge un mercado de "tiempo" en el que se intercambian bienes y servicios. El precio que surge en este mercado de tiempo se conoce como tipo de interés. Todos preferimos 100 euros hoy a 100 euros en el futuro, pero una persona con elevada preferencia temporal, exigirá 110 euros si retrasa un año la adquisición de los 100 euros (sólo está dispuesta a posponer su consumo a cambio de 10 unidades monetarias más). Otra persona de menor preferencia temporal está dispuesta a retrasar los 100 euros a cambio de 101 euros dentro de un año (está dispuesta a posponer su consumo a cambio de 1 unidad monetaria más). El mercado recoge el precio de este mercado de tiempo: el tipo de interés, que se puede denominar

como la tasa social de preferencia temporal. O, dicho de otro modo, **el tipo de interés es el precio de mercado de los bienes presentes en función de los bienes futuros**. En este ejemplo, el tipo de interés podría quedar fijado entre el 1% y el 10%. Y si estas dos personas representasen los extremos de sociedad, el tipo de interés sería de un 5% aproximadamente. Por tanto, **si hay mucho ahorro en la sociedad, es decir, poca preferencia temporal, el tipo de interés será menor**. Por el contrario, **si hay poco ahorro, es decir, mucha preferencia temporal, el tipo de interés será mayor, indicando que la sociedad desea consumir**.

Si hace falta, tómate unos minutos para releer y procesar este último párrafo.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

En el día a día vemos múltiples intercambios de tipo de interés. Quizá el primero que se nos viene a la cabeza sea el de un préstamo bancario. Pero no sólo. **Un contrato por cuenta ajena es también un contrato de tipo de interés**. Un ahorrador que tiene una empresa paga hoy (mensualmente) a los trabajadores por apropiarse de la totalidad de los beneficios en el futuro. Y es que el mercado de préstamos bancarios es una minúscula parte del mercado de tiempo; simplemente es más sencillo a la hora de ver el tipo de interés porque lo

observamos directamente, pero toda la estructura productiva de la economía utiliza el tipo de interés como precio de coordinación. Por eso son tan importantes.

Por tanto, el tipo de interés es el precio de los bienes presentes en función de los bienes futuros, y recoge la tasa social de preferencia temporal.

Pero cuidado, los tipos de interés suelen ser definidos en las escuelas de economía como el precio del dinero. Esta definición es un error conceptual que viene, entre otros, del keynesianismo y sigue explicándose por todos aquellos que no han entendido realmente la esencia del interés. Keynes decía que el tipo de interés se genera con la oferta y demanda de dinero, pero no. **Esto lo que realmente determina es el precio de la unidad monetaria, su poder adquisitivo.** La demanda de dinero, aseguraba también el economista inglés, estaría determinada por el tipo de interés, pero el tipo de interés estaría determinado por la demanda de dinero... Keynes cae en un razonamiento circular. Y no es sino el teorema regresivo del dinero de Mises lo que explica la determinación de la demanda de dinero. Que nada tiene que ver con el tipo de interés.

Entendiendo la esencia del interés se puede ver que, lejos de lo que opinan escuelas de pensamiento como la keynesiana, **preferencia temporal y tipos de interés no son sino las dos caras de una misma moneda, en la que una ley natural humana (la preferencia temporal) queda reflejada en un precio (tipos de interés).**

Harina de otro costal sería explicar que **el tipo de interés, el precio más importante del mercado, no es libre.** Es decir, no se basa en oferta y demanda, sino que **se impone a través de los bancos centrales** (centrales, como aquellos organismos de planificación centralizada de la extinta URSS). Es como si el precio de las patatas estuviese regulado. Lo malo aquí es que el precio regulado es el más importante. Por eso no conocemos realmente cuál es la preferencia temporal. **Y de aquí se derivan buena parte de las malas inversiones que devienen en crisis.** Pero esto también es otro asunto que no vamos a tratar.

Artículo basado en el libro [La Valentía de la ignorancia](#)

110. ¿Y si la Fed no baja tipos? Entendiendo la incertidumbre del mercado

Cuando preparas una barbacoa para junio -pero del año que viene- no sabes si lloverá, si hará calor, si estarás a dieta o si tus amigos aún vivirán cerca. Algo parecido le pasa al mercado cuando intenta anticipar qué hará la Reserva Federal con los tipos de interés dentro de 12 meses.

Afortunadamente, existe una herramienta que mide esa incertidumbre financiera: el *Policy Rate Uncertainty Index* de la Reserva Federal de Kansas City. Este índice, basado en la volatilidad de las opciones sobre futuros del *Secured Overnight Financing Rate*, **no predice qué tipo de interés habrá, sino cuánto desacuerdo existe entre los inversores al respecto.**



Fuente: Carlos Arenas Laorga

En los albores del 2021, con tipos en mínimos históricos y la inflación aún dormida, el mercado también descansaba tranquilo. El gráfico lo muestra cerca del 0,5%.

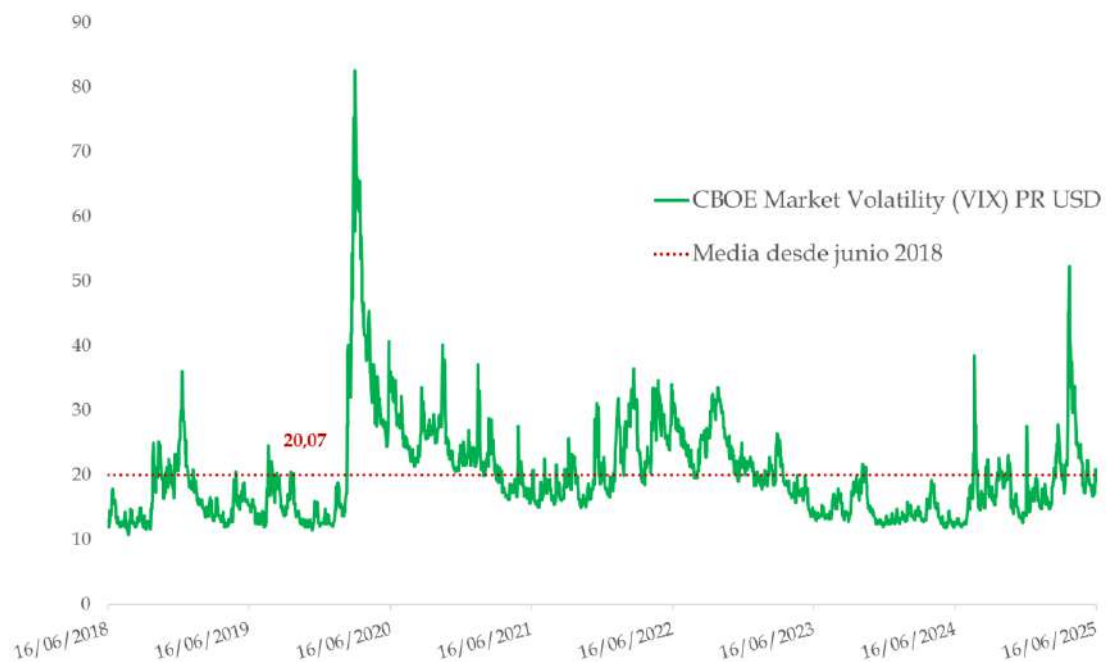
Pero **en cuanto la inflación se desató, el consenso se deshizo como un azucarillo**. El índice saltó por los aires, alcanzando valores cercanos al 2,5%.

Traducido: unos creían que la Fed se volvería aún más agresiva, otros que regularía en cuanto cayera la Bolsa, y muchos otros no sabían.

Desde entonces, **aunque la incertidumbre ha bajado, sigue claramente por encima de los niveles prepandemia**. Y es que, aunque la inflación ha cedido, los mensajes de la Fed siguen jugando al despiste: “*higher for longer*” pero “*data dependent*”. No sé si como consecuencia de mantener la independencia a toda costa -no olvidemos las injerencias de Trump- incluso haciendo caso omiso a sus dos mandatos con tal de llevar la contra a la Administración. O por mejores motivos. El caso es que el índice cae, pero de forma muy pausada.

Un **alto nivel de incertidumbre** de este índice no solo refleja un mercado confundido. También implica que:

- **La volatilidad en activos de renta fija puede aumentar.** Más incertidumbre significa primas de riesgo más elevadas. Y más riesgo, más oportunidades... o más disgustos. Nada nuevo que no vengamos repitiendo desde este comienzo de año. Llevamos 4 sesiones sobre volatilidad en este primer semestre. Por algo es. Y este índice nos confirma la necesidad. De hecho, no hemos visto los puntos más altos del VIX, pero sí las mayores caídas desde 1990.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

- **Las decisiones de inversión a largo plazo se complican.** Fondos de renta fija, carteras mixtas o incluso estrategias de *asset allocation* se ven afectadas por la falta de visibilidad. En marzo y abril vimos cómo algunos índices caían intramensual más de un 12%, pero cerraban planos.
- **Las valoraciones en bolsa pueden volverse más volátiles.** Porque el tipo libre de riesgo es el ancla de la valoración de muchos activos. Si esta ancla se mueve demasiado, prepárate... Con razón el VIX se conoce como el índice del miedo. Como hemos repetido en algunos artículos, la volatilidad no es el enemigo, sino un regalo envuelto en miedo.

No saber si el tipo de interés estará al 3%, al 4,5% o al 2% el próximo verano es como jugar un golpe ciego en el golf la primera vez que juegas en un campo. A veces se acierta, pero otras veces decoras el bosque o le das un susto al pato que estaba en el lago.

El dato del KC PRU en junio de 2025 sigue en niveles relativamente elevados. Eso significa que, aunque hay más consenso que hace un año, el mercado sigue sin tener claro el camino. La Fed, por su parte, no ha bajado tipos (algo bastante previsible), y lo más probable es que espere a después del verano, cuando la inflación lo permita. O quizá no...

Para los inversores, esta situación invita a dos cosas, desde mi punto de vista. La primera, a la **diversificación**. Hemos visto cómo el petróleo caía más de un 12% en menos de 30 días, pero luego subía más de un 16% en apenas 3 semanas. Lo mismo con otras clases de activos. En segundo lugar, la **gestión activa**. Fondos de gestión flexible, que puedan adaptarse al entorno o que su filosofía sea esa.

La incertidumbre no es enemiga del inversor. Es, de hecho, su materia prima. Pero hay que saber cocinarla. Entender herramientas como este índice nos da pistas sobre el sentimiento del mercado. Y, sobre todo, nos recuerda que invertir no es adivinar el futuro, sino prepararse para él. Quien sea adivino -o mejor, quien diga que lo es-, es la persona de la que no te tienes que fiar.

Si pensabas que la Fed te iba a regalar una bajada de tipos antes del verano, no te frustres. Hay otra forma de ganar en los mercados: entendiendo mejor los

riesgos, gestionando expectativas y, sobre todo, manteniendo la calma cuando el gráfico parece un electrocardiograma.

111. Una defensa de la gestión discrecional de carteras

En las redes sociales circula con elevada frecuencia contenido crítico sobre la industria financiera. A veces, con razón. La mayoría, con más ganas de generar ruido que de aportar algo. Uno de los últimos ejemplos ha sido un post que he leído acusando a la gestión discrecional de carteras de ser una gran estafa. Como si todo profesional que cobra por su trabajo fuera un estafador. Vamos a intentar explicar los puntos de este post por partes.

La comisión, ese eterno villano, es una de las partes sustantivas del post. Es cierto: las comisiones importan. Mucho. Pero reducir el debate a “si hay comisiones, hay engaño” es un reduccionismo simplista. La gestión discrecional implica un servicio: análisis, adaptación a perfiles de riesgo, vigilancia macroeconómica, selección de activos, revisión fiscal... Todo eso no se hace solo ni gratis.

Tampoco es lo mismo pagar un 1% por una cartera que bate sistemáticamente al mercado ajustado al riesgo, que un 0,3% por una que replica un índice. Por eso tienes (y perdonadme que ponga nombres concretos) a neo bancos sin apenas comisiones como Trade Republic o gestión discrecional indexada y muy barata como Indexa Capital. Por supuesto, tienes otros más caros, pero con un servicio mayor: Banca March, Bankinter, Tressis, Abante, Renta 4, etc.

Otra cosa es que los equipos de gestión no batan a su índice de forma generalizada. Pero que alguien te gestione el dinero y te haga ganar -aunque no bata al índice todos los años- ya es un servicio que merece la pena pagar.

Personalmente me podría gustar mucho pasar la fregona en la oficina. Y lo puedo hacer muy bien, pero prefiero pagar a alguien para que lo haga -incluso a veces lo haría peor que yo- y así me puedo dedicar a mi profesión. Imagina si ni siquiera se me diese bien fregar... Y no por eso pienso que la empresa que trae el personal de limpieza me esté estafando.

Si te parece una estafa que te cambien los neumáticos cuando puedes hacerlo tú de forma más económica, no vayas al taller. Podrías decorar o reformar tu casa tú mismo. Pero si quieres que todo esté bien distribuido, cumpla normativa, y el

resultado sea estéticamente atractivo y funcional, contratas un experto. Podrías hacer tú mismo la declaración de la renta o llevar la contabilidad de tu negocio. Pero si buscas optimización fiscal y evitar sustos con Hacienda, contratas un asesor. Podrías buscar en Google tus síntomas o diseñarte una dieta. Pero si prefieres un diagnóstico fiable, seguimiento personalizado y prevención de riesgos, vas al médico o al nutricionista. Puedes defenderte tú mismo en un proceso legal. Pero si está en juego tu patrimonio o libertad, recurres a un abogado. Y podemos seguir, ¿eh?

Pero si hay tanta queja ¿por qué hay gestión discrecional? Me recuerda a las críticas sobre Amancio Ortega o Juan Roch; malévolos empresarios. Pues gracias a ellos todos somos más ricos. Es más, si no nos sirviese bien, ellos no serían ricos. Pues la gestión discrecional, como decía, existe porque mucha gente necesita delegar. Porque no todos tienen tiempo, conocimientos, o ganas de elegir entre miles de fondos. Porque hay quien prefiere un servicio profesional, personalizable, y con supervisión. ¿Podría hacerlo por su cuenta? En teoría, sí. Como también podría construir su propia casa o defenderse solo ante Hacienda. Insisto en esto. Mi experiencia como parte de un equipo de gestión discrecional es muy positiva. De los miles de clientes, apenas unos pocos tenían conocimientos financieros básicos. Por eso delegaban. Y los pocos que sabían de inversiones, si delegaban, era porque no tenían tiempo o ganas. O porque pueden acceder a fondos que no podrían de otra forma.

¿Es el renting una estafa? Pagas más por el coche a la larga. Pero te quitas de líos. Te lo gestionan todo. Tú vas “a tiro hecho”. Cuando tienes algún problema llamas. ¿Estás dispuesto a pagar por eso? Pues fenomenal. Pero si no quieres, no digas que es un timo. Simplemente a ti no te merece la pena, y tus motivos tendrás. La gestión discrecional existe para quienes quieren tranquilidad, asesoramiento y una ejecución eficiente. No es para todos, ni debe serlo. Pero eso no la convierte en un timo.

¿Existen malas prácticas? Por supuesto. Como en cualquier industria. Hay dentistas excelentes y más que regulares; talleres mecánicos buenos y menos

buenos; empresarios que aceptan mordidas y que no; periodistas serios e ideologizados; trabajadores comprometidos y jetas. Y también hay entidades que priman sus productos propios o no son del todo transparentes. Pero generalizar eso a todo un sector es injusto e inexacto. Hay grandes profesionales, gestoras que cuidan al detalle cada cartera, y equipos con una ética intachable. Es más, son casi la totalidad.

He tenido la suerte de conocer a muchas personas de estos equipos, y me vais a perdonar de nuevo que personalice. Equipos como el de Abante, A&G, Tressis, Bankinter, Banca March, Renta 4; Mutuactivos; y otros que se me vienen a la cabeza, son excelentes. Con sus errores, claro. Como todo el mundo. Pero excelentes. Y ya no hablemos de gestoras internacionales, porque la lista se me iría a más de 100 entidades.

En muchos casos, la gestión discrecional permite acceder a clases limpias de fondos, a estrategias institucionales o a arquitecturas abiertas que serían inalcanzables para el pequeño inversor por su cuenta. También a private equity, a FCR, a fondos cuya inversión mínima te puedes saltar, y muchas otras ventajas. Con informes semanales, con atención bastante personalizada, con encaje en tu perfil de riesgo, y paro porque se me vienen a la cabeza multitud de ventajas más.

Este post también habla de la transparencia: saber qué se paga, por qué se paga, y qué se recibe a cambio. En general, las comisiones son bastante claras. A estas entidades les interesa el largo plazo y fidelizar a los clientes, no estafarles. Tienes un contrato marco, unas condiciones particulares. Con todo esto sobre la mesa, queda valorar si ese servicio tiene sentido para ti.

¿Hay comisiones? Sí. ¿Siempre están justificadas? No. ¿Puede una buena gestión marcar la diferencia? Rotundamente, sí. Lo ha demostrado la historia con multitud de ejemplos concretos. Pero es que pretender que no haya comisiones es pedirle a alguien que trabaje gratis. Cuando vas al taller no cobran solo por la pieza que hay que cambiar, también hay un coste de mano de obra. Claro. El promotor se lleva un margen en la venta de unas viviendas. Solo

faltaba... Y como estas entidades buscan relaciones a largo plazo y la normativa es bastante exigente, está bien clarito lo que se te cobra y en qué conceptos. Que haya mala praxis en casos muy aislados no supone que el servicio de gestión discrecional sea un timo, como dice el mencionado post.

Además, cada día hay más competencia, más opciones Precisamente gracias a la diversidad de productos, hay más “lucha sana” que nunca: desde *robo-advisors* con bajas comisiones hasta bancos privados con estrategias más complejas. Y esa competencia está empujando al sector hacia mejores prácticas, menores comisiones y transparencia cristalina. El cliente informado es el mayor aliado de esta evolución.

Cada vez hay mayor rigor y decisiones informadas. Antes de acusar a todo el sector de estafa conviene mirar los datos, comparar servicios y entender el valor que se ofrece. La gestión discrecional de carteras no es para todo el mundo, pero tampoco es un plan maquiavélico para desplumar incautos.

Es, sencillamente, una herramienta más en la arquitectura financiera. Y, bien utilizada, puede ser muy valiosa. Como todo, depende de cómo se use, de quién la ofrezca, y de si se ajusta o no a tus necesidades reales.

La educación financiera no se construye con memes, sino con conocimiento y con criterio. Tras muchos años en este sector y conocer a tantísima gente, me siento legitimado para defenderlo. Insisto una vez más en que hay comisiones, sí; puede haber casos marginales de mala praxis, sí; hay personas cuyo objetivo se cumpliría mejor si no estuvieran en gestión discrecional, sí. Lo cual no quita un ápice para que sea un servicio de elevado valor añadido para miles - millones- de personas. Que lo escogen voluntariamente, por cierto.

Desafío a quien quiera a desmentir lo que acabo de explicar. Reto a quienes quieran criticar este servicio a un debate. Pero no creo que nadie quiera...

Viva la educación financiera, viva la gestión discrecional de carteras, vivan las gestoras. Gracias a ellos, somos más ricos. Ya solo les falta que saquen de la manita a nuestros hijos al parque. Y si no te gusta, no lo contrates.

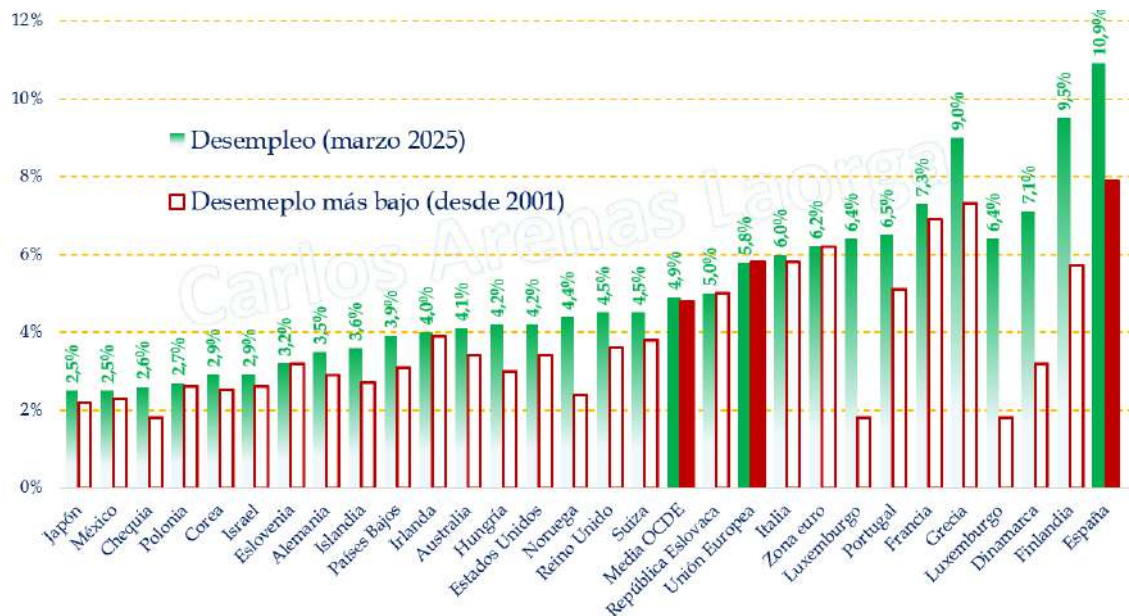
112. El paro: una tragedia silenciosa de la economía española

Líderes... pero en desempleo. España ha sido campeona europea y en la OCDE del paro durante buena parte de las últimas décadas. Incluso hoy, en pleno ciclo de recuperación económica y con datos que se acercan a los mínimos históricos, seguimos duplicando la tasa media de desempleo de la eurozona. Y lo que es peor, lideramos también el paro juvenil, como si fuese un siniestro rito de iniciación a la vida laboral.

Medias como la de la OCDE o la de la Unión Europea nos sacan los colores rojos de nuestra bandera. Que México, Chequia y, hasta países rescatados y con economías más precarias como Grecia nos den lecciones, es para hacérselo mirar. El problema del desempleo en España no es coyuntural, sino estructural. Estamos ante una patología crónica del mercado de trabajo, consecuencia directa de una hiper regulación y de unos incentivos profundamente distorsionados.

Y lo que más me preocupa es que escuchamos nuestros gobernantes sacar pecho por la recuperación del empleo cuando sigue siendo el peor. El peor, insisto. Y los crecimientos del empleo del último año se han debido en buena medida a la inmigración, al empleo público y a la no contabilización de los fijos discontinuos.

Cuando el coste de contratar es elevado y el de despedir es astronómico, las empresas se lo piensan dos veces antes de ampliar plantilla. Si a eso añadimos rigideces salariales impuestas y una inseguridad jurídica que convierte cualquier conflicto laboral en una ruleta rusa para el empleador, el resultado es paro estructural.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

En España, como en el infierno, el camino está empedrado de buenas intenciones. Estamos llenos de leyes bienintencionadas que matan el empleo. Cada reforma laboral ha prometido proteger al trabajador y ha terminado perjudicándolo. Fomentar el empleo no es blindar los contratos, es facilitar que se creen muchos y variados, en un entorno dinámico. Imagina qué sucede cuando blindas los contratos. El que está en el mercado ya, te lo agradecerá. El que no puede acceder ahora por la elevada protección, igual no te lo agradece tanto.

Las leyes laborales actúan como un corsé que impide la adaptación a las circunstancias reales del mercado. Cuando la norma impone uniformidad y rigidez, — mismo contrato, mismo salario, misma duración, independientemente del sector, la productividad o la situación económica —, lo que se consigue es que los más vulnerables (jóvenes, parados de larga duración, trabajadores poco cualificados) se queden fuera.

No hay milagros, pero hay principios económicos que funcionan. Para reducir de forma sostenida el paro, España necesita:

Simplificar y desregular el mercado laboral. Menos tipos de contrato, menos regulación, más espacio para la negociación individual.

Reducir los impuestos al trabajo. Las cotizaciones sociales son, en la práctica, un impuesto al empleo. Bajarlas permitiría crear más puestos y aumentar los salarios netos.

Implantar la mochila austriaca. Un sistema de cuentas individuales de indemnización por despido que incentiva la búsqueda de trabajo.

Combatir el desempleo con formación, no con subsidios eternos. La mejor política social es un empleo. Y el mejor seguro de empleo es la capacitación continua.

El paro no es una maldición inevitable, ni un castigo divino. Es el resultado previsible de una combinación de normas mal diseñadas, incentivos perversos y desconfianza hacia la libertad empresarial.

Llevamos muchas décadas repitiendo errores o agravándolos. Y parece que no aprendemos. Los políticos buscan votos y políticas del “buenismo” que son puñaladas al mercado laboral aunque queden muy estéticas de cara al votante.

Necesitamos dejar de ver al empresario como sospechoso habitual y empezar a verlo como aliado indispensable. Porque, al fin y al cabo, sólo creando un entorno propicio para contratar se logrará lo que de verdad importa: que cualquier español que quiera trabajar pueda hacerlo, sin trabas ni tuteladas.

El trabajo no se crea por decreto, sino por libertad. Libertad para emprender, para contratar, para negociar. Y también para equivocarse, aprender y volver a intentarlo. Facilidades, no burocracia. Libertad, no persecución.

113. La diversificación como antídoto, otra vez... Construyendo carteras antes del verano

Como siempre decimos en román paladino, no conviene poner todos los huevos en la misma cesta. La receta del inversor prudente sigue teniendo como ingrediente clave la diversificación. Y aunque los espectaculares repuntes de la renta variable estadounidense en los últimos meses podrían hacernos pensar que todo lo bueno está allí (otra vez), los datos y el contexto invitan a revisar.

El S&P 500 ha dado un giro de guion que ya hemos comentado estas semanas: cayó más de un 17% en apenas un mes y medio para luego recuperar el terreno perdido en solo 10 días. Un rebote que ha sido especialmente dulce para quienes mantuvieron una sobreponderación en renta variable, especialmente en EE.UU. y Europa. Sobre todo, en Estados Unidos.

Hemos hablado hasta la saciedad de no hacer demasiado caso de las caídas cuando son, sobre todo, ruido de sobre reacción. Habernos metido un poco más en el mercado ha hecho que, en menos de dos semanas hayamos recuperado e incluso mejorado la rentabilidad del índice al haber comprado barato.

La economía estadounidense sigue mostrando fuerza, aunque con señales de ralentización. Pese a la contracción del PIB en el primer trimestre, el mercado laboral aguanta y el consumo mejora, impulsado por cierta paz arancelaria. Y lo de cierta, lo subrayo. De hecho, creo que debería decir más bien incierta. Las empresas han vuelto a sorprender positivamente en resultados, sobre todo las tecnológicas, ese grupo que parece funcionar pase lo que pase. Han caído mucho. Y han brillado como las que más en muy poco tiempo.

No obstante, el dominio de EE.UU. en los mercados globales empieza a generar dudas. El país representa el 70% del índice MSCI World, una cifra histórica, mientras que Europa apenas alcanza el 18%. Antes de la era de las *Big Tech*, esta proporción era bastante más equilibrada; del 50% y del 35% respectivamente.

Uno de los elementos que están pesando en esta reflexión es el dólar, que ha perdido más de un 10% desde enero frente a las principales divisas. Las

tensiones geopolíticas, la diversificación de reservas de los bancos centrales y la reducción en la compra de deuda estadounidense por parte de los emergentes están cambiando el tablero.

Por supuesto que el crecimiento secular va a seguir anclado a la tecnología. Y la vamos a encontrar, sobre todo, en Estados Unidos. Y el mercado de deuda más líquido sigue siendo el americano, con una Fed que sigue demostrando su independencia. Es más, un informe de la Fed de St. Louis da un dato muy revelador. A saber, que los inversores no estadounidenses tienen actualmente 26.000 billones más de activos estadounidenses que la cantidad de activos internacionales que poseen los inversores estadounidenses. Lo que supone un aumento del 400% en diez años. Sé que esta frase suena lisa, pero es muy importante.

Y aquí viene otra cosa sustancial, a mi parecer; si los inversores globales empiezan a rotar incluso pequeñas partes de sus carteras fuera del dólar y de activos estadounidenses, el impacto en valoraciones y tipos de cambio puede ser considerable. Si un trasatlántico gira apenas unos grados, el cambio de rumbo será notable a pocos kilómetros. A más distancia, el destino es otro continente. Pues bien, ese es el potencial efecto de una desdolarización parcial.

Europa sigue jugando su papel en esta película. La inflación se modera, el crecimiento mejora aunque con timidez, y el BCE ya ha bajado tipos ocho veces. En este entorno, la renta variable europea destaca por sus valoraciones atractivas y su renovado dinamismo, gracias al repunte del crédito y la inversión pública. Tal vez no tenga la espectacularidad de Silicon Valley, pero tiene sus propios encantos: estabilidad, diversificación sectorial y potencial de mejora.

China, por su parte, combina riesgos claros con estímulos monetarios y fiscales. Las ventas minoristas repuntan y el gobierno mantiene firme su apoyo. Si bien el entorno no es el más propicio, para ciertos perfiles puede ser una jugada interesante.

El metal amarillo sigue siendo el refugio por excelencia. La acumulación por parte de bancos centrales, especialmente de emergentes, ha devuelto al oro su lugar como segundo activo de reserva mundial. Rusia y China lideran este movimiento, reduciendo su dependencia del dólar y reforzando sus reservas en oro. También hemos hablado sobre esto, pero quiero recordar que China sigue incrementando sus reservas y ha pasado del 1 al 7% en sus tenencias, frente a la caída de la deuda americana en su poder, que ha pasado el 45 al 30%. El oro no es el activo más emocionante, pero sigue siendo uno de los más fiables. De hecho, según un informe del BCE, el oro ha superado al euro como segundo activo de reserva, superando al euro, con una cuota que alcanza el 20%. Los bancos centrales siguen siendo un impulso, con los ya sospechosos habituales comprando: India, China, Turquía, o Polonia.

Aunque el mercado estadounidense sigue siendo referencia obligada, las cifras y los vientos geopolíticos invitan a reconsiderar cómo y dónde estamos invertidos. Diversificar no es una moda, es una estrategia básica, siempre. Y en un entorno donde los movimientos de capital pueden tener efectos amplificados, tener activos en diferentes regiones, monedas y sectores es más una necesidad que una opción.

Seguro que os acordáis de aquel anuncio que decía “la potencia sin control no sirve de nada”. Pues eso...

114. CLOs, la torre de bloques de la deuda y el piso mezzanine

Estos días he escrito sobre varios fondos que se centran en CLOs. Más o menos he explicado en qué consiste este instrumento, pero nos han llegado preguntas sobre su importancia, su moda y, sobre si lo podíamos explicar en más detalle. Pues voy a intentarlo.

¿Conoces las nuevas casas que se construyen como un lego? Con bloques que vienen de la fábrica directamente. Pues imagina una torre formada por esos bloques. En la base, colocamos piezas muy sólidas. Conforme subimos, las piezas se vuelven algo menos estables. Esa torre es una buena imagen de lo que es un CLO, o *Collateralized Loan Obligation*. Un instrumento financiero complejo, sí, pero no incomprensible.

Un CLO es un instrumento de titulización de deuda. Básicamente, un grupo de préstamos corporativos — muchas veces préstamos sindicados otorgados a empresas con baja calificación crediticia — se agrupan en una entidad financiera que los empaqueta y los convierte en un producto invertible. Esa entidad emite distintos tramos de deuda que los inversores pueden comprar, y con lo recaudado se financia la adquisición de esos préstamos.

Así, el inversor no está prestando directamente a una empresa, sino comprando una parte de un paquete que contiene muchos préstamos distintos. Esto permite diversificar el riesgo y acceder a tipos de interés más elevados que los de la deuda pública, aunque, lógicamente, con más riesgo.

Un banco tiene muchos préstamos en su balance. En lugar de quedarse con todo ese riesgo, los mete en una caja (el CLO), vende trozos de esa caja a diferentes inversores y así obtiene dinero para seguir prestando. Cada "trozo" del CLO tiene un nivel de riesgo distinto, según su lugar en la fila para cobrar. Es como si repartiéramos una pizza entre varios amigos: algunos se aseguran el trozo más grande pero más caro (más seguro), y otros se quedan con lo que sobre, con más incertidumbre pero pagando poco, aunque probablemente les llegue un buen pedazo (mayor rentabilidad).

Recordando un ejemplo que me ponía un gran amigo de una gestora hablando de otro producto, le robo una variante del ejemplo. Ahora que estamos con calor, piensa en una ensaladilla rusa. El CLO es el recipiente, y dentro lleva patata, atún, huevo, guisantes... Cada préstamo es un ingrediente. Algunos tienen sabor suave, otros pueden ser más fuertes, otros más o menos salados, etc. La gracia está en que, mezclados, forman un todo que entra de maravilla. Pero ojo: si los ingredientes no se han seleccionado bien, la digestión puede ser complicada.

Los CLOs se dividen en tramos, como los pisos del edificio. Cada tramo tiene un nivel de riesgo y una prioridad de cobro distinta:

- El tramo **senior** está en la base. Es el primero en cobrar intereses y principal, y por tanto el más seguro. Pero también es el que menos rentabilidad ofrece.
- En el extremo opuesto está el tramo **equity**, el más arriesgado. Cobra lo que sobra, si sobra algo. Puede ofrecer grandes beneficios o grandes disgustos.
- En medio de ambos está el tramo **mezzanine**. Como un entresuelo. De hecho, es el significado del término en italiano. No es el primero en cobrar, pero tampoco el último. Su nivel de riesgo es medio y, por tanto, su rentabilidad también.

Los tramos Mezzani son interesantes porque son el punto de equilibrio entre riesgo y rentabilidad. Si el tramo senior es como un plazo fijo y el *equity* más arriesgado, el mezzanine es como un fondo de renta fija de *high yield*. Da para emocionarse un poco sin necesidad de tener el desfibrilador a mano.

En el contexto europeo, los tramos *mezzanine* están ganando atractivo por varias razones:

1. **Contexto de tipos de interés:** con unos tipos estabilizados o incluso a la baja, los inversores buscan rentabilidad en activos algo más arriesgados que la deuda pública. Ahí aparece el *mezzanine*, con retornos que pueden situarse entre el 8% y el 12% anual, dependiendo de la estructura.
2. **Protección estructural:** los tramos *mezzanine* están protegidos por los flujos que primero se destinan a pagar los tramos senior. Si hay pérdidas,

estas primero afectan a los tramos *equity* y luego al *mezzanine*. Esta colchón hace que, aun siendo arriesgados, tengan una barrera de seguridad.

3. **Diversificación y sofisticación:** muchos fondos institucionales y gestoras europeas están incorporando CLOs *mezzanine* como parte de una estrategia de diversificación de renta fija privada, con selección de emisiones y equipos de análisis que estudian los activos subyacentes.

Estos instrumentos tienen riesgos importantes:

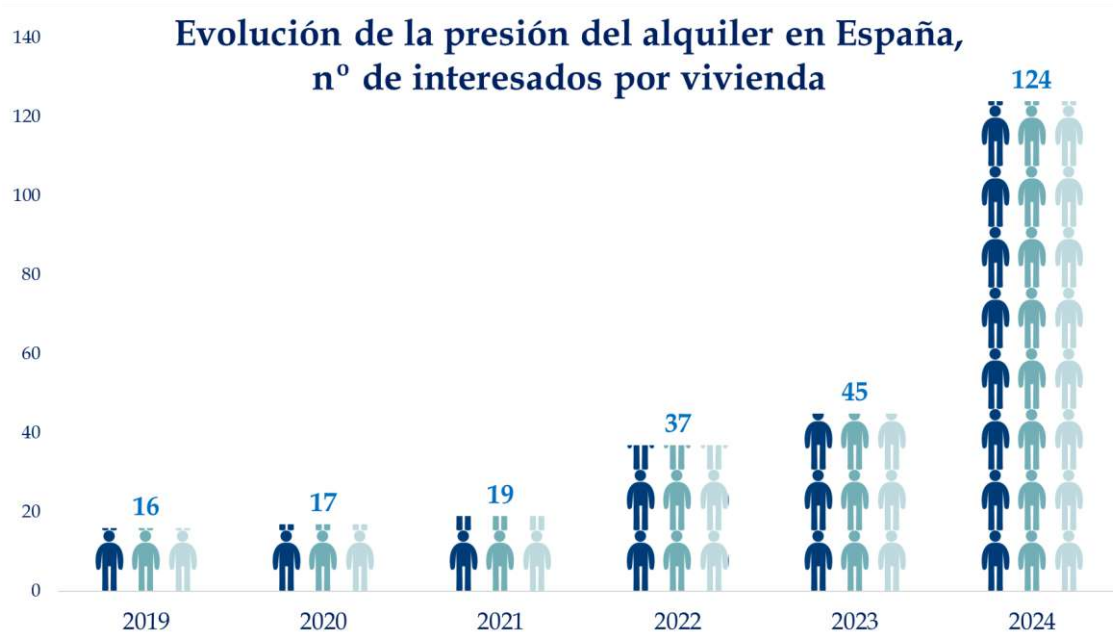
- **Complejidad:** entender qué hay dentro de cada CLO requiere bastante análisis.
- **Riesgo de crédito:** si las empresas que hay en el paquete de préstamos dejan de pagar, los tramos *mezzanine* son los primeros en sufrir tras el *equity*.
- **Liquidez:** no siempre es fácil vender un CLO *mezzanine* antes del vencimiento. Hay que contar con que la inversión es para varios años. Pero cuidado, hay una especie de mito sobre su iliquidez. No es así. Simplemente no son tan líquidos como otros activos. Pero no caigamos en mitos.

Los CLOs, y en particular sus tramos *mezzanine*, son como el entresuelo con buenas vistas, pero sin ascensor. Hay que subir unos escalones, asumir algo de esfuerzo (o riesgo), pero se puede obtener una vista mucho mejor que desde el sótano.

115. Alquiler en España: demasiados buscando, muy pocos ofreciendo

¿Qué ocurre cuando 124 personas llaman a una misma puerta? En el mercado del alquiler español, eso es exactamente lo que está pasando.

En 2024, encontrar un piso de alquiler en España se ha convertido en una carrera de obstáculos tan desesperante como absurda: **124 personas contactan con cada vivienda nueva que se oferta en tan solo diez días**. Para hacernos una idea del nivel de saturación, una situación equilibrada se da con entre 10 y 15 interesados. Estamos **a más de 800% del nivel saludable**. Y lo peor es que esta cifra ha subido como la espuma: hace cinco años, eran solo 16. Y siento decir que esto es una media. En lugares en los que se ha implementado la Ley del Gobierno, que introduce medidas para limitar los precios del alquiler en zonas tensionadas, así como para proteger a los inquilinos frente a desahucios, la presión se hace más insoportable. **Barcelona, por ejemplo, tiene una presión de 421 interesados** en diez días por cada vivienda que sale al mercado.



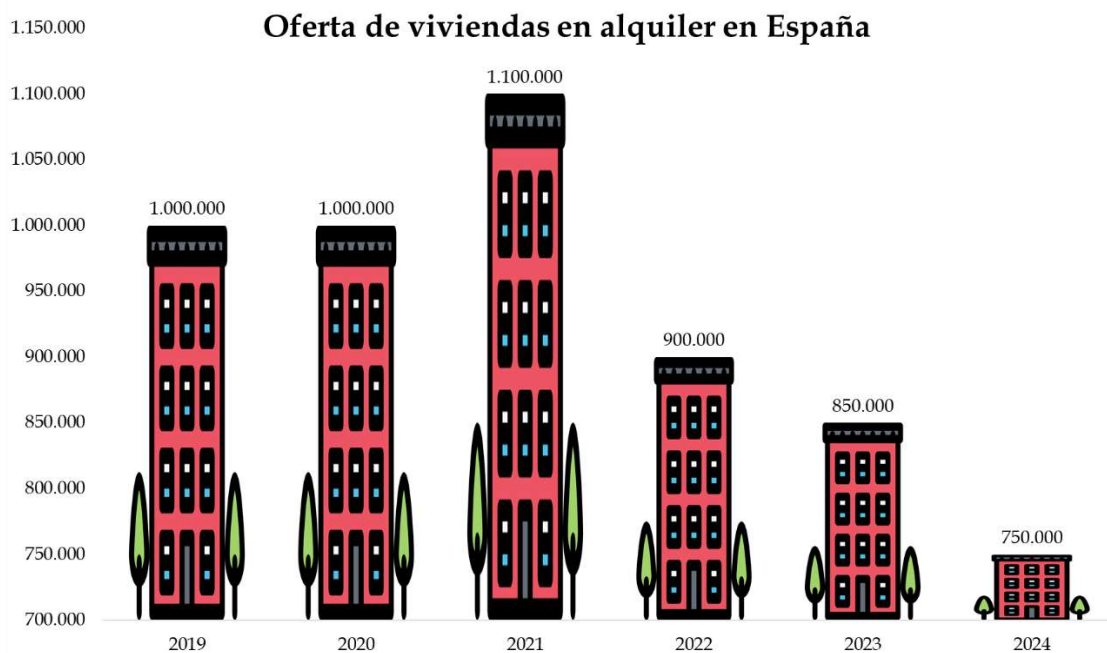
Fuente: Carlos Arenas Laorga

¿Qué ha pasado? ¿Por qué el alquiler en España se ha convertido en una jungla? Y sobre todo: ¿por qué las políticas públicas no solo no están ayudando, sino que están agravando el problema?

Ya hemos explicado en algún artículo anterior que las medidas para facilitar el alquiler tienen que pasar por un incentivo a la oferta, no por su restricción. En la vida, **cuando algo escasea y muchos lo quieren, sube de precio** (es una ley universal *ceteris paribus*). Pero **si además la oferta se reduce, el mejunje se vuelve explosivo**. Es exactamente lo que está pasando en las grandes ciudades y zonas turísticas de España.

Según el **Barómetro del Alquiler 2024**, se han perdido más de 96.000 viviendas en alquiler en tan solo un año (solo en Barcelona 40 mil). En paralelo, la **presión de la demanda ha batido récords**. Ciudades como **Barcelona** (421 interesados por piso) o **Vizcaya** (191) son dos ejemplos de ciudades que han declarado zona tensionada sus territorios. A la vista están los resultados. Por supuesto, hay otras ciudades como **Madrid** o **Valencia** que, por su elevada demanda, también tienen dificultades, pero muy alejadas de estas dos mencionadas. Valencia se sitúa en torno a la media, con 125 y Madrid, la que debería tener mayores problemas, se mantiene por debajo incluso de la media con 109 interesados por cada vivienda.

En estas zonas tensionadas que han decidido considerarse como tales se han aplicado con entusiasmo las medidas estrella de la Ley de Vivienda: limitación de precios en zonas, más trabas al propietario, requisitos adicionales y una política fiscal más gravosa.

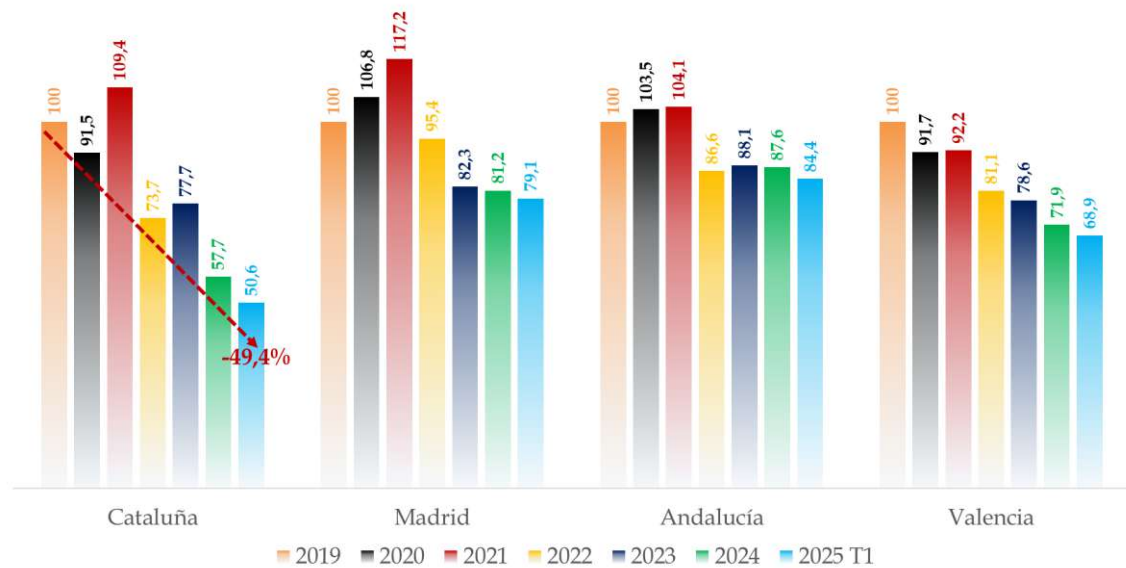


Fuente: Carlos Arenas Laorga

El resultado no podía ser distinto al que estamos viendo. **Muchos propietarios han retirado sus pisos del mercado**, pasándolos a alquileres turísticos o, directamente, dejándolos vacíos ante el **riesgo regulatorio**. Como bien explicaría cualquier profesor de economía, cuando se pone un precio máximo artificial (como el control de alquileres), la cantidad ofertada cae. El incentivo desaparece, y el bien desaparece con él.

Puede que el precio del metro cuadrado por alquiler haya caído en estas zonas, claro. Pero resulta mucho más complejo poder acceder a un piso. A este respecto podemos poner multitud de metáforas y ejemplos históricos. Aunque normalmente utilizo el de **productos básicos en economías planificadas o el racionamiento en economías de guerra**. En sistemas económicos donde el gobierno controla estrictamente los precios de la mayoría de los bienes y servicios, es común observar escasez (pensemos en Venezuela, Cuba o la extinta URSS). Los productores no tienen incentivos para innovar o producir más allá de lo que el gobierno les exige, y la demanda, a precios artificialmente bajos, supera con creces la oferta. Esto lleva a **estantes vacíos, largas colas y, casi siempre, el surgimiento de mercados negros**.

Oferta de vivienda en alquiler (índice)



Fuente: Carlos Arenas Laorga

Pero cuidado. Es que ni siquiera ha caído el precio especialmente... Según el Observatorio de la vivienda: *“La provincia más cara para vivir de alquiler en España es Barcelona, con un precio medio de 1.604€, un 11% más que el año anterior. Por encima de los 1.000€ hay otros ocho territorios. Se trata de las Islas Baleares (1.598€), Madrid (1.495€), Guipúzcoa (1.430€), Vizcaya (1.232€), Málaga (1.191€), Las Palmas (1.070€), Valencia (1.044€) y Santa Cruz de Tenerife (1.031€).”*

Las medidas del Gobierno tenían, en principio, un objetivo loable (si somos bien pensados): abaratar el acceso a la vivienda. Pero han olvidado una regla básica; que no se puede forzar la oferta con leyes si no se crean incentivos para que esa oferta exista o si, como esta pasando, se destruye cualquier aliciente.

El caso catalán es paradigmático. De los 271 municipios declarados como zonas tensionadas, la mayoría se encuentran en Cataluña. **Es precisamente en estas áreas donde más se ha reducido la oferta. Pero no un poco. ¡Un 50% en el caso de Cataluña!** En lugar de solucionar el problema, se ha cronificado. Nada que no supiéramos de ante mano.

La única salida sensata pasa por **fomentar la oferta**. No hay atajos.

- **Seguridad y estabilidad jurídica.** Es fundamental recuperar la **confianza** de quienes ponen su vivienda en alquiler. Si las leyes se perciben como una amenaza, los pisos desaparecen del mercado.
- **Incentivos fiscales y urbanísticos.** Agilizar licencias, facilitar la rehabilitación y premiar el alquiler a largo plazo (en lugar de demonizarlo) es esencial. **Reducir impuestos**, no aumentarlos.
- **Construcción, no restricción.** España necesita **más vivienda** en alquiler, especialmente en grandes ciudades. Eso implica **construir más y habilitar parcelas** allí donde haya demanda.

Menos controles es igual a mayor vivienda en oferta. Intentar resolver un problema de escasez con más intervención no es solo ineficaz, es contraproducente. El mercado del alquiler en España necesita aire, no corsés. Necesita más viviendas, no más trabas. Y necesita políticas que entiendan que la oferta no se impone por decreto, sino que se cultiva con incentivos claros y reglas del juego estables.

Mientras no lo hagamos, seguiremos viendo cuchitriles a 1.000 euros con más de 100 personas en la puerta. Y seguiremos frustrando a una generación entera que solo quiere lo más básico: un techo que pueda pagar.

SUSCRÍBETE A ESTRATEGIAS DE INVERSIÓN PREMIUM

www.estrategiasdeinversion.com



**ESTRATEGIAS
de INVERSIÓN**