

# CLAVES PARA NAVEGAR EN UN MERCADO EN CONSTANTE CAMBIO:

DE LOS "7 MAGNÍFICOS" A LA RENTA FIJA



## Índice

Introducción .....	4
1. “Los 7 magníficos”: no es oro todo lo que reluce .....	5
2. ¿Inversión en gestión activa o en gestión pasiva? .....	8
3. ¿Es realmente más barata la inversión a través de ETFs? .....	13
4. En las carteras de fondos: estar siempre invertidos .....	18
5. Por qué han aumentado tanto los flujos en fondos hacia Japón .....	22
6. Por qué puede ser el momento de subir el peso en renta fija .....	24
7. El interés compuesto y el tiempo .....	26
8. Los activos más rentables de 2024 .....	30
9. Qué pasa este año con el mercado americano.....	33
10. ¿Por qué ha quebrado el Republic First Bank?.....	36
11. Vuelta a la Cartera 60/40. Artículo 1/2.....	39
12. Vuelta a la Cartera 60/40. Artículo 2/2.....	42
13. ¿Invierto, aunque el mercado esté en máximos? .....	45
14. ¿Qué relación tienen los bancos con los tipos de interés? .....	51
15. ¿Cuánto tengo que subir para recuperar una caída?.....	54
16. ¿Dónde invierten los ultra ricos? .....	57
17. Cómo se calcula la rentabilidad: curiosidad financiera técnica .....	61
18. 4 Temas clave en renta variable.....	68
19. Por favor, diversifique .....	71
20. La caída reciente de NVIDIA: algunas razones y perspectivas futuras ..	75
21. La importancia de reorganizar la cartera de fondos antes de irse de vacaciones de verano .....	78

22.	Riesgos de mercado de las elecciones anticipadas en Francia .....	82
23.	El incremento del <i>private equity</i> en las carteras de clientes en España .....	86
24.	El valor de los periodistas de investigación en la investigación de Renta Variable .....	89
25.	Ánalisis del mercado y evolución de las acciones de NVIDIA.....	92
26.	¿Por qué han caído de golpe los mercados y han recuperado en buena parte? 95	
27.	Los fondos que mejor se han comportado en verano.....	98
28.	Mitos sobre el mercado: las grandes compañías del S&P y su concentración.....	101
29.	¿Merece la pena el S&P 500 Equal Weight? Te sorprenderías.....	106
30.	¿Y ahora qué? .....	109
31.	¡Sal de los depósitos ya! Te decimos a dónde.....	112
32.	Luz verde para la bajada de tipos. ¿Qué esperar de los mercados?.....	116
33.	Bajadas de tipos y mercados emergentes ¿oportunidad? .....	119
34.	Bajadas de tipos y renta fija.....	124
35.	¿Vienen curvas? .....	127
36.	Septiembre: el mes más bajista de los mercados bursátiles.....	130
37.	Estrategias para afrontar el “Efecto Septiembre” .....	133
38.	El oro reluce como siempre .....	135
39.	La explosión de China, ¿controlada? .....	139
40.	Oportunidades y desafíos en la economía global: un análisis de las tendencias recientes.....	142
41.	¿Cómo se determina el precio de las acciones? Realidad o especulación	
	146	
42.	El riesgo de enamoramiento de un fondo .....	152

43. El Índice de Miseria y las próximas elecciones en Estados Unidos: ¿se repetirá la historia? .....	155
44. El atractivo de los bonos de alto rendimiento y la estrategia de Aegon High Yield Global Bond Fund .....	158
45. La Cartera 60/40: de vuelta para aprovechar la rentabilidad en renta variable y renta fija .....	162
46. Trump y el Black Friday .....	166
47. ¿Otro mercado alcista más?.....	170
48. Planes de pensiones: más cambios que tópicos.....	173
49. Planes de pensiones y fondos de inversión: ¿aliados o rivales? .....	175
50. Informe de perspectivas de inversión 2025 de Estrategias de Inversión	178
51. Por qué la renta variable se llama así, casi seguro que no lo sabías.....	185
52. Riesgos en Europa, el Bundesbank avisa .....	190
53. Informe sobre el Boletín Económico 2024/T4 del Banco de España .....	193
54. La mejor economía del mundo en 2024 es España... o no. Análisis del ranking de <i>The Economist</i> .....	196
55. La Fed baja tipos y el mercado se lo toma mal.....	199
56. España necesita activar sus mercados de capital: las recomendaciones de la OCDE .....	201
Glosario de términos financieros.....	206

## Introducción

Este compendio de artículos nace con un objetivo claro: contribuir a la educación financiera. En una sociedad en donde la información abunda pero muchas veces carece de rigor o contexto, creemos que compartir una visión ordenada, crítica y didáctica sobre la inversión es más necesario que nunca.

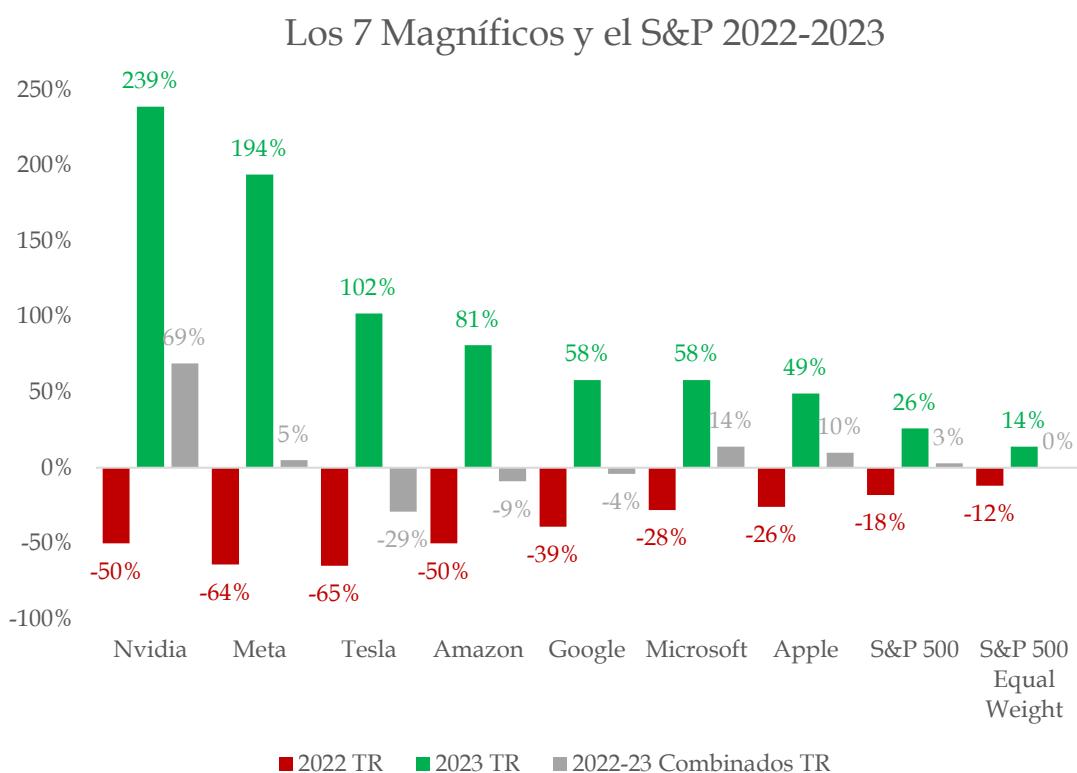
A lo largo de 2024 hemos publicado decenas de artículos en *Estrategias de Inversión*. En ellos hemos tratado de explicar conceptos, analizar situaciones de mercado y, sobre todo, acompañar al lector en su proceso de aprendizaje como ahorrador e inversor. Esta obra recopila algunos de esos textos.

Hemos eliminado análisis de fondos concretos —que, por su propia naturaleza, pierden vigencia rápidamente— y hemos descartado algunos artículos excesivamente dependientes del momento coyuntural. Sin embargo, hemos querido conservar otros textos que, aun siendo muy vinculados a la actualidad, creemos que ayudan a entender fenómenos financieros relevantes y muestran cómo se vivieron en tiempo real. Por ello, hemos decidido no cambiar tiempos verbales ni actualizar su redacción: lo que se publicó entonces, se presenta aquí tal cual fue escrito. También pedimos perdón porque algunos artículos utilizan términos en cursiva que no es utilizado en otros. La coherencia en el tono o en ciertos términos no es completa.

No pretendemos sentar cátedra. Tampoco ofrecer recetas mágicas. Solo queremos aportar un granito de arena a una sociedad que necesita más cultura financiera. Como decía Benjamin Franklin, “una inversión en conocimiento paga el mejor interés”. Creemos, como Warren Buffett, que “alguien se sienta hoy a la sombra porque alguien plantó un árbol hace mucho tiempo”. Y como señalaba Benjamin Graham, “la principal causa de las pérdidas en inversiones es no saber lo que se está haciendo”. Por eso hacemos esto; porque el conocimiento financiero es una semilla que, con el tiempo, da fruto.

## 1. “Los 7 magníficos”: no es oro todo lo que reluce

No es difícil encontrar fondos que inviertan en Estados Unidos con algunas posiciones en lo que se conoce como “los 7 magníficos”. También es fácil encontrarse a algunas de estas compañías en fondos de tecnología o globales. Y es que, debido a su enorme tamaño y la importancia que tienen en el S&P 500 (30% del índice), es lógico que los gestores no quieran quedarse fuera de las espectaculares rentabilidades que han tenido en el año 2023. Pero no es oro todo lo que reluce. Estas mismas compañías tuvieron un 2022 complicado, con caídas que llegaron a superar el 60%.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

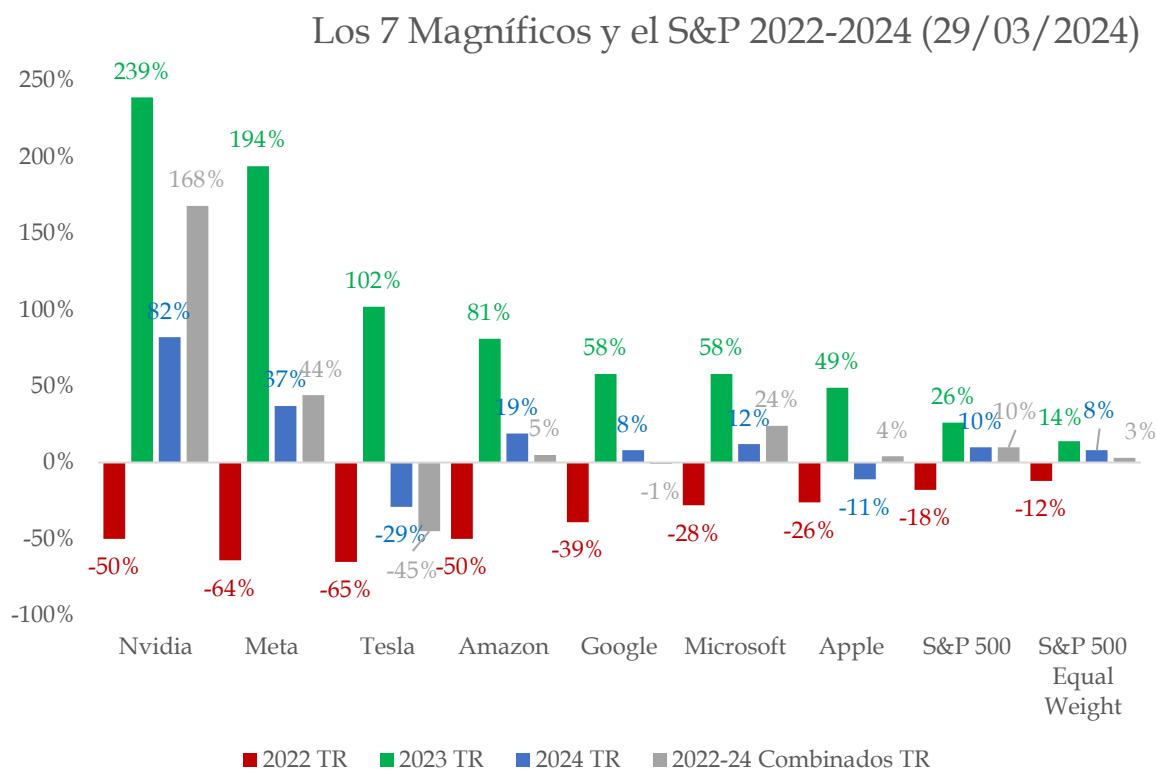
Los fondos que sobreponderaron estas posiciones en el año 2023 se vieron altamente beneficiados, llegando a obtener algunas de estas empresas unas rentabilidades de triple dígito. En especial destacaron Nvidia, Meta, y Tesla.

Con los enormes descuentos después del año 2022, algunos fondos *value* integraron en su cartera estas posiciones, tradicionalmente presentes en fondos de estilo más *growth*. Esto hizo que muchos fondos de gestión más activa batiessen

a los fondos más indexados que, haciéndolo bastante bien, se quedaron lejos de aquellos que tenían más peso en los 7 magníficos.

Ahora llegan resultados trimestrales y el mercado ya empieza a descontar un comportamiento dispar entre estas compañías. Así, podemos ver cómo en este año la rentabilidad de unos y otros ya no es tan tendencial hacia valoraciones crecientes. Parece lógico que ya no veamos rentabilidades de triple dígito, pero es que hay algunas de estas compañías que incluso están sufriendo unas rentabilidades negativas por debajo del -10 y del -20%, como es el caso de Apple y Tesla, respectivamente.

El resultado combinado desde 2022 a cierre de marzo de 2024 es bien distinto a la alegría incontenida de 2023. Nvidia tiene un acumulado de 168%, pero Tesla sufre un -45%. Otras obtienen una rentabilidad acumulada modesta, como Amazon o Apple.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

Caídas indiscriminadas en 2022 y alocadas subidas en 2023. ¿Estará poniendo el mercado un precio más real este año 2024 a estas compañías? No vale cualquier compañía. No es oro todo lo que reluce. Ya se habla muy poco de las FAANG  
¿Se ha acabado el hablar de los 7 magníficos?

## 2. ¿Inversión en gestión activa o en gestión pasiva?

Llevamos años escuchando el debate entre la gestión activa y la gestión pasiva. Sin embargo, siendo estrategias distintas, tampoco existen tantas diferencias. En este breve artículo vamos a tratar de ver algunas ventajas y desventajas de ambos tipos de estrategia.

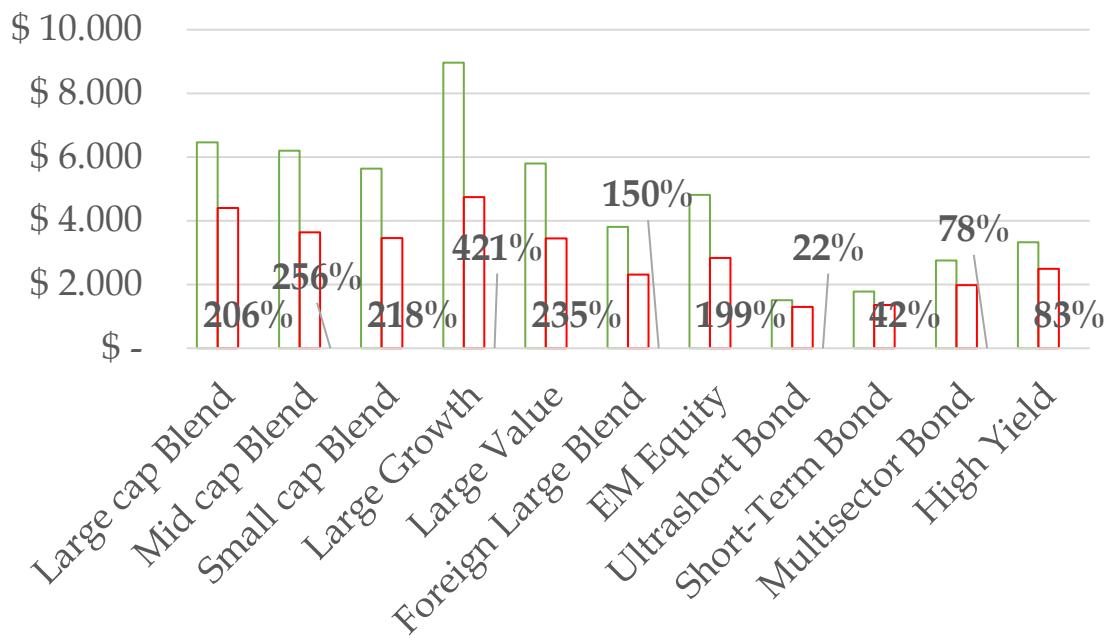
Conviene señalar desde el principio, que la elección de una u otra estrategia también dependerá del horizonte temporal del inversor, de su conocimiento de los mercados financieros, del tiempo que pueda dedicarle, etc. No tratamos de decir cuál puede ser mejor o peor, sino dar unas pinceladas de lo bueno y malo de cada una de ellas.

En la **gestión pasiva**, el inversor trata de **replicar un índice**, es decir, un tramo del mercado que puede ser muy diverso: desde índices bursátiles, a tamaño de capitalización de empresas, pasando por materias primas y otros tantísimos nichos de mercado. En este caso el inversor va a obtener una **rentabilidad muy similar a la del índice** que está tratando de replicar. Así, nos aseguramos de que **no vamos a caer más que la media del tramo de mercado** que estemos replicando. Ahora bien, tampoco tendremos una rentabilidad superior. Cuando “compramos” un índice, nos quedamos con todo el índice, con lo bueno y con lo malo. Existen índices en los que hay empresas que no son del todo buenas. Por ejemplo, en el Russell 2000, el 40% de las compañías no tienen beneficios positivos. Además, como este tipo de vehículos de gestión pasiva, ya sean ETFs o fondos indexados, son muy sencillos de gestionar, las **comisiones suelen ser bastante bajas**. Igualmente, la estrategia que sigue el gestor es de muy **fácil comprensión**, pues se limita a tener en la cartera los títulos del índice en su proporción adecuada.

De todos modos, el eterno debate de gestión activa vs gestión pasiva, en realidad no es tal. La gestión pasiva es una decisión de gestión activa. ¿Por qué decido invertir en un índice y no en otro? Esto es clarísimamente una estrategia de gestión activa. Por tanto, no podríamos decir que existe una decisión de gestión pasiva pura.

En la **gestión activa** se pagan unas **comisiones más elevadas**, pues se está pagando a un gestor para que elija **aquellas compañías que mejor se vayan a comportar**, descartando aquellas malas compañías que teníamos que incluir si comprábamos un índice en la gestión pasiva. Esto tiene una ventaja clara: se puede **batir al índice**. Aunque cuidado, si el gestor no lo hace bien, también podemos obtener **rentabilidades inferiores al índice**. Y depende mucho quién nos gestione las inversiones...

**Dispersión de los retornos por clase de activo y gestor en los últimos 20 años (dic 2023)**



Fuente: Fuente: Carlos Arenas Laorga con datos de JP Morgan

Es fácil que nos encontremos con retornos a 20 años que distan más de un 200% según el gestor y el tipo de activo. Incluso en Large Growth vemos como la dispersión alcanza ¡más del 400%! Y, es que, la gestión activa goza de una flexibilidad que no tiene la réplica de índices. Por eso la dispersión es mucho mayor. Esta **flexibilidad** también tiene sus riesgos, claro. De hecho, antes que poder caer mucho más que el índice, existe un primer riesgo: **las estrategias no son siempre sencillas de entender**. Es de fácil comprensión replicar un índice.

En cambio, puede ser bastante complejo comprender una estrategia long-short de fusiones y adquisiciones que está protegida con opciones y tiene un porcentaje de la cartera en SPACs.

Aunque quizá, la mayor desventaja de la gestión activa sea la **dificultad de batir de modo sistemático al índice** al que se referencia. O, por ser más precisos, a su benchmark. ¿Sabéis cuántos fondos de inversión americanos de *large cap* permanecen en el primer cuartil durante un periodo consecutivo de 5 años? ¡El 0,00%!

**Persistencia del rendimiento de los fondos de renta variable EE.UU. durante cinco períodos consecutivos de 12 meses**

	nº fondos	% de fondos que permanecen en el <b>cuartil superior</b>				
		<i>sep-11</i>	<i>sep-12</i>	<i>sep-13</i>	<i>sep-14</i>	<i>sep-15</i>
Large-Cap Funds	268	16,04%	5,22%	0,75%	0,00%	
Mid-Cap Funds	98	19,39%	10,20%	2,04%	0,00%	
Small-Cap Funds	148	21,62%	8,11%	1,35%	0,68%	
Multi-Cap Funds	189	27,51%	6,88%	3,70%	0,53%	
<b>All Domestic Funds</b>	<b>703</b>	<b>20,77%</b>	<b>6,97%</b>	<b>1,85%</b>	<b>0,28%</b>	

	nº fondos	% de fondos que permanecen en la <b>mitad superior</b>				
		<i>sep-11</i>	<i>sep-12</i>	<i>sep-13</i>	<i>sep-14</i>	<i>sep-15</i>
Large-Cap Funds	535	39,81%	19,63%	12,34%	7,48%	
Mid-Cap Funds	196	36,22%	19,39%	8,67%	3,06%	
Small-Cap Funds	296	48,31%	26,69%	11,49%	7,43%	
Multi-Cap Funds	379	48,81%	24,80%	17,15%	11,08%	
<b>All Domestic Funds</b>	<b>1.406</b>	<b>43,53%</b>	<b>22,48%</b>	<b>12,94%</b>	<b>7,82%</b>	

Fuente: Carlos Arenas Laorga con datos de S&P Dow Jones Indices LLC

Hace poco estaba revisando estudios de S&P y me encontré unos datos que creo que merece la pena que nos detengamos a verlos.

**% de fondos de renta variable americana que lo hacen PEOR que su Benchmark de referencia (Risk-Adjusted Return). Datos a 30 junio 2023**

Fund Category	Comparison Index	3 años	5 años	10 años	15 años	20 años
All Domestic Funds	S&P Composite 1500	75,2%	91,3%	94,7%	97,0%	97,4%
All Large-Cap Funds	S&P 500	69,8%	90,8%	93,5%	96,9%	97,2%
All Mid-Cap Funds	S&P MidCap 400	69,8%	57,1%	74,9%	88,0%	92,7%
All Small-Cap Funds	S&P SmallCap 600	63,2%	57,7%	83,2%	88,4%	91,9%
All Multi-Cap Funds	S&P Composite 1500	76,4%	90,6%	94,7%	95,4%	96,2%
Large-Cap Growth Funds	S&P 500 Growth	74,9%	79,3%	92,0%	98,7%	99,2%
Large-Cap Core Funds	S&P 500	72,5%	85,4%	96,1%	98,1%	98,6%
Large-Cap Value Funds	S&P 500 value	93,7%	89,7%	90,6%	85,6%	88,0%
Mid-Cap Growth Funds	S&P MidCap 400 Growth	84,1%	40,5%	65,4%	85,9%	92,1%
Mid-Cap Core Funds	S&P MidCap 400	56,9%	66,4%	83,5%	90,6%	94,7%
Mid-Cap Value Funds	S&P MidCap 400 Value	76,5%	64,2%	77,6%	85,3%	86,6%
Small-Cap Growth Funds	S&P SmallCap 600 Growth	86,2%	49,7%	80,9%	88,5%	96,2%
Small-Cap Core Funds	S&P SmallCap 600	53,3%	60,2%	86,7%	90,4%	90,5%
Small-Cap Value Funds	S&P SmallCap 600 Vauue	55,9%	61,9%	83,3%	87,4%	83,2%
Multi.Cap Growth Funds	S&P Composite 1500 Growth	72,9%	84,1%	91,2%	97,7%	96,6%
Multi.Cap Core Funds	S&P Composite 1500	79,5%	90,2%	96,7%	95,0%	95,1%
Multi.Cap Value Funds	S&P Composite 1500 Value	93,2%	97,5%	93,5%	92,6%	91,9%

Rea Estate Funds	S&P United States REIT	90,7%	56,8%	59,5%	81,8%	81,9%
------------------	------------------------	-------	-------	-------	-------	-------

Fuente: elaboración propia con datos de S&P Dow Jones Indices LLC

A 20 años, ¡más del 97%! de los fondos lo hacen peor que su benchmark de referencia (en large growth más del 99%). Soy defensor de la gestión activa (y de la pasiva), pero hay que recordar que no todo vale. Igual que veíamos cómo hay gestores que lo hacen mucho mejor que otros, hay que tener cuidado con la elección de los fondos. Es decir, la **gestión activa es algo más compleja** porque no solo hay que escoger un fondo que vaya eligiendo las mejores compañías, sino que es posible que tengamos que modificar el fondo cada tanto si queremos no entrar en las estadísticas que vemos en la tabla anterior.

Por tanto, hay que asegurarse bien de seleccionar fondos que merezcan la pena. Y, para eso, resulta fundamental hablar con nuestro asesor y recabar información, por ejemplo, de los especialistas de Estrategias de Inversión.

En resumen, no es que la gestión activa tenga que ser necesariamente mejor que la pasiva, ni viceversa. Cada estrategia tiene sus puntos a favor y sus puntos débiles. Además de considerarlos, el inversor deberá tomar una decisión (eso ya es gestión activa) en función de sus circunstancias personales.

### 3. ¿Es realmente más barata la inversión a través de ETFs?

Por supuesto, la inversión indexada tiene unas comisiones mucho menores que en la gestión activa. El motivo es obvio: la réplica de un índice no tiene mucho misterio más que el rebalanceo. Pero cuidado, bajo determinados supuestos, nos podemos llevar una sorpresa si hacemos cálculos detallados. Y no nos referimos a la tributación fiscal, sino al hecho de las comisiones soportadas.

Vamos a comparar las comisiones de clases limpias de fondos de determinada categoría con algún ETFs de esas mismas categorías. De los ETFs vamos a excluir el nombre de la gestora. Y todo ello lo vamos a realizar suponiendo que compramos y vendemos el ETF en el mismo año.

En primer lugar, vamos a ver el precio de compra, el precio de venta, y el spread medio de los últimos 30 días según Bloomberg de los ETFs analizados. A ello hay que sumarle la comisión de intermediación y de custodia, que tampoco tienen los fondos. Finalmente sumamos la comisión de gestión del producto, y obtenemos el coste final en comisiones de cada tipo de activo. Veámoslo.

Como podemos observar, en el caso europeo, los ETFs escogidos acaban resultando algo más baratos que el fondo, aunque la diferencia tampoco es muy grande.

En el segundo caso, que es Estados Unidos, ya vemos cómo hay ETFs que acaban saliendo más caros que la clase limpia del fondo. En concreto, el que tiene mayor volumen (curiosamente también mayor spread) tiene un coste superior al fondo de 0,9 puntos. Eso sí, recordando que se hace la operación de compra y venta el mismo año.

En los ETFs elegidos para Asia, en ambos casos resultan más caros que el fondo. Del mismo modo sucede para el caso de China, incluso para el ETF de mayor volumen y menor spread.

Caso especial merece el ETF global que hemos seleccionado. Es curioso que el spread salga tan alto (nos remitimos a la fuente de datos, que es Bloomberg). En

cualquier caso, con un spread que fuese la mitad, también saldría más barato invertir a través de los fondos propuestos.

Seguro que hay fondos con comisiones de gestión más elevadas que los ETFs de referencia de sus *peer group*, especialmente si no son clases limpias o de gestión discrecional de carteras. Pero es bueno recordar que en el detalle se esconde muchas veces una percepción equivocada como aseverar categóricamente que los ETFs son más baratos que los fondos. Cuidado, no siempre.

Nombre	Precio	Precio	Spread	Comisión	Comisión	Spread	+	Comisión	Comisión	Volum
	Venta	Compra	(%)	Intermediación	Custodia	Intermediación	de Gestión	Total est.	Promesa	
				Anual	Anual	Anual	+ (TER)		(3Mes)	
<b>MFS</b>	<b>Meridian</b>							<b>0,92</b>	<b>0,92</b>	
<i>European Value II</i>										
xxx FTSE 100 ETF GBP	120,32	120,44	0,10	0,15	0,20	0,70	0,07	0,77	0,92	357.972
Acc										
xxx Euro Stoxx 50 ETF	61,63	61,69	0,10	0,15	0,20	0,70	0,09	0,79	0,92	13.710,684
1C										
<b>MS</b>	<b>INVF</b>	<b>US</b>						<b>0,85</b>	<b>0,85</b>	
<i>Advantage Z</i>										
xxx Edge MSCI USA Val	9,06	9,10	0,52	0,15	0,20	1,55	0,20	1,75	0,85	8.079,470
Fac ETF \$ Acc										
xxx S&P 500 UCITS	65,19	65,22	0,06	0,15	0,20	0,61	0,07	0,68	0,85	680.881
ETF										
xxx S&P 400 US Mid	66,29	66,35	0,09	0,15	0,20	0,69	0,30	0,99	0,85	2.301,917
Cap ETF										

<b>Allianz</b>	<b>Oriental</b>							<b>0,96</b>	<b>0,96</b>
<i>Income IT</i>									
xxx MSCI AC Far East	58,30	58,35	0,09	0,15	0,20	0,68	0,74	<b>1,42</b>	561.523
exJpn ETF \$ Dis									
xxx JPX-Nikkei 400 ETF									
	169,44	169,72	0,17	0,15	0,20	0,83	0,20	<b>1,03</b>	1.672.52
1D									
<b>Fidelity</b>	<b>China</b>							<b>1,06</b>	<b>1,06</b>
<i>Consumer Y-Acc-</i>									
xxx MSCI China ETF 1C	23,16	23,21	0,22	0,15	0,20	0,94	0,65	<b>1,59</b>	52.701
xxx MSCI EM Asia ETF	73,42	73,51	0,12	0,15	0,20	0,75	0,55	<b>1,30</b>	1.135.57
3									
xxx MSCI China A ETF	201,21	201,39	0,09	0,15	0,20	0,68	0,40	<b>1,08</b>	118.246.
USD Acc									932
<b>Robeco</b>	<b>BP</b>	<b>Global</b>						<b>0,81</b>	<b>0,81</b>
<i>Premium Eqs F</i>									
DPAM				0,90	0,90				
<i>INVEST</i>									
B Eqs									
NewGe									

---

*ms Sust*
*W Cap*

<b>Schroder ISF Glb Clmt</b>								<b>1,04</b>	<b>1,04</b>	
<b>Chg Eq C Acc</b>										
<i>xxx Core MSCI World</i>	66,46	67,80	2,02	0,15	0,20	4,54	0,20	<b>4,74</b>	<b>4,74</b>	30.622,1
<i>ETF USD Acc</i>										49

---

Fuente: elaboración propia con datos de Bloomberg a mayo de 2021

#### 4. En las carteras de fondos: estar siempre invertidos

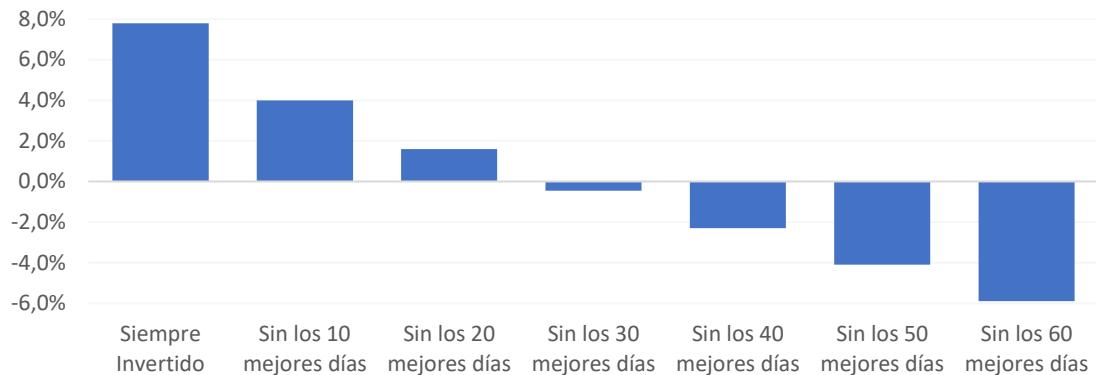
Es muy importante para el inversor conocer esta máxima de estar siempre invertidos. Si, de modo categórico. Estar siempre invertidos. Otra cosa será el tipo de activo, harina de otro costal que no es asunto de este breve artículo. La estrategia denominada *market timing*, en la que los inversores tratan de encontrar el momento perfecto para entrar y salir del mercado conlleva elevados riesgos y, generalmente, ocasiona resultados no esperados. Esta estrategia supone, además de intentar adelantarse a la información que no controlamos, estar fuera de mercado cuando se realizan las operaciones en los fondos de inversión. Días de mercado que no sabemos si serán días de subida. Ir detrás del ruido de mercado puede hacernos perder mucha rentabilidad. De hecho, los días de mayores subidas suelen ser muy cercanos a los de mayores caídas, es decir, en momentos de elevada volatilidad del mercado. Podemos ver algunos ejemplos en la tabla siguiente.

Mayores caídas S&P 500		Mayores subidas S&P 500	
01/12/2008	-8,93%	13/10/2008	11,58%
15/10/2008	-9,03%	28/10/2008	10,79%
12/03/2020	-9,51%	13/03/2020	9,29%
16/03/2020	-11,98%	24/03/2020	9,38%

Fuente: Carlos Arenas Laorga

Si siempre estamos invertidos, evitaremos estar fuera de mercado en los momentos de recuperación. La rentabilidad que podemos perder si estamos en fuera los días de subidas del mercado, puede ser muy elevada, tal y como se muestra en el siguiente gráfico.

### Rentabilidad anual S&P 1997 - 2017



Fuente: Carlos Arenas Laorga (en otro gráfico más actualizado se observa la mayor rentabilidad al escoger otro periodo, porque este coge justo la crisis de las puntocom y la gran recesión de 2007).

La rentabilidad histórica del S&P 500 es de 10% aproximadamente. En el periodo seleccionado para este gráfico, un poco menos. Pero si nos perdimos los 10 mejores días (que han sucedido dentro de periodos de caídas) la rentabilidad se iría a la mitad. ¡Y sin los 30 mejores días tendríamos rentabilidades negativas!

Y repetimos, los días de mayores subidas están en los momentos de caídas. De hecho, las mayores subidas del Nasdaq han sido del 14% y fueron en las enormes caídas de los años 80. Por ver ejemplos más recientes, resulta muy ilustrativa la siguiente tabla.

### Las 30 mayores subidas del S&P 500 (enero 1992-diciembre 2022)

Desastre tecnológico		Crisis financiera	
28/02/2000	30/10/2002	30/10/2007	31/03/2009
13 24/07/2002	5,7%	1 13/10/2008	11,6%
16 29/07/2002	5,4%	2 28/10/2008	10,8%
20 03/01/2001	5,0%	5 23/03/2008	7,1%
23 26/06/2000	4,8%	7 13/11/2008	6,9%
26 15/10/2002	4,7%	8 24/11/2008	6,5%
<b>COVID</b>		9 10/03/2009	6,3%

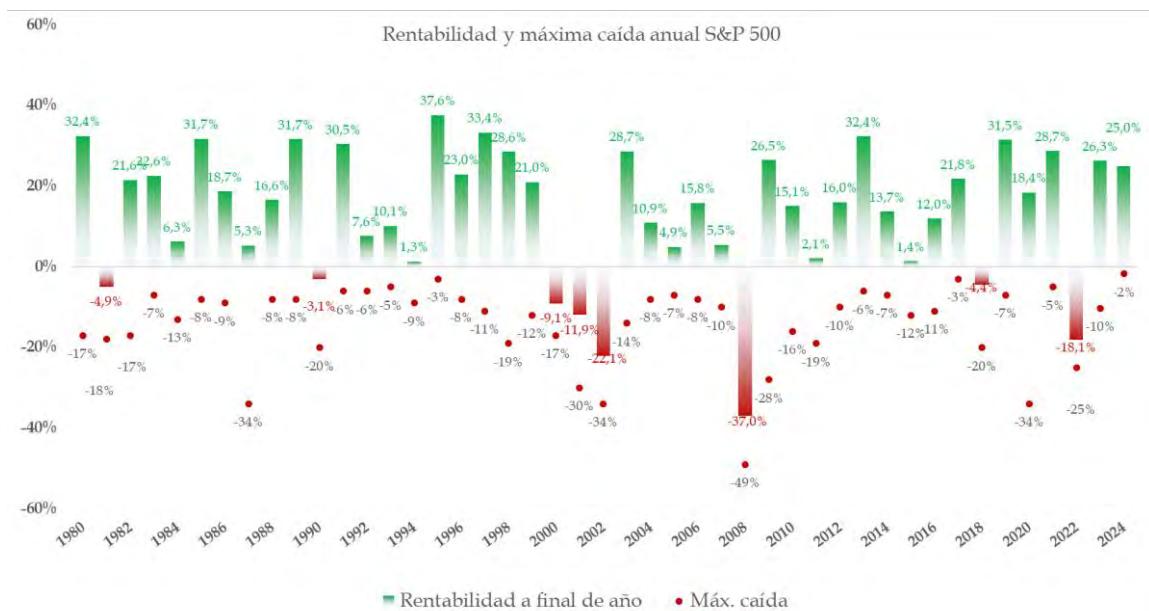
31/01/2020	31/12/2022	10	21/11/2008	6,3%
3 24/03/2020	9,4%	15	30/09/2008	5,4%
4 13/03/2020	9,3%	17	16/12/2008	5,1%
6 06/04/2020	7,1%	24	20/10/2008	4,8%
11 26/03/2020	6,3%	30	21/01/2009	4,4%
12 17/03/2020	6,0%	<b>Otros</b>		
14 10/11/2022	5,6%			
22 10/03/2020	4,9%	18	28/10/1997	5,1%
28 02/03/2020	4,6%	19	08/09/1998	5,1%
		21	26/12/2018	5,0%
		25	09/08/2011	4,7%
		27	11/08/2011	4,6%
		29	10/05/2010	4,4%

Fuente: Carlos Arenas Laorga

¿Qué pasa si te vas del mercado el año del Covid con caídas de más del 30%?

Pues que ese año el S&P 500 cerró por encima del 18%. De hecho, es muy raro que un año natural no tenga momentos en los que el mercado haya caído.

### Rentabilidades en año natural y máximas caídas del S&P 500 desde 1980



Fuente: Carlos Arenas Laorga

Uno de los modos más eficientes de seguir esta estrategia de estar siempre invertidos es el ahorro periódico. Con este método siempre estaremos invertidos, realizando aportaciones de carácter periódico con inversiones diversificadas en el tiempo.

Trazar una estrategia con respecto a nuestro perfil de inversión y estar siempre invertidos, nos permitirá obtener buenos resultados a largo plazo.

## 5. Por qué han aumentado tanto los flujos en fondos hacia Japón

Desde hace un año hemos visto cómo muchos flujos de activos se dirigen a Japón. No hay un único motivo para ello, sino que se han dado varias circunstancias para que ocurra esto. Aunque sea un resumen muy generalista, queremos sintetizar los principales vientos de cola que han llevado a tantos inversores a aumentar su exposición a la economía nipona.

1. ¡La economía japonesa tiene inflación! Es una noticia que no debería resultar extraña después de que llevemos varios años tratando de controlar la desmedida inflación mundial. Pero en el caso de Japón sí es noticia y los inversores se lo han tomado como algo realmente positivo. El hecho de que la moneda pierda valor hace que el consumo se incentive. Lo cual haría que las compañías cumplan con los buenos beneficios esperados. Además, el hecho de querer “deshacerse” del efectivo, fomenta las inversiones empresariales en bienes de capital. Así, la economía se hace más capital-intensiva y son capaces de producir más, mejor y más barato.
2. La subida de tipos de interés por parte del Banco Central de Japón también es noticia histórica. Esto provoca que la renta fija, sin ser tan atractiva como en otras regiones, al menos sí lo sea un poco. Además, esta medida podría hacer que el yen se revalorizase, de tal modo que los inversores en renta variable, aunque verían menor competitividad de las empresas niponas en sus exportaciones (y, por tanto, resultados peores de lo esperado) verían cómo su inversión crecería por la divisa. Hablando en plata: si el yen se aprecia, lo comido por lo servido. Así que, de cualquier modo, se puede obtener algo de rentabilidad.
3. El PER del Nikkei es de 16, lo que resulta muy atractivo frente a otros mercados, especialmente el americano, con un PER superior a 26. El potencial de crecimiento de la cotización de las empresas niponas es elevado.
4. China ha frenado su crecimiento desde el COVID. Muchos de esos flujos en inversión asiática se han mudado a la isla vecina. No es que se hayan

frenado los flujos hacia China, pero no han sido todo lo grandes que hubieran sido en otras circunstancias.

5. Las carteras a nivel global tenían infra ponderación en Japón. Ante los datos que hemos expuesto en los puntos anteriores, la ocasión es casi inmejorable para subsanar este asset allocation e incorporar más peso en Japón.

Como cualquier reduccionismo, sintetizar algo tan complejo en tan pocos puntos y con una explicación tan sucinta, no es lo ideal. Pero lo mejor es enemigo de lo bueno. Así que quizá este pequeño esquema sirva para tener una visión de conjunto.

Próximamente veremos cómo entrar al mercado japonés. ¿Qué vehículo es el ideal? ¿Llegamos tarde o hay oportunidades?

## 6. Por qué puede ser el momento de subir el peso en renta fija

Las tasas de inflación en la eurozona siguen una tendencia positiva encaminada hacia el objetivo del 2%. Pero en EE.UU., desde julio de 2023 está estancada, siendo la inflación interanual del IPC del último dato el 3,5%. Estando la **inflación en niveles aún lejanos al objetivo** de medio plazo del 2% y el crecimiento continúa sólido, a pesar de las enormes subidas de tipos que vivimos hace unos meses, los agentes han variado las expectativas de bajadas de tipos. Concretamente, **a comienzos de año se esperaban 6 bajadas de tipos, pero actualmente sólo se espera una bajada de 25 pb.**



Fuente: FRED ST. Louis

**Los tipos de interés a 10 años de la deuda pública de Estados Unidos han subido de forma intensa en las últimas semanas**, encontrándose en niveles cercanos a los de octubre de 2023, su máximo desde el 2007. Es decir, los inversores esperan tipos más altos, durante más tiempo.

Si los tipos de interés se mantienen más altos durante más tiempo, la renta fija adquirirá mayor atractivo frente a la renta variable: una rentabilidad más que aceptable con un menor riesgo. Esto puede suponer una **rotación en el asset allocation** de muchas carteras. De hecho, Goldman Sachs ha estimado que los fondos de pensiones americanos van a desinvertir 325 mil millones de dólares de

la renta variable para invertirlos en bonos y *private equity*. Aunque no es un peso desorbitado (3,5% sobre el total de activos de estos fondos de pensiones), sí es un síntoma de una decisión muy racional en un contexto de tipos altos, inflación controlada y crecimiento económico con tipos de interés reales positivos.

La previsión de **tipos reales positivos** que no bajan tanto como se había anticipado es un escenario cada vez más probable, lo que **beneficia a la renta fija y no a la renta variable**. De ahí la rotación de carteras hacia bonos. Por ver un ejemplo cercano, durante los años de tipos cero, la renta variable vio flujos muy fuertes, dejando a la renta fija como un activo marginal. Ahora podríamos ver el efecto contrario.

Cuanto más tiempo se mantenga el elevado gasto de la economía norteamericana (ayudas a Ucrania, Israel o Taiwán, por ejemplo), más complejo será que la inflación se acerque al objetivo. Y cuanto más tiempo esté la inflación alejada del objetivo, más tiempo estarán los tipos sin bajar, lo que fomentará la inversión en renta fija y hará que los flujos de renta variable se redirijan hacia bonos.

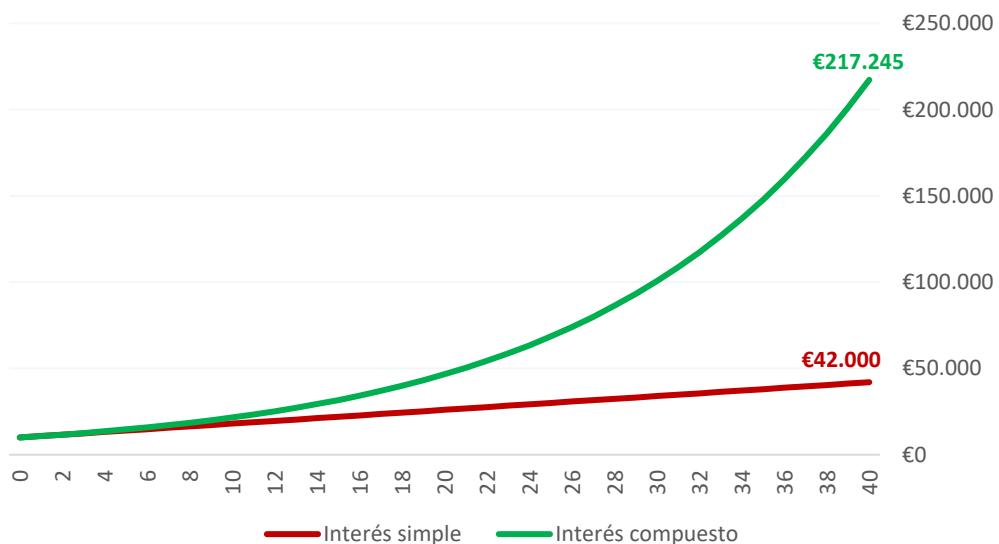
El riesgo geopolítico podría provocar un fuerte repunte del precio del petróleo, lo que podría llevar a **no aplicar recortes o incluso a aplicar nuevas subidas de tipos**. Powell ha dicho que "probablemente llevará más tiempo de lo esperado (las bajadas de tipos)".

Atención inversores. Especial vigilancia a la renta fija.

## 7. El interés compuesto y el tiempo

Cualquier lector de Estrategias de inversión conoce la importancia de estos dos conceptos en las inversiones: el interés compuesto y el tiempo. “El interés compuesto es la fuerza más poderosa del Universo”, decía Einstein. También decía que es “la octava maravilla del mundo”. En realidad, nunca lo dijo, aunque se le atribuyan estas frases. Pero hay mucha razón en ellas. Para entendernos: si invierto 100 € y tiene una rentabilidad del 10% el primer año, obtendré 110 €. Si el segundo año obtengo otro 10%, ya no será sobre 100 €, sino sobre 110 €. Es decir, una cifra mayor. La diferencia con el interés simple (sin reinvertir los intereses) es enorme. Y cuanto más largo sea el plazo, mayor será la diferencia. Supongamos una inversión inicial de 10.000 € a un tipo de interés del 8% anual. ¿Qué diferencias hay entre reinvertir los intereses o no hacerlo?

Interés Simple vs Compuesto

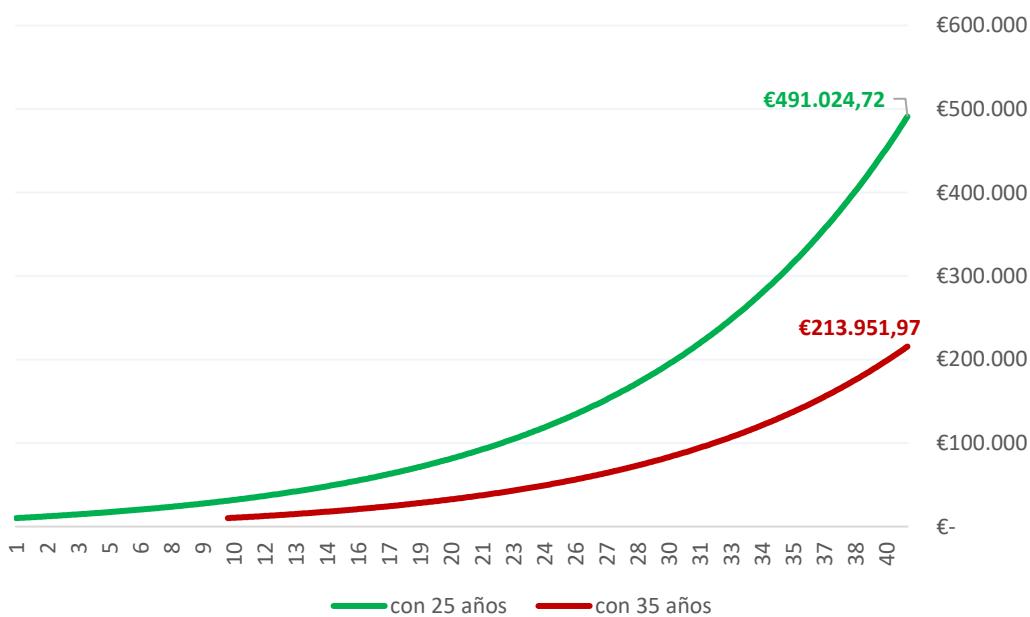


Fuente: Carlos Arenas Laorga

La diferencia resulta sorprendente, ¿verdad? Cuanto más elevado sea el interés y más largo sea el periodo de tiempo, la divergencia aumenta. La diferencia es que una es lineal y la otra exponencial. Repito: exponencial. Existe una fórmula conocida en el mundo de la inversión como la “Regla del 72”. Esta fórmula es muy sencilla. Consiste en dividir el número 72 por el interés que nos da la inversión. El resultado es el número de años que necesitamos para que nuestra

inversión se duplique. Por ejemplo, imaginemos que la rentabilidad que esperamos obtener sea del 10% anual. Simplemente hacemos  $72/10$ . El resultado de 7,2 es el número de años que tardará nuestra inversión en duplicarse. Fíjate bien, en poco más de 7 años duplicamos si la rentabilidad es del 10%. Efectivamente, aunque puede que no lo dijese Einstein, ni Alejandro Magno, ni Platón; el interés compuesto es una fuerza muy poderosa y la octava maravilla del mundo.

La otra maravilla es el tiempo. Existe una enorme diferencia entre aquel joven que empieza a invertir para su jubilación con 25 años, que aquel no tan joven que lo hace con 35. Supongamos que tienes 10.000 euros y eres capaz de aportar 50 euros al mes a tu ahorro, invertido en uno de los activos que tampoco ha dado tanto: el Eurostoxx (rentabilidad anualizada del periodo 31 diciembre de 2011 a 31 diciembre 2021). ¿Qué diferencias hay entre quien empieza con 25 y quien empieza con 35?



Fuente: Carlos Arenas Laorga

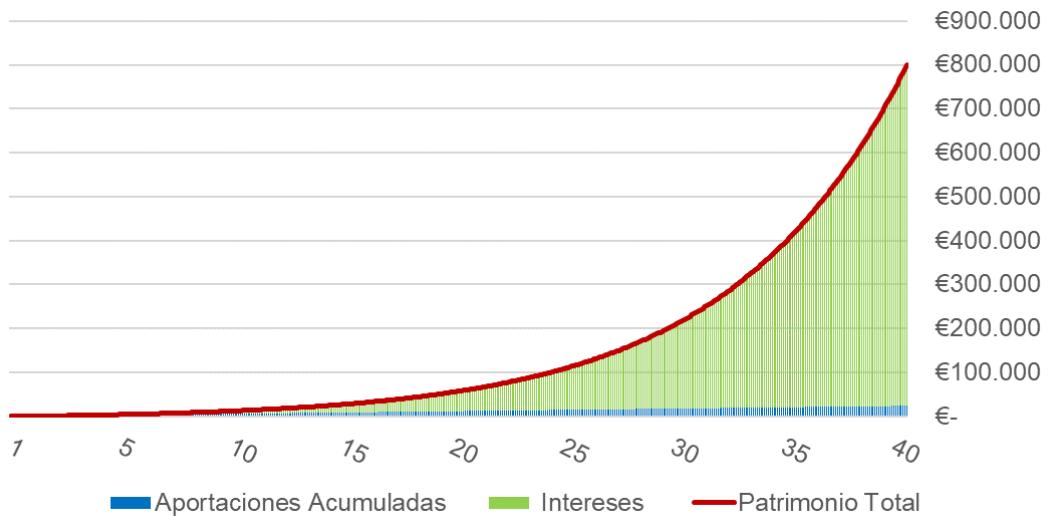
Bueno, no está mal. Una diferencia de más de 250 mil euros... Imagina si hacemos lo mismo con el Nasdaq... No te quiero decir el dato porque te daría vértigo... Y ahora, un experimento.

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, quizás 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!

Fondo / Índice	Tipo de fondo	Gestora	Rentabilidad anualizada € (31 dic 2011-31 dic 2021)
50% S&P + 30% Eurostoxx + 20% MSCI AC Asia Pacifico	Índice sintético	-	<b>13,69%</b>
<b>Patrimonio Total</b> <b>799.229,75 €</b>			<b>Cantidad inicial</b> <b>50 €</b>
<b>Aportaciones Totales*</b> <b>24.050 €</b>			<b>Ahorro periódico mensual</b> <b>50 €</b>
<small>*incluye la cantidad inicial si la hay</small>			<b>Año 1</b> <b>Año 2</b> <b>Año 3</b> <b>Año 4</b> <b>Año 5</b> <b>Año 6</b> <b>Año 7</b> <b>Año 8</b> <b>Año 9</b> <b>Año 10</b> <b>Año 11 y sigs.</b>
<b>Intereses generados</b> <b>775.179,75 €</b>			<b>50 €</b> <b>50 €</b>



Fuente: Carlos Arenas Laorga

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 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. Y no te olvides de la inflación.

Artículo basado en el libro [De Ahorrador a Inversor](#)

## 8. Los activos más rentables de 2024

De vez en cuando conviene hacer un parón y revisar a qué clase de activos estamos expuestos. No es lo mismo estar invertidos en oro que en bonos. Y, dentro de los bonos no es lo mismo el *investment grade* que el *high yield*, o el largo plazo que el corto.

En lo que llevamos de año hay un activo que bate a los demás, de lejos. El Bitcoin. Y esto se ha dado en muchos años. Pero si nos vamos a activos más tradicionales y menos volátiles, veremos que el activo más rentable este año es el oro. Explicar por qué el oro lleva una rentabilidad de más del 10% requiere de un artículo distinto. Pero simplificando hasta el extremo digamos que los bancos centrales están comprando mucho oro, y es un activo típico de refugio. Ante las hostilidades geopolíticas, la disminución de los intercambios en dólares, la elevada expansión monetaria sin respaldo, o la protección frente a la inflación, el oro es un buen activo.

Seguidamente nos encontramos con las empresas estilo *growth* americanas. El motivo de esta elevada rentabilidad es más sencillo: tras las discriminadas caídas del año 2022 de todas las empresas con los beneficios esperados en el largo plazo (típicamente empresas estilo crecimiento o *growth*), las expectativas de rebajas de tipos han hecho que lleven un buen comportamiento. Pero ahora que estas expectativas se frenan, ¿qué pasará con este tipo de activo?

Por el lado contrario nos encontramos con los bonos de mayor duración. Rentabilidades que rozan el doble dígito negativo. ¿Quién dijo que el 2024 era un año bueno para la renta fija? El momento de entrada es ideal ahora, como recientemente hemos explicado en un [vídeo](#). El repunte de las TIRes ha dado al traste con las rentabilidades de los tenedores de deuda a largo plazo, que han visto cómo caía el precio de sus bonos casi un 10%.

Asset Class Total Returns desde 2011 a 30 abril 2024

ETF	Activo	2011-24												Acumulado	Anualizado		
		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024		
BTC	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%	43,4%	20424339,4%	139,5%
GLD	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%	10,8%	52,7%	3,1%
WF	US Growth	2,5%	15,2%	35,1%	12,8%	5,5%	7,0%	30,0%	-1,7%	35,9%	38,8%	27,4%	-29,3%	42,6%	6,6%	556,8%	14,4%
SPY	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%	5,9%	410,7%	12,4%
DBC	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%	5,9%	-7,9%	-0,6%
WD	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%	4,2%	256,7%	9,5%
QQQ	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%	3,8%	781,6%	16,8%
MIDY	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%	3,2%	274,5%	9,9%
EFA	EAFFE 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%	2,5%	95,5%	4,9%
EEM	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%	1,9%	13,7%	0,9%
BIL	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%	1,7%	13,3%	0,9%
pFF	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%	0,8%	71,3%	3,9%
HYG	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%	0,1%	77,1%	4,2%
EMB	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%	-0,9%	50,5%	3,0%
TIP	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%	-1,8%	35,3%	2,2%
IWM	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%	-2,2%	200,8%	8,2%
CWB	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%	-2,2%	193,9%	8,0%
BND	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%	-3,1%	26,6%	1,7%
LQD	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%	-4,1%	53,1%	3,1%
VNQ	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%	-9,1%	141,8%	6,5%
TLT	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%	-9,9%	32,7%	2,0%
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	DBC	DBC	DBC	TLT	DBC	DBC
% de activos en positivo		62%	95%	52%	71%	38%	100%	100%	5%	100%	90%	67%	10%	95%	62%	95%	95%

Fuente: Carlos Arenas Laorga

Entre medias, nos encontramos con otras muchas clases de activos. Por destacados: las *commodities* y el *US cash*. El primero de ellos obtiene rentabilidad un tanto especial este año por las mencionadas tensiones geopolíticas y las tiranteces en el comercio mundial, entre otros motivos. El efectivo americano se debe a las elevadas remuneraciones de los depósitos por parte de la banca americana. Este factor de la elevada remuneración, unido a las caídas en la renta fija, ha hecho que ya veamos quiebras en la banca americana, a lo que dedicaremos un artículo posterior.

En la tabla de retornos que presentamos, desde 2011, podemos ver también las rentabilidades acumuladas y anualizadas de las clases de activo. En el artículo sobre el interés [compuesto y el tiempo](#) poníamos el ejemplo de un activo que daba un 8% de rentabilidad. Pues aquí podemos observar cómo 8 clases de activo superan esa rentabilidad. Y algunos de los que no la superan son activos en los que uno no estaría invertido, ni siquiera en un porcentaje pequeño de la cartera, como el efectivo.

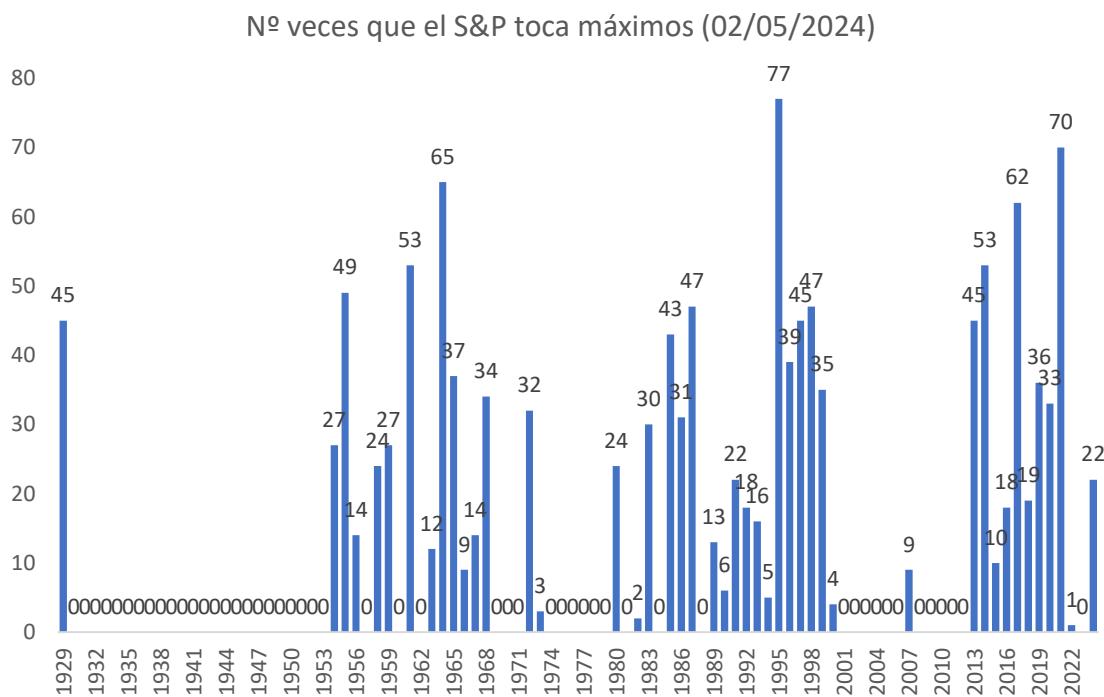
De hecho, si quitamos el Bitcoin y las *commodities*, el resto de los activos obtienen una rentabilidad acumulada promedio del 176% en los últimos 13 años y medio. Es decir, más del 6% anualizado. ¡Y estamos incluyendo el efectivo!

En cualquier caso, aunque parece que las inversiones a largo plazo son buenas, mejor pensar la clase de activo en que queremos estar posicionados. Mejor un 15% anualizado que un 6%.

## 9. Qué pasa este año con el mercado americano

Sensaciones agridulces en el mercado americano en lo que llevamos de año. A comienzos de año, y casi durante un trimestre entero todo parecía Jauja. Y veíamos cómo las expectativas de bajadas de tipos se enfriaban, y veíamos cómo las TIRES iban al alza, y veíamos el aumento de las tensiones geopolítica, y veíamos la escalada militar, y veíamos las tiranteces en el comercio mundial, y veíamos vaticinios de resultados empresariales nefastos (Tesla, por ejemplo), y veíamos... ¿qué veíamos realmente? ¿Qué queríamos ver? Queríamos que la euforia del año 2023 siguiera. Queríamos pensar que nada de lo que veíamos era real. Nos aferrábamos a que la economía no entraba en recesión y la inflación se iba moderando a tracas y barrancas. Pero el mercado acaba poniendo orden. A su modo, es verdad -muchas veces en tiempos y formas que no entendemos-, pero lo hace.

Aun con todo, las caídas del S&P 500 han sido más que moderadas. Por el contrario, hemos visto 22 veces cómo este índice tocaba máximos históricos.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

Ahora vemos resultados empresariales que nos dejan perplejos: compañías que caen en BPAs, en ingresos, y en lo que podamos imaginar: muy por debajo de lo que esperaba el mercado. Y, ¿qué vemos? Subidas. Y viceversa. Seguimos sin entender los vaivenes a corto plazo del mercado, pero lo que parece más claro es que la volatilidad de subida ya no es tan grande. Ahora nos encontramos con volatilidad de caída también. estar subidos a la beta cuando todo sube es una maravilla. Ahora ya no.

Es por este motivo por lo que mencionábamos en un reciente [vídeo](#) que es importante reencontrar de nuevo activos que controlen la beta. Aquellos fondos que sepan gestionar el riesgo, reduciendo beta y aportando Alpha.

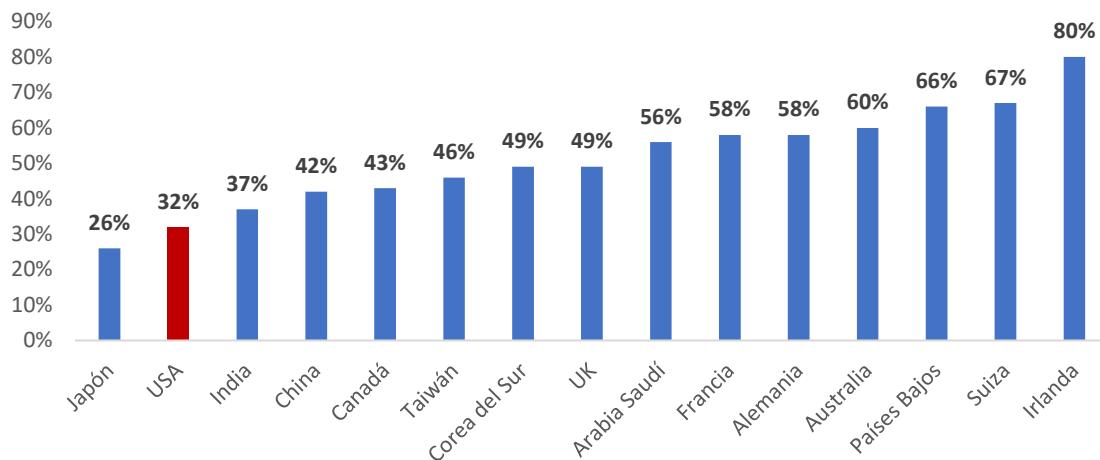
Caídas del S&P 500 desde 1928 (1 mayo 2024)

Año	nº días	-1%	nº días	-2%	nº días	<-3%	Total	Año	nº días	-1%	nº días	-2%	nº días	<-3%	Total	Año	nº días	-1%	nº días	-2%	nº días	<-3%	Total		
1928	23	2	2		27		1961	2	1	0	3		1994	14	1	0	0	15		1995	4	0	0	0	4
1929	19	10	19		48		1962	28	4	2	34		1996	14	2	1	1	17		1997	25	5	1	1	31
1930	38	16	16		70		1963	2	1	0	3		1998	20	7	5	5	32		1999	31	9	0	0	40
1931	42	28	27		97		1964	3	0	0	3		2000	35	15	4	4	54		2001	41	9	4	4	54
1932	27	18	50		95		1965	7	0	0	7		2002	43	22	7	7	72		1970	29	4	0	0	37
1933	33	15	27		75		1966	22	3	0	25		2003	32	4	1	1	20		1971	14	0	0	0	20
1934	32	20	7		59		1967	9	0	0	9		2004	20	0	0	0	13		1972	6	0	0	0	17
1935	31	8	1		40		1968	9	0	0	9		2005	17	0	0	0	17		1973	37	5	1	43	43
1936	18	6	5		29		1969	17	1	0	18		2006	13	0	0	0	13		1974	52	13	2	67	67
1937	28	17	17		62		1970	29	4	0	33		2007	23	10	1	1	34		1975	32	3	0	35	75
1938	40	15	12		67		1976	14	0	0	14		2008	34	18	23	23	55		1977	12	0	0	12	37
1939	29	4	8		52		1978	23	1	0	24		2009	27	16	12	12	37		1978	23	1	0	0	48
1940	23	3	8		35		1979	12	1	0	13		2010	27	5	5	5	21		1979	12	1	0	0	21
1941	23	2	3		29		1980	30	6	1	37		2011	27	15	6	6	48		1980	30	6	1	37	37
1942	24	1	0		26		1981	26	4	0	30		2012	18	3	0	0	17		1981	26	4	0	0	17
1943	13	1	3		17		1982	32	5	1	38		2013	15	2	0	0	15		1982	32	5	1	38	38
1944	7	7	0		8		1983	25	1	0	26		2014	15	4	0	0	19		1983	25	1	0	0	19
1945	14	4	0		21		1984	16	0	0	16		2015	25	4	2	2	31		1984	16	0	0	0	31
1946	23	3	10		37		1985	7	0	0	7		2016	17	4	1	1	22		1985	7	0	0	0	22
1947	25	2	2		30		1986	19	4	2	25		2017	4	0	0	0	4		1986	19	4	2	25	25
1948	19	3	5		26		1987	22	14	6	42		2018	17	10	5	5	32		1987	22	14	6	42	42
1949	12	3	0		15		1988	26	3	2	31		2019	10	5	0	0	15		1988	26	3	2	31	31
1950	15	1	4		22		1989	12	1	1	13		2020	20	9	16	16	45		1989	12	1	1	1	45
1951	16	0	0		17		1990	34	7	1	42		2021	16	5	0	0	21		1990	34	7	1	42	42
1952	8	1	0		8		1991	23	1	1	25		2022	40	15	8	8	63		1991	23	1	1	0	28
1953	14	1	1		16		1992	11	0	0	11		2023	27	1	0	0	28		1992	11	0	0	0	7
1954	4	4	0		5		1993	6	1	0	7		YTD	7	0	0	0	7		1993	6	1	0	0	7
1955	14	0	1		19																				
1956	21	5	1		21																				
1957	20	5	0		25																				
1958	4	1	0		5																				
1959	13	1	0		14																				
1960	16	1	0		17																				

Fuente: Carlos Arenas Laorga

Ya no vale todo. Los 7 Magníficos ya no lo son tanto, al menos no todos ellos. Podríamos pensar que quizá esto sucede en el mercado americano porque está muy concentrado en estas compañías. Pero vamos a desvelar un secreto: el mercado estadounidense, lejos de lo que piensa mucha gente es de los mercados menos concentrados. Una afirmación así no puede ir sin su correspondiente justificación. Pues bien, aquí la tenemos.

## Peso de las top 10 posiciones MSCI Index ETFs (febrero 2024)



Fuente: Carlos Arenas Laorga

Sea como fuere, hay que cuidar dónde invertimos y no dar por hecho que conocemos datos porque lo hayamos oído muchas veces. Nos pasa a todos con muchas cosas. Intentemos que no nos suceda a la hora de elegir dónde invertimos.

## 10. ¿Por qué ha quebrado el Republic First Bank?

Este año 2024 acabamos de asistir a la primera quiebra bancaria en Estados Unidos. Es cierto que se trata de otro banco regional y, además, especialmente pequeño. Pero queremos explicar de forma muy sintética por qué cuando suben los tipos de interés de forma tan brusca hay bancos que quiebran. El motivo es bien sencillo, pero no es necesariamente intuitivo.

Cuando suben los tipos de interés, los bancos son los primeros beneficiarios, ya que las reservas que depositan en el banco central de turno (Fed, BCE BoJ, etc.) son remuneradas a mayores intereses. Por eso, la banca comercial suele obtener unos resultados extraordinarios en entornos de subidas de tipos. Añadido a esto, los tipos a los que prestan también se incrementan (que se lo pregunten a quienes tienen una hipoteca a tipo variable). El único estrechamiento de márgenes viene por la remuneración de su principal pasivo, a saber, los depósitos a la vista.

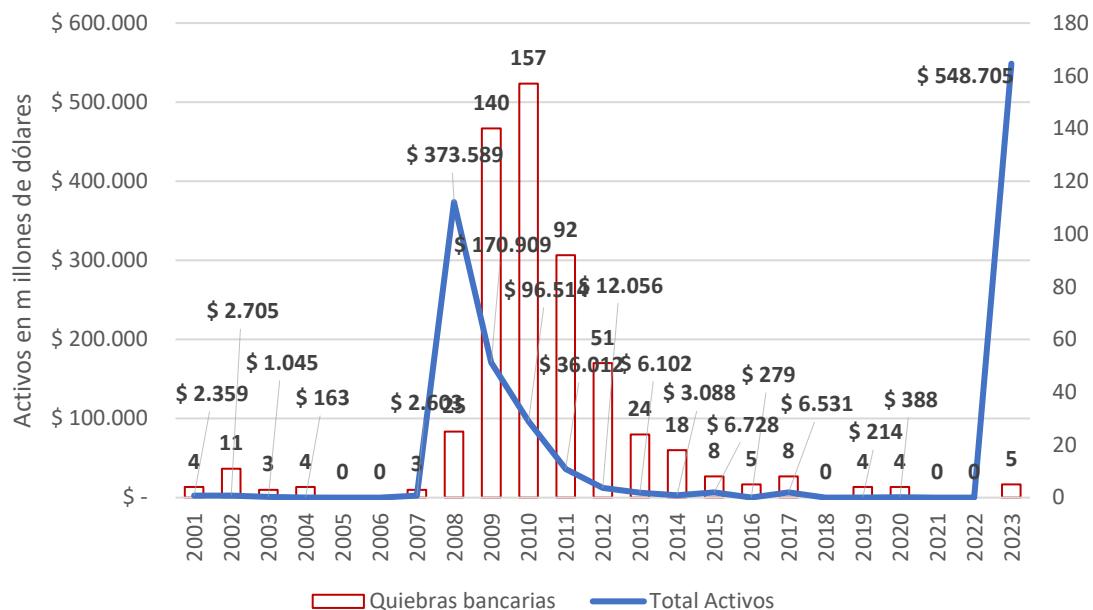
Pero ¿qué sucede, cuando después de una temporada larga con tipos cero o negativos, el banco central de turno eleva muy rápido los tipos de interés? Pues que la banca sufre enormemente. Y es que la banca hace una pequeña (o no tanto) trampa que no hace ningún otro negocio porque quebraría. Se financia a corto plazo e invierte a largo. De este modo tiene que devolver sus pasivos en muy corto plazo (depósitos a la vista, principalmente) remunerados a tipos bajos e invierte a largo a tipos más elevados. Ese diferencial de tipos es la ganancia del banco. Pero si el banco se ha apalancado con inversiones a largo plazo cuando los tipos estaban en cero o negativos, esas inversiones que vencen dentro de 10, 20 o 30 años, le están dando poco más del 0%. Mientras que ahora tiene que remunerar sus depósitos a corto plazo, sus pasivos, a tipos de interés cercanos al de referencia del banco central. Pero aún hay más... Si el banco mantiene hasta vencimiento esos activos de largo plazo no sucede nada, pero las pérdidas latentes de esas inversiones son muy elevadas. Recordemos que un aumento de los intereses hace que los bonos caigan y su precio se desplome, tanto más cuanto mayores sean las subidas de tipos.

Por tanto, si el banco ve retiradas de sus depósitos, debe liquidar esos activos a pérdidas, haciendo efectivas las pérdidas latentes y viendo cómo su activo va perdiendo valor, con lo que debe incrementar reservas, hasta que ya no puede hacerlo más. Entonces llega la quiebra. Por eso la Fed dispuso de un mecanismo de préstamos a un año para tratar de solventar los más de 600 mil millones de dólares en pérdidas latentes de los activos a largo plazo de la banca americana.

El banco puede hacer frente a sus pasivos a corto (los depósitos a la vista, principalmente) si no hay excesivas retiradas. Pero si los clientes del banco observan que su entidad está con pérdidas latentes importantes, comenzarán a retirar los depósitos cuanto antes, con lo que la situación del banco se agrava hasta su quiebra.

Resumiendo, las subidas de tipos de interés benefician a la banca porque aumenta sus márgenes, sí. Pero cuidado, pueden quedar atrapados en activos a largo plazo con intereses cercanos al 0% y tener pasivos que remunerar al 4-5%. Y esto puede llegar a ser insostenible. Los incrementos de las TIRs derivados de la subida de tipos y la consiguiente caída en el precio de los bonos, es un peligro enorme para la banca. Esas pérdidas latentes pueden dar al traste con el sistema hasta su quiebra. ¿Qué negocio se financia a corto plazo invirtiendo a largo?

## Activos y quiebras bancarias desde 2001 en EE.UU.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

## 11. Vuelta a la Cartera 60/40. Artículo 1/2.

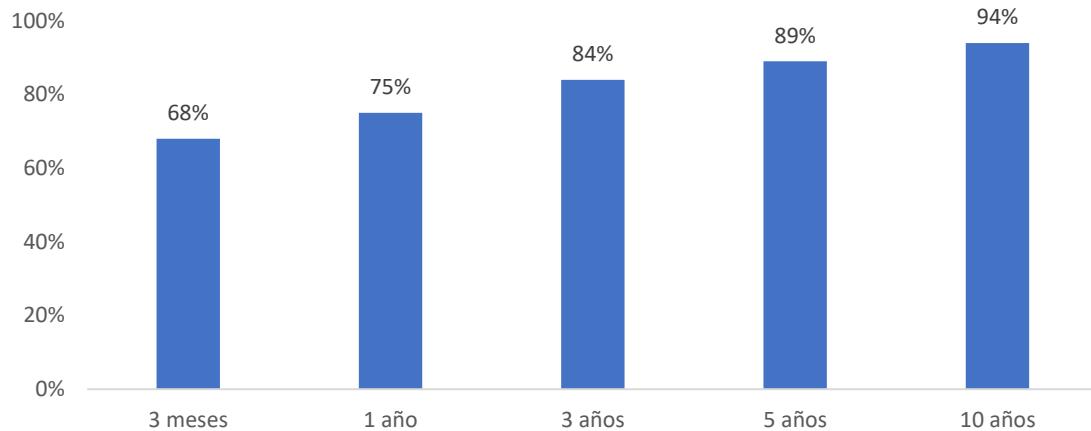
Durante los últimos años hemos escuchado en distintas ocasiones la pregunta de si se había terminado el hablar de la Cartera 60/40. Para comenzar, hay que recordar qué es la Cartera 60/40: consiste en un **60% de renta variable, normalmente definida como S&P 500 y un 40% de renta fija, explicada por el Treasury americano a 10 años**. La Cartera aporta una combinación bastante óptima de exposición a activos que tienen cierta descorrelación. Así, vemos cómo hay años en los que la renta variable cae de modo abrupto, pero la renta fija hace de sostén de la cartera, como en los primeros años del milenio o, muy especialmente en el año 2008, en el cual el S&P 500 cerró con una caída del 37%, pero el bono americano obtuvo una rentabilidad del 20,1%. Así, la Cartera 60/40 cerró ese año con un -14,2%, muy alejado del -37% de la renta variable.

Queda bastante claro cómo estar invertido en dos clases de activos, que muchas veces descorrelacionan, **ayuda a mitigar el riesgo total de la Cartera**.

En los siguientes gráficos podemos ver esto de forma muy clara: el porcentaje de periodos positivos de 1 año del S&P 500 desde 1928 hasta 2023 es del 75%; el de los bonos a 10 años, del 80%; pero el de la Cartera 60/40 es del 85%: un 10 y un 5% superior, respectivamente. En periodos de 3 años las diferencias se estrechan en renta variable y son idénticas en los bonos. A **5 años es prácticamente imposible batir a la Cartera 60/40 en cuanto a años positivos** (otra cosa son las rentabilidades totales), obteniendo un 99% de periodos de subida. Incluso un activo que aporta mucha menos rentabilidad a medio y largo plazo, como los bonos a 10 años, tiene un porcentaje menor de ciclos positivos que el de la Cartera 60/40. A medida que aumenta el plazo se vuelven a estrechar las diferencias. Hasta que llegamos al **periodo de 20 años** (que no ponemos en las gráficas) en que tanto el S&P 500, como los bonos a 10 años, como la Cartera 60/40 siempre - ¡siempre!- han obtenido rentabilidades positivas. Siempre es bueno recordar que esto es lo que **ha sucedido históricamente**, en un periodo suficientemente dilatado como para que la muestra sea significativa, especialmente cuando

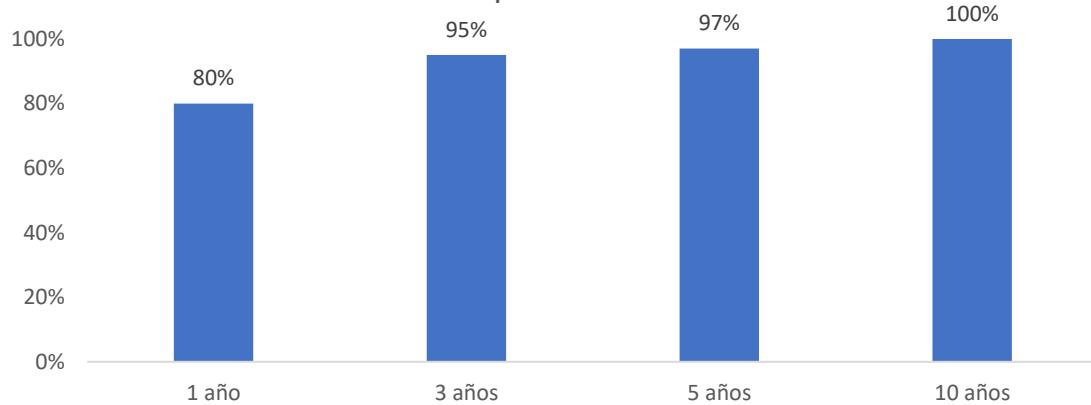
hemos contado con eventos de todo tipo (guerras mundiales incluidas). Pero no quiere decir que vaya a suceder en el futuro.

**S&P 500 TR (1928-2023) % periodos positivos**

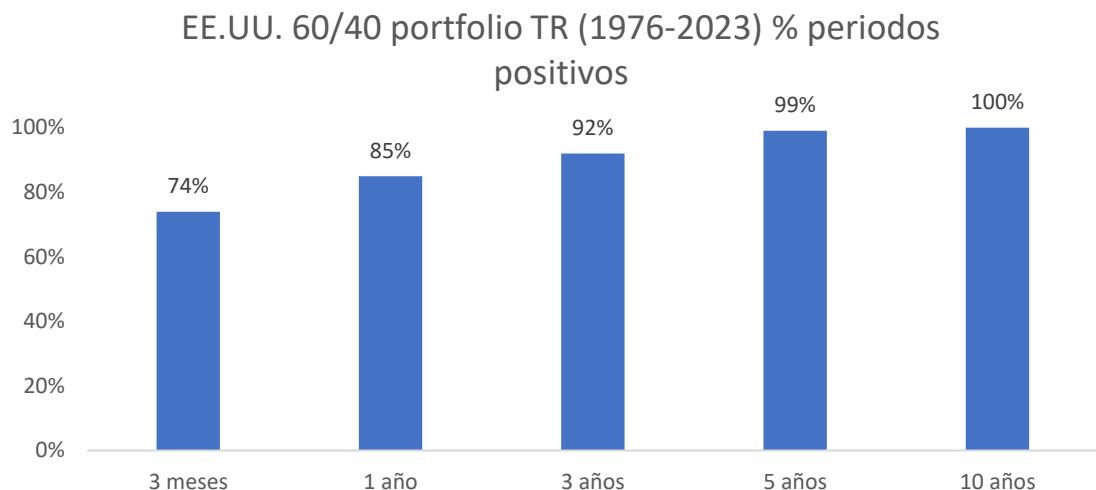


Fuente: Carlos Arenas Laorga

**US 10-Year Treasury Bond TR (1928-2023) % periodos positivos**



Fuente: Carlos Arenas Laorga



Fuente: Carlos Arenas Laorga

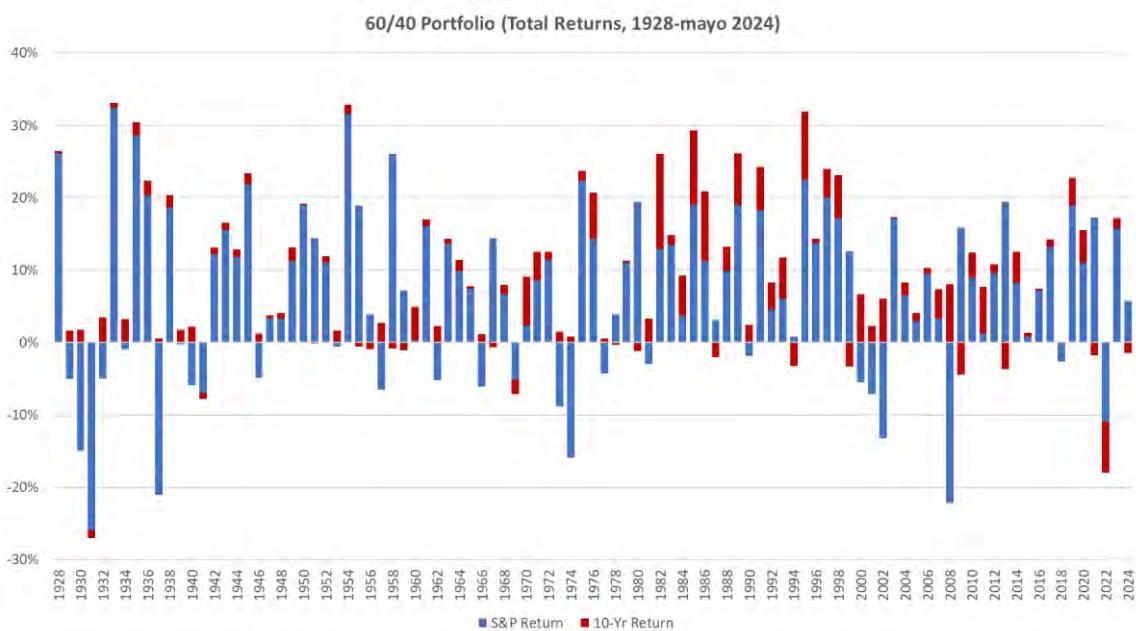
A la luz de los datos observamos cómo es interesante para un **perfil de riesgo estándar** (si lo hubiese) **estar invertido en la Cartera 60/40**, mejor que en únicamente en renta variable o en renta fija. Insistimos en que hablamos de periodos positivos no de rentabilidades totales. Y la razón de que suceda esto es la que ya hemos mencionado: existe una correlación que no suele ser elevada entre el S&P 500 y el bono americano a 10 años. Pero esto no siempre es así. Y aquí está la **clave** del inicio de este artículo: en **los últimos años hemos visto correlaciones entre estos dos activos que no han ayudado al inversor**. Por eso se ha hablado del **fin de la Cartera 60/40**.

La conclusión que sacamos es que, ciertamente, hemos vivido algunos años en los que parecía “muerta”. Pero creemos que **la Cartera 60/40 ha vuelto**, y para un tiempo no pequeño.

En el próximo artículo, conociendo ya la Cartera 60/40, analizaremos por qué los últimos años parecía muerta y por qué está de vuelta.

## 12. Vuelta a la Cartera 60/40. Artículo 2/2.

Ahora ya somos expertos en la Cartera 60/40 y podemos profundizar un poco más: ¿qué ventajas tiene que en una cartera haya activos con bajas correlaciones? Sobre esto ahondaremos en otro artículo, pero baste decir, a modo de obviedad que, cuando uno de ellos cae, el otro activo protege la cartera de esas caídas. Y eso es lo que hemos visto en la Cartera 60/40 en innumerables ocasiones. Como mencionábamos en el anterior [artículo](#), el año 2008 es un claro ejemplo de esto. Mientras que la renta variable caía un 37%, el bono americano subía más de un 20%. El año 2009, tal y como vemos en este gráfico, sucedió lo contrario, como en el 2013. Siendo tan positivo para una cartera estar diversificado en más de un activo y que no tengan una alta correlación, ¿por qué se ha hablado de la muerte de la Cartera 60/40? Pues el motivo es que, desde 2015, y con alguna excepción, no ha funcionado bien esta estrategia diversificadora. Vamos a desgranarlo un poco para entenderlo mejor.



Fuente: Carlos Arenas Laorga. La idea de este gráfico viene de J.P. Morgan.

**Año 2015:** correlación positiva al alza, pero tan escasa que apenas tiene relevancia.

**Año 2016:** correlación positiva, pero insignificante por parte de la rentabilidad del bono a 10 años.

**Año 2017:** correlación positiva, pero casi intrascendente por parte de la rentabilidad del bono a 10 años.

**Año 2018:** la renta variable cae, pero el bono a 10 años no aporta rentabilidad.

**Años 2019 y 2020:** correlación positiva con ambos activos contribuyendo de forma sólida a la rentabilidad.

**Año 2021:** primer año que vemos con una correlación inversa, pero la rentabilidad que drena el *Treasury* apenas supone un -1,8% frente al +17,2% que aporta el S&P 500. Cuando la correlación es positiva y al alza, todo el mundo está contento y nadie se plantea la importancia del factor diversificador. El año 2021 es un año que podríamos considerar que la Cartera 60/40 cumple a la perfección: elevadas rentabilidades en la renta variable y contrapeso ligero en la renta fija.

**Año 2022:** elevada correlación, pero a la baja. Es decir, lejos de sumar un activo al otro, lo que se suman son las caídas. Es el peor escenario para la Cartera 60/40.

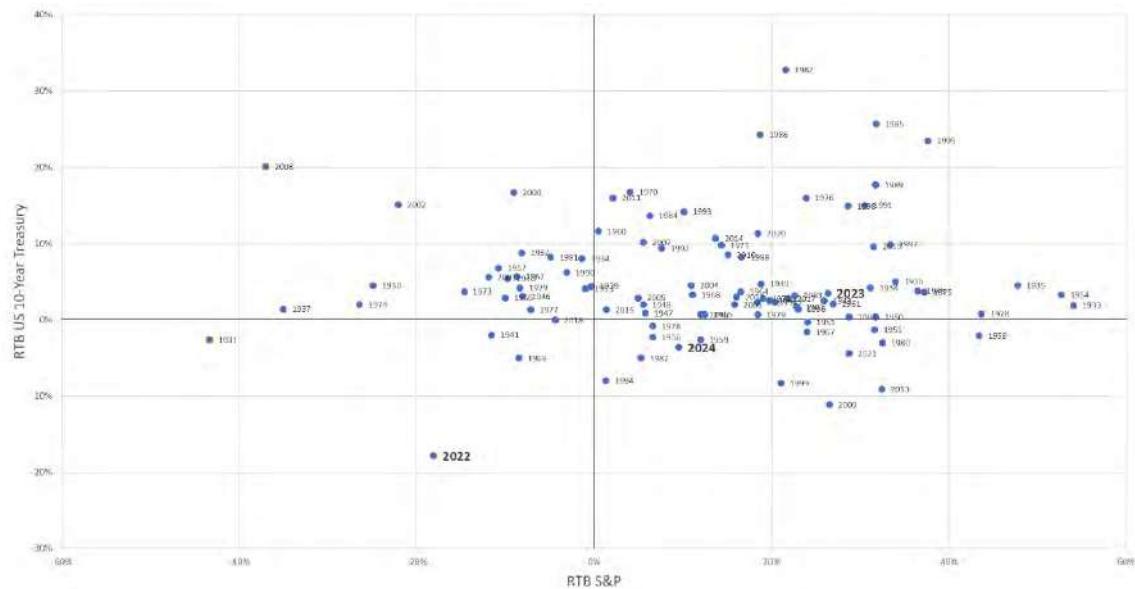
**Año 2023:** de nuevo correlación positiva, pero esta vez al alza, aunque con poco valor añadido del bono americano.

**Resumiendo:** la correlación es elevada en prácticamente todos los años. Con la excepción de 2019 y 2020, esa correlación positiva, además de sembrar dudas en la idoneidad de la estrategia, apenas aportó valor. Y cuando la correlación es especialmente elevada ¡es a la baja! como sucedió en el año 2022.

Ahora ya estamos en el año 2024. Parece que la estrategia de nuevo descorrelaciona. Vemos una rentabilidad del S&P 500 que aporta a la Cartera 60/40 un 5,7% y un bono americano que drena un -1,4%. De nuevo funciona. Además, nos encontramos en un escenario de crecimiento moderado, con inflación a la baja (aunque en EE.UU. siga relativamente elevada no nos olvidemos de dónde venimos) y tipos de interés elevados que bajarán en algún momento, aunque se mantengan relativamente más elevados de lo que estábamos (mal) acostumbrados en los años previos a 2022. Este escenario indica que, si hay una correlación positiva, probablemente sea elevada y al alza. Es

decir, de momento funciona la estrategia diversificadora y, de no hacerlo, sería para una contribución a la rentabilidad.

No nos olvidemos entonces de la Cartera 60/40 porque este año podemos volver a verla brillar, tanto por su estrategia de diversificación, cuanto por su elevada contribución a la rentabilidad en el escenario de una bajada de tipos de interés.



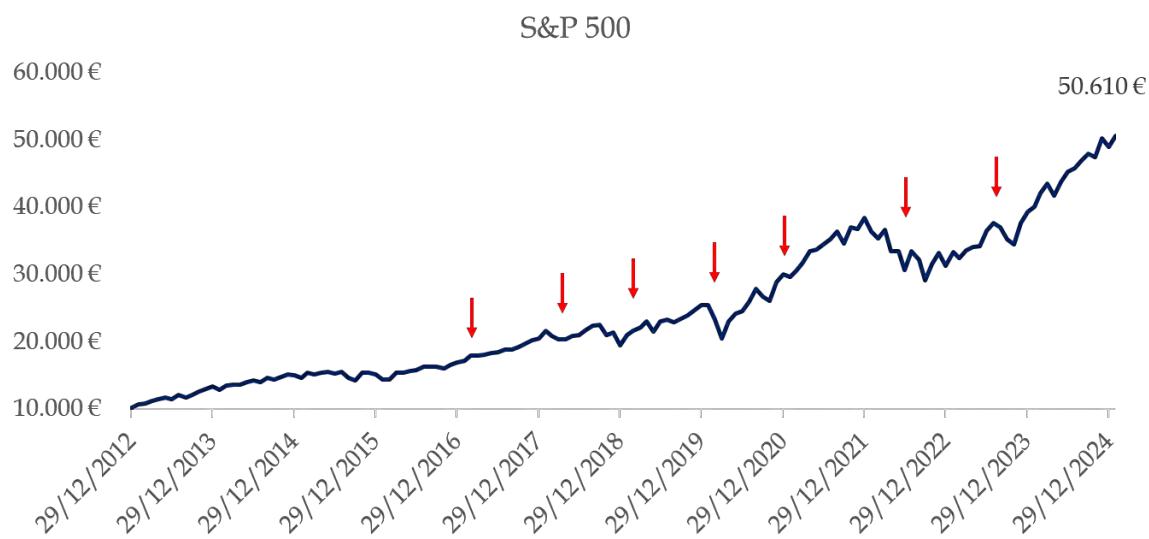
Fuente: Carlos Arenas Laorga

### 13. ¿Invierto, aunque el mercado esté en máximos?

Elegir el momento de entrar en el mercado no es fácil. Pero lo mejor es entrar siempre cuanto antes. Existen dos estrategias principales: el *dollar cost averaging* y el *lump sum*. Por entendernos mejor: el ahorro periódico o entrar de golpe. Cada una de las estrategias tiene su punto fuerte y su punto débil. Entrar con ahorro periódico permite comprar cuando el mercado está caro, pero también cuando está barato. Entrar de golpe supone comprar cuando pensamos que el mercado está barato, pero puede no estarlo...

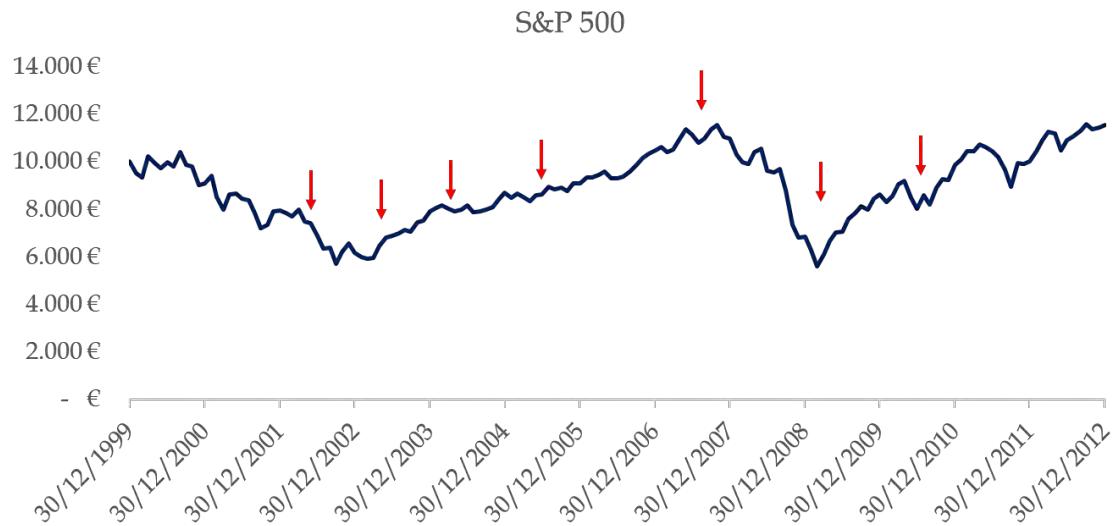
Por ejemplo, en el periodo de 2012-2024 claramente la estrategia más acertada hubiera sido entrar de golpe.

*Ilustración 1. Evolución del S&P 500 TR*



Fuente: Carlos Arenas Laorga

En cambio, del 2000 al 2012, la mejor estrategia hubiera sido el ahorro periódico. Y es cierto que el ahorro periódico hace que el riesgo sea mucho menor. Tratar de hacer *market timing* es muy arriesgado.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

Estar fuera del mercado no es bueno, porque si nos perdemos los días de mayor rentabilidad (que suelen estar en los *bear markets*), nuestra rentabilidad se diluye enormemente. De hecho, 7 de los 10 mejores días del S&P 500 han sido en *bear markets* (2003-2022).

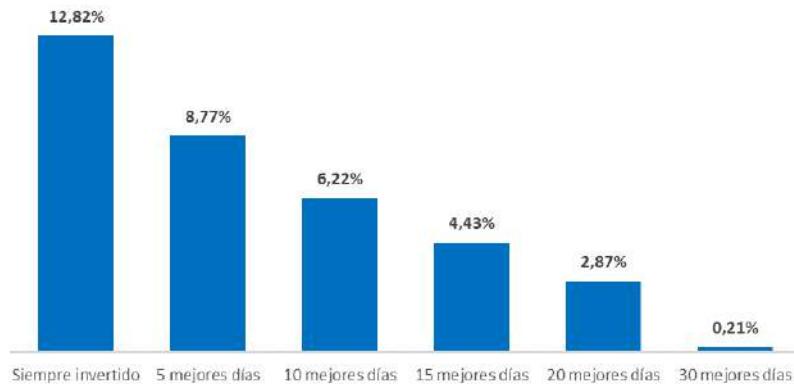
Tabla 1. Mejores días del S&P 500 (2003-2022)

Ranking	Fecha	Retorno
1	Oct 13, 2008	12%
2	Oct 28, 2008	11%
3	Mar 24, 2020	9%
4	Mar 13, 2020	9%
5	Mar 23, 2009	7%
6	Abr 6, 2020	7%
7	Nov 13, 2008	7%
8	Nov 24, 2008	7%
9	Mar 10, 2009	6%
10	Nov 21, 2008	6%



Fuente: Carlos Arenas Laorga

Ilustración 2. Rentabilidad anualizada S&P 500 TR (mayo 2014-mayo 2024)



Fuente: Carlos Arenas Laorga

Pero... ¿Quién ha sido capaz de vaticinar el COVID, la crisis financiera y el desastre tecnológico?

Tabla 2. Las 30 mayores subidas del S&P 500 (enero 1992-diciembre 2022)

Desastre tecnológico		Crisis financiera		
28/02/2000	30/10/2002	30/10/2007	31/03/2009	
13	24/07/2002	5,7%	1	
16	29/07/2002	5,4%	2	
20	03/01/2001	5,0%	5	
23	26/06/2000	4,8%	7	
26	15/10/2002	4,7%	8	
<b>COVID</b>		9	10/03/2009	
31/01/2020	31/12/2022	10	21/11/2008	
3	24/03/2020	9,4%	15	
4	13/03/2020	9,3%	17	
6	06/04/2020	7,1%	24	
11	26/03/2020	6,3%	30	
12	17/03/2020	6,0%	<b>Otros</b>	
14	10/11/2022	5,6%	18	
22	10/03/2020	4,9%	28/10/1997	
28	02/03/2020	4,6%	5,1%	
			19	
			08/09/1998	
			5,1%	
			21	
			26/12/2018	
			5,0%	
			25	
			09/08/2011	
			4,7%	
			27	
			11/08/2011	
			4,6%	
			29	
			10/05/2010	
			4,4%	

Fuente: Carlos Arenas Laorga

Entonces, ¿inviero si el mercado se encuentra en máximos? En las tablas 3 y 4 vemos cómo después de los 2 mejores meses de subidas, el mercado americano suele continuar subiendo o cómo, desde máximos las subidas a 1, 3 y 5 años son bastante similares a las que tiene cuando el mercado ha caído.

Tabla 3. Mayores subidas de 2 meses de la historia del S&P (1950-2023)

Mayores subidas de la historia (2 meses) del S&P 500 TR (1950-2023)									
Mayores ganancias del S&P 500 en 2 meses			Retornos del S&P 500 TR después de esos 2 meses						
Ranking	periodo de 2 meses	% cambio S&P 500 en 2 meses	1 mes	3 meses	6 meses	9 meses	1 año	3 años	5 años
1	Enero/Febrero 1975	19,0%	2,5%	12,9%	8,7%	15,4%	27,3%	21,6%	76,8%
2	Marzo/Abril 2009	18,7%	5,6%	13,8%	20,0%	25,0%	38,8%	70,4%	139,8%
3	Abril/Mayo 2020	17,8%	2,0%	15,5%	20,0%	26,7%	40,3%	44,0%	
4	Enero/Febrero 1987	17,4%	2,9%	2,9%	17,8%	-17,1%	-2,7%	29,3%	71,7%
5	Abril/Mayo 2009	15,2%	0,2%	11,7%	20,5%	22,1%	21,0%	51,7%	132,4%
6	Octubre/Noviembre 1982	15,0%	1,9%	8,1%	19,9%	22,7%	25,6%	66,8%	103,0%
7	Noviembre/Diciembre 2020	14,9%	-1,0%	6,2%	15,3%	15,9%	28,7%	33,1%	
8	Octubre/Noviembre 2002	14,8%	-5,9%	-9,7%	3,9%	9,1%	15,1%	40,8%	73,3%
9	Junio/Julio 1955	14,8%	-0,8%	-1,9%	2,8%	14,4%	18,0%	21,9%	53,2%
10	Septiembre/Octubre 1998	14,8%	6,1%	16,9%	22,3%	22,1%	25,7%	0,1%	2,7%
11	Octubre/Noviembre 1998	14,4%	5,8%	6,8%	12,6%	14,6%	20,9%	1,6%	-2,3%
12	Noviembre/Diciembre 2023	13,9%							
13	Octubre/Noviembre 2022	13,8%	-5,8%	-2,3%	3,3%	11,9%	13,8%		
14	Abril/Mayo 2003	13,6%	1,3%	5,1%	10,8%	20,4%	18,3%	39,1%	59,4%
15	Noviembre/Diciembre 1954	13,6%	1,8%	2,5%	16,1%	24,7%	31,4%	24,9%	100,2%
16	Julio/Agosto 2020	12,9%	-3,8%	3,9%	9,7%	21,5%	31,2%	35,0%	
17	Febrero/Marzo 1986	12,8%	-1,1%	5,9%	-1,5%	4,0%	26,2%	36,6%	86,1%
18	Septiembre/Octubre 2010	12,8%	0,0%	9,2%	16,4%	10,8%	8,1%	58,3%	95,2%
19	Junio/Julio 1997	12,5%	-5,6%	-3,8%	3,5%	17,9%	19,2%	56,2%	2,2%
20	Agosto/Septiembre 1982	12,4%	11,5%	18,2%	30,1%	44,5%	44,3%	73,1%	227,0%
Media top 20: 2 meses			0,9%	6,4%	13,3%	17,2%	23,7%	39,1%	81,4%
Media (todos los meses)			1,0%	3,0%	6,1%	9,3%	12,5%	41,2%	77,1%
Diferencia			-0,1%	3,4%	7,2%	7,9%	11,3%	-2,1%	4,3%

Fuente: Carlos Arenas Laorga

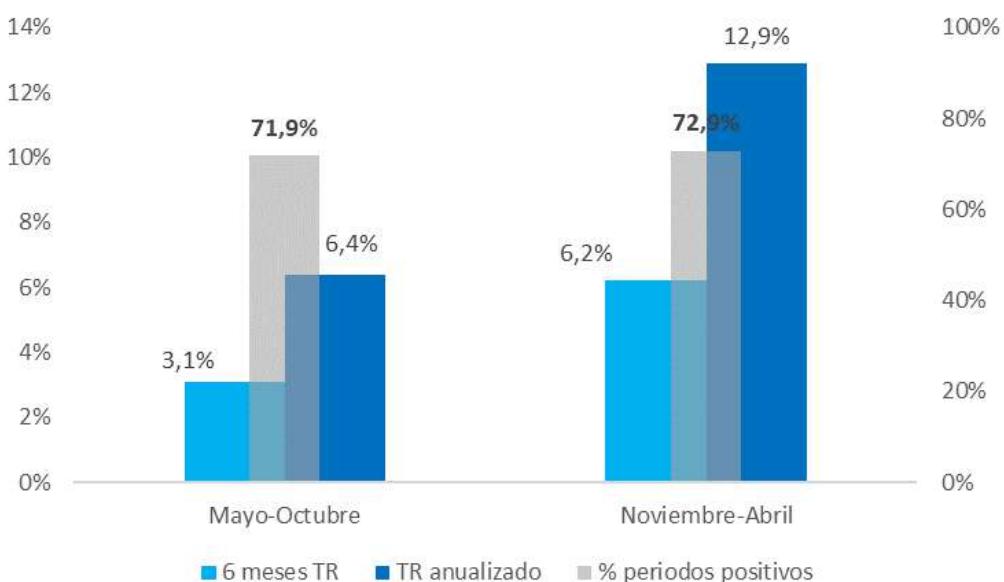
Tabla 4. ¿Qué hace el S&P desde máximo o cuando lleva caídas?

Rentabilidad media acumulada del S&P500 TR (datos mensuales 1928-nov2023)						
Caída	% period	1 año	3 años	5 años	10 años	15 años
0% (desde máximos)	29%	13%	38%	78%	185%	376%
<10%	34%	11%	41%	79%	217%	431%
10-20%	12%	13%	43%	75%	258%	486%
20-40%	10%	11%	28%	54%	200%	444%
>40%	15%	10%	35%	61%	170%	509%
Rentabilidad media anualizada del S&P500 TR (datos mensuales 1928-nov2023)						
Caída	% period	1 año	3 años	5 años	10 años	15 años
0% (desde máximos)	29%	13%	11%	12%	11%	11%
<10%	34%	11%	12%	12%	12%	12%
10-20%	12%	13%	13%	12%	14%	13%
20-40%	10%	11%	9%	9%	12%	12%
>40%	15%	10%	10%	10%	10%	13%
% de años positivos del S&P500 TR (datos mensuales 1928-nov2023)						
Caída	% period	1 año	3 años	5 años	10 años	15 años
0% (desde máximos)	29%	81%	85%	89%	92%	95%
<10%	34%	72%	85%	92%	94%	98%
10-20%	12%	78%	91%	95%	100%	100%
20-40%	10%	80%	90%	81%	90%	96%
>40%	15%	59%	71%	83%	94%	100%

Fuente: Carlos Arenas Laorga

En cualquier caso, lo que nos espera hasta octubre (históricamente) parece que son subidas, más aún cuando estamos en año electoral.

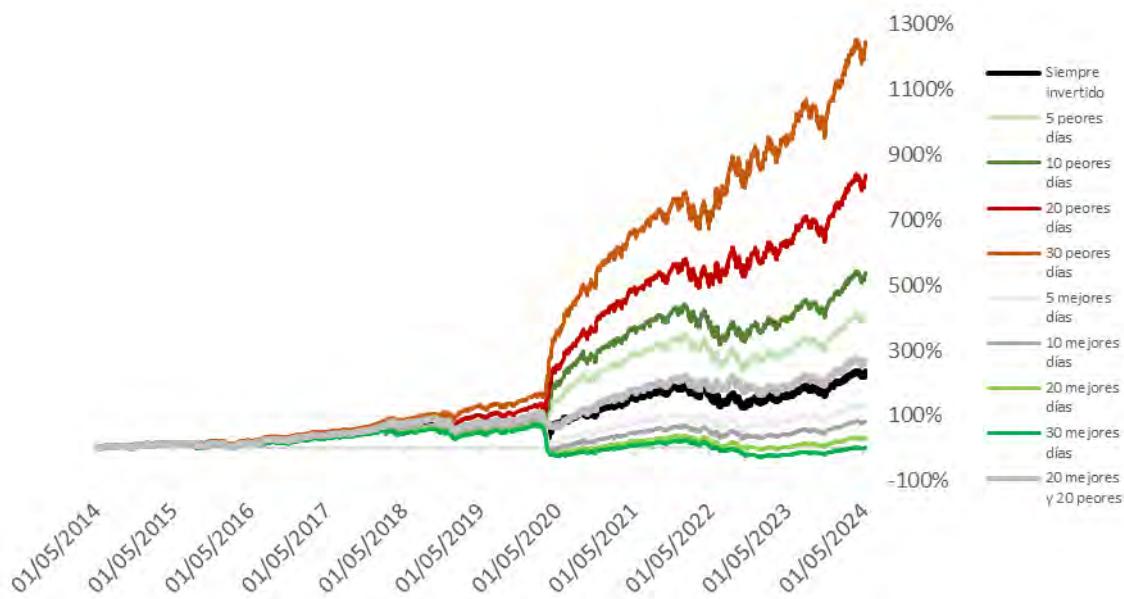
Ilustración 3. S&P 500 Total Returns y % de períodos positivos eje dcha. (1928-2023)



Fuente: Carlos Arenas Laorga

Como es un tema complejo, en el próximo vídeo analizaremos con más detalle qué es lo que puede pasar, si merece la pena estar siempre invertido y estableceremos unos consejos que nos pueden ayudar mucho a sacar un máximo rendimiento a nuestra rentabilidad sin tener que hacer market timing, pero sin perder las oportunidades de entrar en el mercado cuando está barato. Como adelanto mostramos un gráfico muy ilustrativo sobre el que hablaremos en el próximo vídeo, que no os podéis perder.

*Ilustración 4. ¿Qué pasa si me pierdo los mejores días o los peores?*



Fuente: Carlos Arenas Laorga

## 14. ¿Qué relación tienen los bancos con los tipos de interés?

La rápida subida de tipos de interés por parte de los principales bancos centrales ha hecho que la banca obtenga unos beneficios extraordinarios. El precio al cual el banco central remunera los depósitos de la banca comercial ha pasado de ser negativo o cero a ser más de un 3 y un 4%. Imagine un banco con un saldo depositado en el banco central de 10 mil millones. Este banco ha pasado -solo a nivel de balance sobre los depósitos en el banco central, nada que ver con su actividad- de perder 50 millones de euros anuales a cosechar ganancias por 400 millones. Y sin hacer nada, solo la política monetaria de incremento de tipos de interés. Imagine además el *spread* entre los que han subido las hipotecas y lo que remuneran los depósitos. Miel sobre hojuelas para la banca.

Pero no todo es tan bonito. Cuando las subidas de tipos son muy bruscas, tal y como hemos visto en el año 2022, se pueden producir algunas fracturas. Aquí es cuando baja la marea y se ve quién no llevaba el bañador puesto. Y, es que, la banca hace un negocio que no puede hacer nadie más: se financia a muy largo plazo (bonos de gobiernos, hipotecas, etc.) y se endeuda a muy corto (depósitos a la vista). Y no lo puede hacer nadie más porque eso es una situación de quiebra técnica. Salvo para la banca, que puede “crear” dinero vía depósitos a la vista y así cubrir su activo a largo plazo con pasivos a corto.

Pagan más interés (de forma habitual) los largos plazos que los cortos. Por eso el banco presta a largo plazo (hipotecas o bonos de gobiernos) para recibir un elevado interés y pide prestado a corto (depósitos) sobre los que abona un interés muy pequeño. Y de ese diferencial se obtiene la rentabilidad. Pero financiarse a largo plazo con deuda a corto es muy arriesgado. Este riesgo es lo que se conoce como descalce de plazos: pasivos a corto plazo, activos a largo.

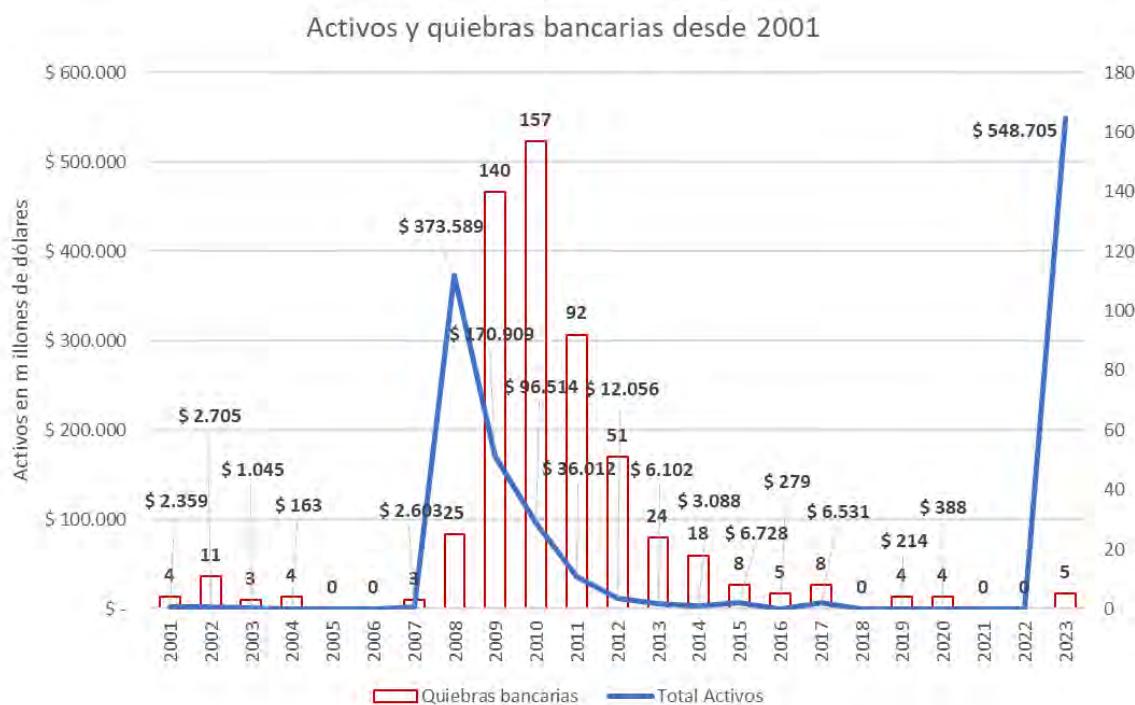
Si el banco sufre retiradas de depósitos a corto plazo, tiene que deshacer su posición de activos a largo plazo. Pero muchas veces estas posiciones a largo no son tan sencillas de deshacer.

Adicionalmente, la subida de tipos de interés hace que los activos a largo plazo comprados por la banca, como bonos de gobiernos, a tipos cercanos al 0%, caigan

en precio. Si sus activos a largo plazo (que ya de por sí apenas daban rentabilidad) caen, su activo se reduce y sufre pérdidas latentes. Si a esto añadimos que la banca tiene que empezar a remunerar depósitos que antes no remuneraba, la situación se complica aún más.

Ahora imaginemos que los depositantes del banco quieren retirar parte de sus depósitos a la vista, bien porque quieren consumir, bien porque temen la situación del banco. ¿Cómo hace frente el banco a esta retirada si no es haciendo explícitas esas pérdidas latentes teniendo que “mal vender” esos títulos gubernamentales? Esto lleva a que la pérdida del activo sea real, y tenga que compensar su balance con una pérdida de patrimonio. El banco se descapitaliza y, si no logra captar nuevo capital, es más que probable que quiebre.

Por eso en Estados Unidos la Reserva Federal ha creado un mecanismo de garantías (de un año de duración) para que la banca pueda acudir a refinanciar su balance sin tener que recurrir a la venta en malas condiciones de su activo. Aun así, en el año 2023, hemos visto 5 quiebras bancarias en este país y en el año 2024, ya llevamos una. Es cierto que 5 no son muchas, pero los activos bajo gestión sí son elevados. Concretamente, la cifra supera ampliamente el volumen del año 2008 (crisis financiera).



Fuente: Carlos Arenas Laorga

Entonces, ¿realmente se benefician los bancos del incremento de los tipos de interés? Pues sí, pero si son incrementos muy rápidos, pueden generar rupturas en el sistema bancario. Ante este escenario, no es sencillo acercarse a invertir en bancos y sacar partido de esas subidas de tipos de interés. Pero existen fondos que hacen una gestión en la selección de bancos que es excelente. Ante esta situación de tipos elevados, la banca tiene en su balance muchos bonos que les reportan cerca del 0%, mientras que si los comprase ahora le darían un 4 o 5%. ¿Qué bancos compro porque pueden seguir aprovechándose de los tipos altos y cuáles debo evitar por riesgo de quiebra?

En el próximo artículo te contamos qué 4 fondos del sector financiero lo están haciendo de maravilla.

## 15. ¿Cuánto tengo que subir para recuperar una caída?

Seguro que el lector de Estrategias de Inversión conoce de sobra lo que vamos a explicar ahora. De todos modos, **nunca viene mal un pequeño recordatorio de cosas que ya conocemos**. Y, además, acompañamos con un gráfico que puede resultar de ayuda.

En más ocasiones de las que me gustaría, me he encontrado con preguntas del estilo: "mi fondo ha caído un 10% y solo ha recuperado un 2%; ¿me espero a que recupere el 8% que le queda o lo vendo?" El lector de este artículo ya sabe que esta pregunta es un error. Yo se lo cuento así a mis amigos poco avezados en asuntos financieros: si tienes 100 euros y cae un 10%, ¿cuánto tienes? La respuesta es sencilla:  $100*(1-10\%)$ , 90 euros. Una vez que tienes 90 euros, ¿qué pasa si subes un 10%?  $90*(1+10\%)$ , es decir, 99 euros.

Los fondos de inversión (carteras o acciones) que menos caen tienen mucho más fácil recuperar los niveles previos. Esta frase parece una perogrullada, pero no lo es tanto cuando vemos los datos... De hecho, veamos algunos ejemplos.

Si tu activo cae un 2%, basta con que suba un 2,04% para que recupere el 100%. Si sube un 3%, la recuperación ya es de un +147%! Pero si nos vamos al perfil tolerante, una caída de un 8%, apenas sí recupera subiendo un 9%. Por eso muchos de los mejores fondos no son aquellos que aprovechan los *rallies*, sino los que consiguen capturar menos las caídas de mercado.

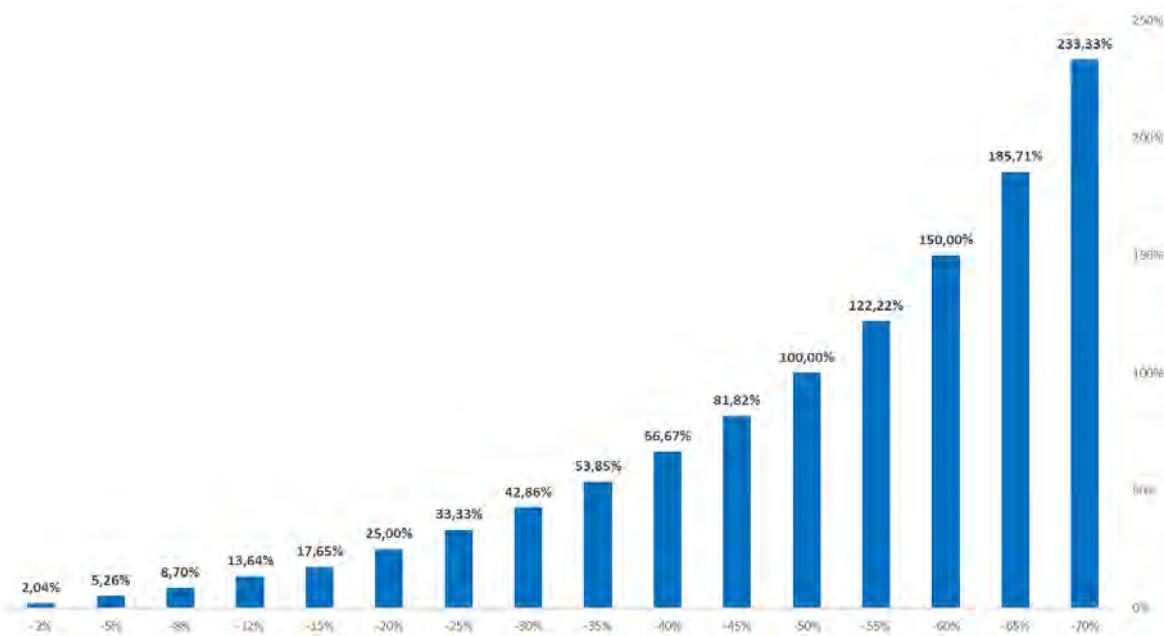
	Año 1	Año 0	% RECUP.
<b>CONSERVADOR</b>			
Cons. 1	3,0%	-2,0%	147,0%
Cons. 2	6,0%	-6,0%	94,0%
<b>MODERADO</b>			
Mod. 1	5,0%	-4,0%	120,0%
Mod. 2	8,0%	-8,0%	92,0%
<b>DINÁMICO</b>			
Din. 1	7,0%	-6,0%	109,7%
Din. 2	10,0%	-10,0%	90,0%
<b>TOLERANTE</b>			
Tol. 1	9,0%	-8,0%	103,5%
Tol. 2	12,0%	-12,0%	88,0%

Fuente: Carlos Arenas Laorga

Si el lector se fija en los porcentajes de recuperación, sobran las explicaciones. Por irnos al ejemplo 2: si subimos el mismo porcentaje que hemos caído. Ante un 6%, la recuperación es del 94%, pero cuando es un 12%, tan solo se llega al 88%. Y así, cuanto mayor es la caída, más difícil es recuperar. Pero no me refiero a una progresión proporcionalmente, es exponencial. Si tu activo cae un 50%, vas a necesitar un 100% de subida para recuperar... Eso no es fácil de conseguir.

Por tanto, si ves que un fondo no se está comportando bien, revisa tu aversión al riesgo, porque quizás sea preferible que traspases hacia otro antes de encontrarte con que tienes que subir un 100% para recuperar tu pérdida.

En este gráfico podemos ver que, cuando caes un 5% (eje de abscisas), basta un +5,26% para quedarte como estabas. Cuando ya es un -20%, vas a necesitar un +25%. Y así de modo exponencial hasta el último ejemplo que ponemos de un -70%, que necesitarías un +233,3% para recuperar.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

Por eso, el consejo cae por su peso. No trates de buscar solo el fondo que mejor lo hace en subidas. Observa qué riesgos tiene ese activo y qué estrategias utiliza para evitar caídas abruptas.

Máxima caída % (5 años hasta 30 mayo 2024)								
Posición	Identif.	Caída	Posición2	Identif.2	Caída2	Posición3	Identif.3	Caída3
1	718	-70,45%	11	524	-58,03%	21	95	-51,74%
2	561	-69,37%	12	893	-57,05%	22	720	-51,46%
3	637	-68,91%	13	989	-55,47%	23	416	-51,43%
4	731	-64,66%	14	340	-54,33%	24	477	-50,67%
5	973	-63,31%	15	37	-54,28%	25	152	-50,57%
6	224	-62,43%	16	322	-53,92%	26	353	-50,55%
7	656	-59,76%	17	277	-53,17%	27	224	-50,15%
8	602	-58,79%	18	63	-53,05%	28	864	-50,03%
9	192	-58,48%	19	138	-52,93%	29	352	-49,93%
10	831	-58,17%	20	211	-52,08%	30	618	-49,45%

Fuente: Carlos Arenas Laorga

Aquí dejamos una tabla de algunos fondos (no ponemos el ISIN entero) y sus caídas máximas en los últimos 5 años. Para que se vea que aquí no hay nadie libre de caer. Y entre estos 30 fondos hay gestoras bien conocidas por todos...

## 16. ¿Dónde invierten los ultra ricos?

Los súper ricos tienen más oportunidades de inversión que los que no tenemos patrimonios tan elevados. Esto sucede por dos motivos principales. El primero de ellos es porque muchas veces vehiculizan su patrimonio a través de productos (SICAV, fondos, etc.) que les permite invertir en activos que un particular no profesional, por ejemplo, no tiene autorizado por regulación. El segundo motivo es el importe mínimo de algunos productos y el porcentaje que este debe suponer con respecto del total de la cartera. Aunque la normativa europea está trabajando para esto suceda menos (nueva regulación de los ELTIF), todavía vemos activos cuya inversión mínima supera los 30 mil euros y no pueden suponer más de un 10% de del total de la cartera. Si nuestro patrimonio de 50 mil euros, no tenemos ninguna opción de entrar en ciertas inversiones.

Ahora bien, aunque parece que muchos productos pueden estar fuera de nuestro alcance y que son muy sofisticados, la realidad es que no lo son tanto como pueda parecer. Obviamente existen algunos que sí lo son, pero no son la mayoría. Por ejemplo, **¿puedo entrar en SOCIMIS? ¿y en infraestructuras como puertos, redes de distribución de gas, o aeropuertos? ¿puedo comprar deuda de grandes empresas? ¿y de gobiernos? La respuesta a todas estas preguntas es que sí puedes.**

**La inversión inmobiliaria y en infraestructuras.** Parece difícil que un particular pueda ser propietario de un conducto de gas, o de un aeropuerto. Pues existen fondos de inversión que, con importes muy pequeños (menos de 200 euros en muchos casos) te permiten la entrada en inmuebles como centros comerciales, residencias de estudiantes, infraestructuras listadas, etc. Algunos ejemplos son:

- Dpam B Real Est EUR Sus Div
- FTGF ClearBridge Infrastructure Value Fund
- Schroder Global Cities Real Estate

**Riesgos de inflación.** Es una de las principales preocupaciones de los súper ricos. La gente con menores recursos y menos formación suelen verse más afectado por la inflación que aquellos que más dinero tienen, precisamente porque no conocen

que tienen oportunidades de inversión a su alcance. Hablamos desde bonos ligados a la inflación hasta compañías de consumo que se pueden ver beneficiadas por el poder de fijación de precios.

- Candriam Bds Floating Rt Nts
- Amundi S&P 500 VIX Futures Enhanced Roll UCITS ETF
- Gvc Gaesco 300 Places Worldwide

**Deuda de gobiernos y empresas.** ¿Quieres invertir en deuda de gobiernos europeos, americanos o asiáticos? Con un simple clic puedes acceder. ¿Quieres acceder a comprar deuda de grandes empresas? ¿Cómo compro bonos de empresas o de gobiernos hasta su vencimiento? Aquí te mostramos algunos ejemplos.

- Jpm Euro Govt Short Dur Bd
- Ubam Dynamic US Dollar Bond Ac USD
- Pictet-USD Government Bonds USD
- Lazard Euro Short Duration Sri
- EdR SICAV Millesima Select 2028 EUR

**Cambio climático.** Es una temática en la que uno puede estar interesado por dos motivos principales. El primero de ellos es la cantidad enorme de flujos y de compañías que se dedican a tratar de aportar soluciones al cambio climático. Es una tendencia que va a seguir durante muchos años, como el envejecimiento de la población o la digitalización. Otro motivo puede ser porque tenemos una conciencia de que nuestra inversión debe tener un impacto positivo en el medio ambiente, en el buen gobierno de las compañías y en la sociedad. Algunos ejemplos son:

- Nordea 1 - Global Climate Envir
- Bnp Paribas Climate Impact

**Renta variable en general.** Aquí tenemos acceso al universo entero de compañías cotizadas a través de mercados muy diversos. Desde pequeñas compañías de

países muy remotos, hasta poder invertir en empresas que conocemos de sobra como Microsoft, Google o Apple.

- Ms Invf Global Brands
- Robeco Bp Global Premium Eq
- Ubam 30 Global Leaders Equity
- T. Rowe Price US Smlr Cm EQ

**Oro y metales preciosos.** ¿Quién ha dicho que no podemos invertir en oro? Existen multitud de productos que invierten en oro físico. Principalmente ETFs, pero también hay fondos que invierten en las compañías extractoras de estos metales.

- Ninety One Gsf Glb Gold
- Invesco Physical Gold
- Ofi Invest Precious Metals

**Materias primas.** ¿Quieres invertir en cacao? Puedes. En materias primas relacionadas con el cambio climático también. En casi cualquier materia prima. No tienes que ser un bróker con amplios conocimientos y hacer nada raro.

- Invesco Bloomberg Commodity Etf
- Wisdomtree Broad Commodities
- WisdomTree Cocoa

**Agricultura.** ¿Te interesa este sector? Tienes a tu disposición fondos de inversión y ETFs que lo hacen por ti.

Dws Invest Global Agribusiness

**Bosques, agua y otros activos más concretos.** También en estas compañías vas a poder encontrar soluciones de inversión. ¿Quieres invertir en derechos de emisión de CO<sub>2</sub>? ¿En soluciones para que el agua sea más accesible?

- Robeco Sustainable Water
- Pictet-Timber
- Thematics Safety

Podríamos seguir contando ejemplos a cientos. La verdad es que, al final, **la diferencia entre las alternativas de inversión que tiene un súper rico y los que no lo somos, tampoco son tantas...** es cierto que las hay, pero tenemos miles y miles de productos que hacen que nuestras inversiones puedan ser iguales o mejores que las de las grandes fortunas. Si lees una noticia de que Amancio Ortega ha comprado un inmueble en Londres y piensas “ojalá yo pudiese invertir en ese tipo de activo”; estás de enhorabuena, porque los hay.

Si tienes cualquier duda, nos vemos en el próximo consultorio de fondos y te contamos dónde invertir según lo que más te guste.

## 17. Cómo se calcula la rentabilidad: curiosidad financiera técnica

La rentabilidad de una inversión se puede calcular de distintos modos. El método que solemos utilizar es la rentabilidad lineal. Esta consiste en dividir el valor final de la inversión entre el valor inicial, restarle 1 y multiplicarlo por cien. En caso de que haya aportaciones y reembolsos, también se incluyen.

La rentabilidad lineal mide la variación de patrimonio, independientemente de cuándo se hayan realizado aportaciones o reembolsos, por lo que no tiene en cuenta factores esenciales de la inversión. Siendo más sencilla de calcular y de entender, no representa de modo adecuado la verdadera rentabilidad de una inversión. Su cálculo, en porcentaje, se efectúa del siguiente modo:

$$\text{Rentabilidad Lineal} = \left( \frac{\text{Cantidad final}}{\text{Cantidad inicial} + \text{Aportaciones}} - 1 \right) * 100$$

En este caso, daría igual cuándo se efectúen las distintas aportaciones y retiradas en las inversiones, que esta rentabilidad no lo tiene en cuenta. Por tanto, su cálculo no refleja la rentabilidad del dinero invertido.

Existe otro cálculo mucho más preciso conocido como valor liquidativo o rentabilidad por NAV (*Net Asset Value* por sus siglas en inglés). Este valor liquidativo hace referencia al precio de las participaciones de un fondo de inversión. También se puede (y se debe) utilizar en el cálculo de la rentabilidad de una cartera de inversiones. Este valor resulta de dividir el patrimonio del fondo (o de la cartera de inversión) entre el número de participaciones.

Este cálculo es mucho más preciso, pues tiene en cuenta el momento temporal en que se realizan las aportaciones y/o reembolsos. De este modo, podemos encontrarnos con una cartera que tiene una rentabilidad lineal distinta de la rentabilidad por NAV. Si no ha habido ninguna aportación o reembolso, deberán coincidir. En caso contrario nos encontraremos con diferencias que, en algún caso, pueden ser importantes. De hecho, existen casos en los que tendremos rentabilidad lineal positiva y rentabilidad por NAV negativa, o viceversa. Esta diferencia entre ambos tipos de cálculo puede derivar en confusiones perfectamente entendibles. Incluso, se pueden dar casos en los que una

rentabilidad por NAV sea positiva cuando el patrimonio de la cuenta ha disminuido. Curioso, ¿verdad? Este concepto no es, para nada, intuitivo, pero vamos a tratar de explicarlo con un sencillo ejemplo.

Supongamos que tenemos una gallina que pone un huevo cada día, durante 10 días consecutivos.

Imaginemos que tenemos otra gallina que, después de 10 días, también ha puesto 10 huevos. Pero en este segundo caso, hasta el sexto día no puso huevos.

Podemos decir que ambas gallinas pusieron 10 huevos, pero la velocidad a la que puso huevos la segunda gallina en los últimos 5 días tuvo que ser mucho más elevada que la primera gallina para alcanzar la misma cantidad. Esto mismo es lo que sucede con la rentabilidad medida por NAV comparada con la rentabilidad lineal.

En el caso de la rentabilidad por NAV sí se tiene en cuenta el momento en que se producen las aportaciones y retiradas, de manera que su cálculo incluye la rentabilidad de todo el dinero en el momento en el que este se invierte. El cálculo es un poco más complejo, pues requiere contabilizar la cartera con el valor de las participaciones que tiene (reales o ficticias), para calcular el NAV y poder medir, finalmente, la rentabilidad.

*Tabla 5. Rentabilidad lineal vs NAV 1*

	V. Inversión	Rtb (%)	Aport/Ret	Valor participación	nº participaciones
01/01/2023	100.000,0 €	1%	- €	10,00 €	10.000,00
31/01/2023	101.000,0 €	2%	- €	10,10 €	10.000,00
28/02/2023	103.020,0 €	1%	- €	10,30 €	10.000,00
31/03/2023	104.050,2 €	2%	- €	10,41 €	10.000,00
30/04/2023	106.131,2 €	1%	- €	10,61 €	10.000,00
31/05/2023	107.192,5 €	-2%	- €	10,72 €	10.000,00
30/06/2023	105.048,7 €	1%	- €	10,50 €	10.000,00
31/07/2023	106.099,2 €	1%	- €	10,61 €	10.000,00
31/08/2023	107.160,1 €	0%	- €	10,72 €	10.000,00
30/09/2023	107.160,1 €	-2%	- €	10,72 €	10.000,00
31/10/2023	105.016,9 €	1%	- €	10,50 €	10.000,00
30/11/2023	106.067,1 €	3%	- €	10,61 €	10.000,00
31/12/2023	109.249,1 €	1%	- €	10,92 €	10.000,00

**Rentabilidad NAV** 9,25%

**Rentabilidad lineal** 9,25%

En este caso 1 no existen diferencias entre ambas rentabilidades, pues no existen aportaciones ni retiradas.

Si introducimos una aportación a mitad o final del periodo, ese nuevo dinero tiene que “rentar” mucho más para llegar a la cantidad final absoluta (valor de la inversión), por lo que la rentabilidad por NAV será superior a la rentabilidad lineal.

*Tabla 6. Rentabilidad lineal vs NAV 2*

	V. Inversión	Rtb (%)	Aport/Ret	Valor participación	nº participaciones
01/01/2023	100.000,0 €	1%	- €	10,00 €	10.000,00
31/01/2023	101.000,0 €	2%	- €	10,10 €	10.000,00
28/02/2023	103.020,0 €	1%	- €	10,30 €	10.000,00
31/03/2023	104.050,2 €	2%	- €	10,41 €	10.000,00
30/04/2023	106.131,2 €	1%	- €	10,61 €	10.000,00
31/05/2023	107.192,5 €	-2%	- €	10,72 €	10.000,00
30/06/2023	105.048,7 €	1%	- €	10,50 €	10.000,00
31/07/2023	106.099,2 €	1%	80.000 €	10,61 €	10.000,00
31/08/2023	187.960,1 €	0%	- €	10,72 €	17.540,12
30/09/2023	187.960,1 €	-2%	- €	10,72 €	17.540,12
31/10/2023	184.200,9 €	1%	- €	10,50 €	17.540,12
30/11/2023	186.043,0 €	3%	- €	10,61 €	17.540,12
31/12/2023	191.624,2 €	1%	- €	10,92 €	17.540,12

**Rentabilidad NAV** 9,25%

**Rentabilidad lineal** 6,46%

En cambio, si esta misma aportación se realizase antes en el tiempo, ese nuevo dinero (la aportación), no tendría que “rentar” tanto. De este modo las rentabilidades por NAV y la lineal serían más parecidas.

Tabla 7. Rentabilidad lineal vs NAV 3

	V. Inversión	Rtb (%)	Aport/Ret	Valor participación	nº participaciones
01/01/2023	100.000,0 €	1%	- €	10,00 €	10.000,00
31/01/2023	101.000,0 €	2%	80.000 €	10,10 €	10.000,00
28/02/2023	184.620,0 €	1%	- €	10,30 €	17.920,79
31/03/2023	186.466,2 €	2%	- €	10,41 €	17.920,79
30/04/2023	190.195,5 €	1%	- €	10,61 €	17.920,79
31/05/2023	192.097,5 €	-2%	- €	10,72 €	17.920,79
30/06/2023	188.255,5 €	1%	- €	10,50 €	17.920,79
31/07/2023	190.138,1 €	1%	- €	10,61 €	17.920,79
31/08/2023	192.039,5 €	0%	- €	10,72 €	17.920,79
30/09/2023	192.039,5 €	-2%	- €	10,72 €	17.920,79
31/10/2023	188.198,7 €	1%	- €	10,50 €	17.920,79
30/11/2023	190.080,7 €	3%	- €	10,61 €	17.920,79
31/12/2023	195.783,1 €	1%	- €	10,92 €	17.920,79

**Rentabilidad NAV** 9,25%

**Rentabilidad lineal** 8,77%

Como hemos mencionado, se pueden ver casos peculiares, en donde la aportación se produce en un momento en el que la rentabilidad está siendo negativa. Según haya sido la rentabilidad anterior y posterior, nos podemos encontrar con un patrimonio que ha decrecido; lo que quiere decir que tendríamos una rentabilidad lineal negativa y tener, en cambio, una rentabilidad por NAV positiva. En este ejemplo, si la aportación hubiera sucedido antes en el tiempo, al igual que en el caso de la Tabla 8, la rentabilidad lineal y la calculada con el NAV tenderían a parecerse más (Tabla 10).

**Tabla 8. Rentabilidad lineal vs NAV 4**

	V. Inversión	Rtb (%)	Aport/Ret	Valor participación	nº participaciones
01/01/2023	100.000,0 €	1%	- €	10,00 €	10.000,00
31/01/2023	101.000,0 €	2%	- €	10,10 €	10.000,00
28/02/2023	103.020,0 €	1%	- €	10,30 €	10.000,00
31/03/2023	104.050,2 €	2%	- €	10,41 €	10.000,00
30/04/2023	106.131,2 €	1%	- €	10,61 €	10.000,00
31/05/2023	107.192,5 €	-2%	- €	10,72 €	10.000,00
30/06/2023	105.048,7 €	1%	- €	10,50 €	10.000,00
31/07/2023	106.099,2 €	1%	- €	10,61 €	10.000,00
31/08/2023	107.160,1 €	-2%	- €	10,72 €	10.000,00
30/09/2023	105.016,9 €	-2%	80.000 €	10,50 €	10.000,00
31/10/2023	181.316,6 €	1%	- €	10,29 €	17.617,82
30/11/2023	183.129,8 €	-3%	- €	10,39 €	17.617,82
31/12/2023	177.635,9 €	1%	- €	10,08 €	17.617,82

**Rentabilidad NAV** 0,83%

**Rentabilidad lineal** -1,31%

**Tabla 9. Rentabilidad lineal vs NAV 5**

	V. Inversión	Rtb (%)	Aport/Ret	Valor participación	nº participaciones
01/01/2023	100.000,0 €	1%	- €	10,00 €	10.000,00
31/01/2023	101.000,0 €	2%	80.000 €	10,10 €	10.000,00
28/02/2023	184.620,0 €	1%	- €	10,30 €	17.920,79
31/03/2023	186.466,2 €	2%	- €	10,41 €	17.920,79
30/04/2023	190.195,5 €	1%	- €	10,61 €	17.920,79
31/05/2023	192.097,5 €	-2%	- €	10,72 €	17.920,79
30/06/2023	188.255,5 €	1%	- €	10,50 €	17.920,79
31/07/2023	190.138,1 €	-1%	- €	10,61 €	17.920,79
31/08/2023	188.236,7 €	-2%	- €	10,50 €	17.920,79
30/09/2023	184.472,0 €	-2%	- €	10,29 €	17.920,79
31/10/2023	180.782,5 €	1%	- €	10,09 €	17.920,79
30/11/2023	182.590,4 €	-3%	- €	10,19 €	17.920,79
31/12/2023	177.112,6 €	1%	- €	9,88 €	17.920,79

**Rentabilidad NAV** -1,17%

**Rentabilidad lineal** -1,60%

Lo mismo que sucede con las aportaciones lo vemos con las retiradas, en sentido contrario. También observamos que puede existir una rentabilidad líneas positiva y una rentabilidad por NAV negativa.

Tabla 10. Rentabilidad lineal vs NAV 6

	V. Inversión	Rtb (%)	Aport/Ret	Valor participación	nº participaciones
01/01/2023	100.000,0 €	1%	- €	10,00 €	10.000,00
31/01/2023	101.000,0 €	2%	- €	10,10 €	10.000,00
28/02/2023	103.020,0 €	1%	- €	10,30 €	10.000,00
31/03/2023	104.050,2 €	2%	- €	10,41 €	10.000,00
30/04/2023	106.131,2 €	1%	- €	10,61 €	10.000,00
31/05/2023	107.192,5 €	-2%	- €	10,72 €	10.000,00
30/06/2023	105.048,7 €	1%	- €	10,50 €	10.000,00
31/07/2023	106.099,2 €	-1%	- €	10,61 €	10.000,00
31/08/2023	105.038,2 €	-2%	- €	10,50 €	10.000,00
30/09/2023	102.937,4 €	-2%	-80.000 €	10,29 €	10.000,00
31/10/2023	22.478,6 €	1%	- €	10,09 €	2.228,29
30/11/2023	22.703,4 €	-3%	- €	10,19 €	2.228,29
31/12/2023	22.022,3 €	1%	- €	9,88 €	2.228,29

**Rentabilidad NAV** **-1,17%**

**Rentabilidad lineal** **10,11%**

Las diferencias entre las rentabilidades calculadas por NAV y la lineal van a depender de las rentabilidades positivas o negativas de la cartera en el periodo de tiempo analizado, de cuándo se haya realizado la/s aportación y/o retirada/s, etc.

Por ejemplo, si Pablo no tiene dinero en el momento 0, aunque el mercado suba un 10%, no va a obtener rentabilidad ninguna. Si en el momento 1 aporta 10 euros y el mercado sube un 10%, tendrá ese porcentaje de ganancia en su inversión.

Si Pedro tiene los 10 euros desde al comienzo, sin realizar aportaciones, su rentabilidad será mayor.

	Año 1: RTB 10%	Año 2: RTB 10%	TOTAL
<b>Pablo</b>	0 €	10 €	11 €
<b>Pedro</b>	10 €	11 €	12,1 €

Pero si ambas personas terminasen con 11 euros, querría decir que la rentabilidad obtenida por Pablo en el segundo periodo (cuando ha realizado la aportación) es más elevada que la de Pedro. El dinero de Pablo ha tenido que “correr” más para

llegar a 11 euros. Es decir, su rentabilidad por NAV sería más elevada, aunque su rentabilidad lineal fuese igual.

<b>Pablo</b>	0 €	10 €	11 €
<b>Pedro</b>	10 €	10,5 €	11 €

Artículo basado en el libro [De ahorrador a Inversor](#)

## 18. 4 Temas clave en renta variable

### 1. El Regreso de la diversificación

A principios de 2023, un pequeño grupo de siete empresas dominaba el S&P 500, representando menos del 20 % del índice, pero generando dos tercios de su rentabilidad anual. Este grupo ha continuado liderando el mercado en 2024, incrementando su peso hasta casi el 30% del índice y llevando la concentración del mercado a niveles no vistos en 50 años.

Sin embargo, esta tendencia parece estar cambiando. Con el desempeño negativo de Tesla y Apple este año, el grupo se ha reducido a cinco empresas. A finales de 2023, se ha observado un aumento en la amplitud del mercado, una tendencia que se espera se intensifique en 2024. Este cambio se debe a la mejora en la rentabilidad del "S&P 493" y de las empresas de pequeña y mediana capitalización.

Históricamente, la concentración del mercado ha sido alta en períodos de incertidumbre económica. A medida que disminuye la incertidumbre macroeconómica, la amplitud del mercado tiende a mejorar. Esto es lo que se está observando ahora.

### 2. El Resurgir de las *Small Caps* en EE. UU.

Se anticipa un entorno de crecimiento moderado junto con una inflación y unos tipos de interés también moderados, creando un entorno favorable para las empresas de pequeña y mediana capitalización. Aunque ya hemos escrito algún artículo mencionando esto, conviene recordarlo. Estas empresas quedaron rezagadas en 2023 y han estado muy por debajo del rendimiento de los índices durante la mayor parte de los últimos 13 años. Las *small caps* no habían estado tan infravaloradas respecto a las *large caps* desde la burbuja de las puntocom.

Además, el universo de *small* y *mid caps* se está volviendo cada vez más ineficiente debido a una menor cobertura por parte de los analistas, un mayor *trading* en ETF

y el aumento de compañías no rentables en el índice Russell 2000 tras el auge de las SPAC en 2020-2021. Se cree que estas empresas están a punto de entrar en un periodo de rentabilidad positiva, beneficiando particularmente a los inversores activos.

### **3. Redescubriendo el valor en el segmento *value***

Al igual que las *small caps*, las acciones *value* han quedado rezagadas en 2023 y durante gran parte de la última década, aunque mostraron signos de recuperación en Europa y Japón el año pasado. Esta tendencia de bajo rendimiento ha continuado en 2024, mejorando los índices bursátiles estadounidenses, más concentrados en valores de megacapitalización y en ciertos sectores y factores más de crecimiento. Los inversores que utilizan estos índices como referencia están cada vez más expuestos a estas áreas concentradas.

Al contrario que los fondos orientados al segmento *growth*, que enfrentan el riesgo de un cambio de tendencia, las acciones *value* ofrecen una combinación atractiva de potencial alcista y diversificación. Las asignaciones en *value* pueden centrarse en la calidad, oportunidades temáticas o individuales, y en dividendos para aquellos que buscan ingresos, especialmente ahora que los tipos de interés comienzan a estabilizarse.

### **4. Japón**

Durante los últimos 30 años, el crecimiento del PIB nominal de Japón ha sido prácticamente nulo, pero recientemente se ha situado entre el 3 y el 5 %. La economía japonesa, impulsada por un fuerte crecimiento salarial y el poder de fijación de precios de las empresas, parece estar dejando atrás su prolongado entorno deflacionista. Los inversores son optimistas debido a las reformas empresariales centradas en la rentabilidad del capital, aunque este proceso llevará años.

Estos cambios se producen en un contexto de valoraciones atractivas. A pesar de las ganancias recientes, el mercado de renta variable japonés sigue presentando valoraciones históricamente bajas, cotizando a dos tercios del múltiplo de Estados Unidos. Se considera que este es un punto de entrada atractivo para los inversores, en lo que parece ser un repunte impulsado por sólidos indicadores fundamentales.

La diversificación en la renta variable ofrece múltiples oportunidades en el entorno actual. La ampliación del mercado, el resurgir de las *small caps*, el redescubrimiento de las acciones *value* y el renacimiento económico de Japón presentan opciones atractivas para los inversores. Adaptar las carteras para aprovechar estas tendencias puede proporcionar rendimientos sostenibles a largo plazo, mitigando los riesgos inherentes a un mercado en constante cambio.

Artículo basado en informe de Wellington Management

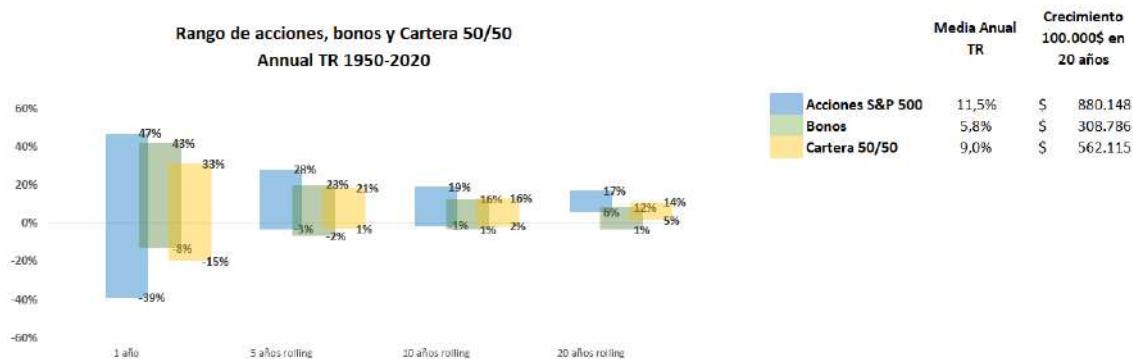
## 19. Por favor, diversifique

La diversificación en las carteras de inversión es una estrategia fundamental para gestionar el riesgo y optimizar el rendimiento a largo plazo (ya hablamos de ello en dos artículos: [1](#) y [2](#)). A través de la diversificación, los inversores pueden reducir la exposición a eventos adversos específicos de un activo o sector, mitigando el impacto de las fluctuaciones del mercado en su conjunto. Esta estrategia implica distribuir las inversiones entre diferentes clases de activos, sectores geográficos y estilos de inversión, lo que permite equilibrar las posibles pérdidas en unos activos con las ganancias en otros.

Uno de los principios clave de la diversificación es la reducción del riesgo no sistemático, aquel que es inherente a una empresa o sector específico. Al diversificar, los inversores no dependen del rendimiento de un solo activo o un grupo reducido de activos, sino que se benefician del comportamiento agregado de una cartera más amplia. Por ejemplo, en lugar de invertir únicamente en acciones tecnológicas, un inversor diversificado podría incluir también acciones de sectores defensivos, bonos, bienes raíces y *commodities*. Esta diversificación interna de la cartera ayuda a suavizar las fluctuaciones del rendimiento y a proteger el capital frente a caídas severas en algún sector particular. Y no hemos dicho “tecnológicas” al azar. Nos estamos encontrando con que muchas personas concentran demasiada parte de sus carteras en un mismo sector que, por cierto, está en máximos...

Un aspecto crucial de la diversificación es la inclusión de diferentes clases de activos, ya que cada una tiene un comportamiento distinto frente a las variaciones del mercado. Las acciones, por ejemplo, suelen ofrecer altos rendimientos a largo plazo, pero conllevan una mayor volatilidad. Los bonos, por otro lado, proporcionan ingresos fijos y menor riesgo, aunque con rendimientos generalmente más bajos. Al combinar estas clases de activos, los inversores pueden construir una cartera que maximice el retorno ajustado al riesgo. Además, los bienes raíces y las inversiones en materias primas pueden

actuar como coberturas contra la inflación y proporcionar estabilidad adicional en tiempos de incertidumbre económica.

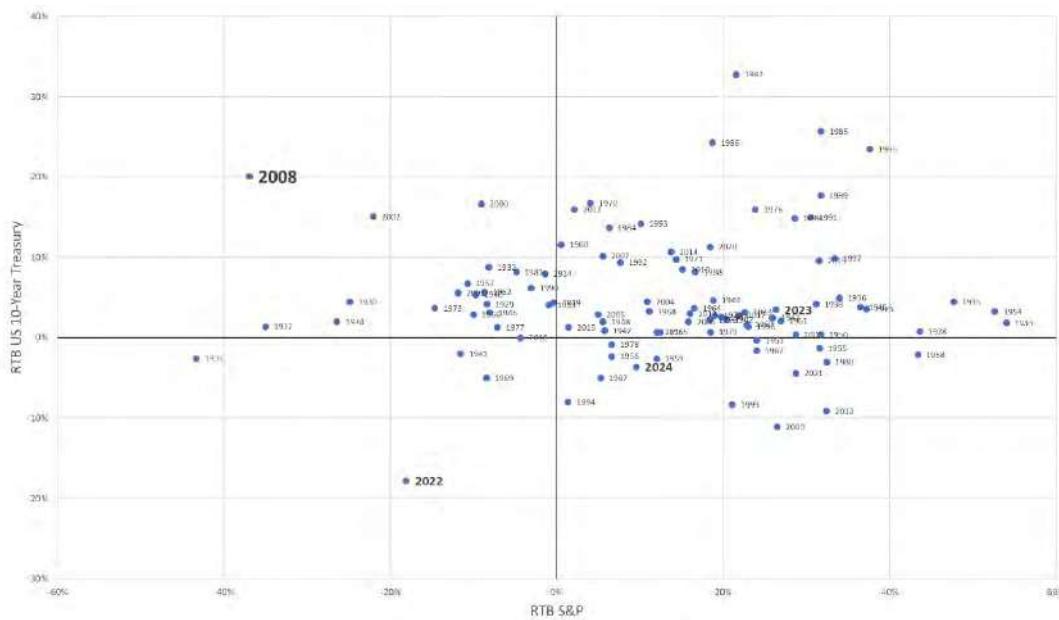


Fuente: Carlos Arenas Laorga con datos de JP Morgan AM

Además de diversificar entre clases de activos, es importante considerar la diversificación geográfica. Las economías y mercados internacionales no siempre se mueven en sincronía; mientras que una región puede estar en recesión, otra puede estar en expansión. Invirtiendo en mercados globales, los inversores pueden aprovechar oportunidades de crecimiento en diferentes regiones y mitigar el impacto de los riesgos económicos y políticos locales. Por ejemplo, una desaceleración económica en Europa puede ser contrarrestada por el crecimiento en Asia o América Latina, proporcionando una base más estable para la cartera en su conjunto.

La diversificación también se aplica a los estilos de inversión. Por ejemplo, una cartera puede incluir tanto estrategias de crecimiento como de valor, así como una mezcla de gestión activa y pasiva. La gestión activa busca superar el rendimiento del mercado a través de la selección de activos, mientras que la gestión pasiva se centra en replicar el comportamiento de un índice de mercado con costos más bajos. La combinación de ambos enfoques puede proporcionar un equilibrio entre la búsqueda de altos rendimientos y la reducción de costos. Los fondos de inversión y los ETFs (fondos cotizados) son herramientas efectivas para implementar esta diversificación, permitiendo a los inversores acceder a una amplia gama de activos y estrategias con facilidad.

Sin embargo, la diversificación no es una garantía contra las pérdidas, pero sí una herramienta poderosa para gestionar el riesgo. Incluso las carteras más diversificadas pueden sufrir en períodos de crisis financiera global, pero la magnitud de las pérdidas tiende a ser menor en comparación con una cartera no diversificada. Por ejemplo, durante la crisis financiera de 2008, las carteras diversificadas que incluían bonos y otros activos menos correlacionados con el mercado de acciones pudieron reducir el impacto negativo en comparación con aquellas centradas exclusivamente en acciones.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

En el contexto actual, donde los mercados financieros son altamente volátiles y las incertidumbres económicas están a la orden del día, la diversificación se vuelve aún más relevante. Invertir en una variedad de activos y regiones puede ayudar a los inversores a navegar por estos tiempos inciertos y a mantener la estabilidad de su cartera. La pandemia de COVID-19 y otros eventos globales recientes han subrayado la importancia de estar preparado para la incertidumbre y de tener una estrategia de inversión flexible y diversificada.

Este enfoque no solo es aplicable a los grandes inversores institucionales, sino también a los pequeños inversores individuales. La clave está en entender que la

diversificación es un proceso continuo que requiere revisión y ajuste constante para adaptarse a las condiciones cambiantes del mercado y los objetivos financieros personales. Además, contar con el asesoramiento de profesionales financieros puede ser de gran ayuda para diseñar una estrategia de diversificación adecuada a las necesidades y perfil de riesgo del inversor.

## 20. La caída reciente de NVIDIA: algunas razones y perspectivas futuras

NVIDIA, una de las **empresas más prominentes en el sector de semiconductores y GPUs**, ha experimentado una **caída significativa** en el precio de sus acciones recientemente. Diversos factores han contribuido a esta situación, cada uno con implicaciones que podrían afectar tanto a corto como a largo plazo. A continuación, se detallan las principales razones detrás de esta caída y las posibles implicaciones futuras para la compañía.

### Razones de la Caída

#### 1. Competencia Creciente

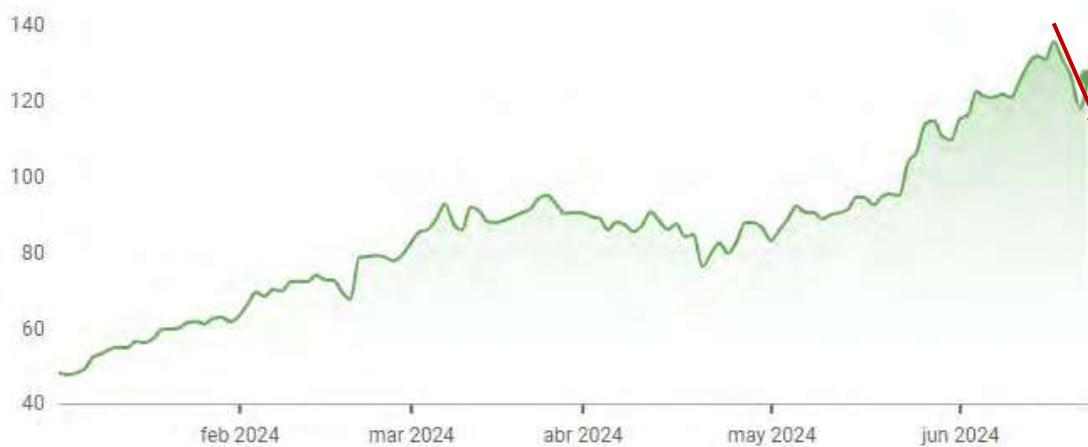
Una de las principales razones de la reciente caída de NVIDIA es el aumento de la **competencia**. Empresas como Amazon, Meta, Microsoft, Alphabet y Tesla, que anteriormente eran algunos de los mayores clientes de NVIDIA, están desarrollando sus propios chips de inteligencia artificial (IA). Este desarrollo representa una amenaza para NVIDIA a largo plazo, ya que estas compañías podrían **reducir su dependencia de los productos de NVIDIA**. La **transición de estos gigantes tecnológicos de clientes a competidores directos** podría erosionar la cuota de mercado de NVIDIA y afectar sus márgenes de beneficio.

#### 2. Sobrevaloración del Mercado

La **valoración de NVIDIA ha sido extremadamente alta debido al auge de la IA**. Las expectativas sobre el crecimiento de la empresa han sido elevadas, lo que ha llevado a **preocupaciones** sobre su capacidad para mantener este **ritmo de crecimiento**. Algunos analistas han expresado dudas sobre si NVIDIA podrá sostener su rápido crecimiento, contribuyendo así a una corrección en el precio de sus acciones. Este es un fenómeno común en los mercados, donde las empresas con valoraciones muy altas enfrentan correcciones cuando los inversores comienzan a cuestionar la sostenibilidad de su crecimiento.

#### 3. Corrección del Mercado

Después de un periodo de rápido aumento en el precio de sus acciones, NVIDIA ha experimentado una **corrección natural**, cayendo aproximadamente un 15% desde su punto más alto. Muchos observadores del mercado consideran que esta **corrección es saludable**, especialmente en un contexto de expectativas tan altas y una volatilidad considerable en el mercado. Las **correcciones de mercado son comunes y a menudo necesarias para ajustar las valoraciones a niveles más sostenibles**.



Fuente: Google Finance

## Implicaciones Futuras

### 1. Posible Continuación de la Caída

La **presión competitiva** es una de las principales preocupaciones para el futuro de NVIDIA. A medida que sus antiguos clientes continúan desarrollando sus propias soluciones de IA, NVIDIA podría enfrentar una **importante presión sobre su cuota de mercado y precios**. Además, aunque la demanda de GPUs de NVIDIA es actualmente alta, cualquier cambio en la capacidad de producción o en la demanda podría tener un impacto negativo en la empresa. Es crucial que NVIDIA mantenga su liderazgo en innovación para mitigar estos riesgos.

### 2. Oportunidades de Crecimiento

A pesar de los desafíos, existen **varias oportunidades de crecimiento para NVIDIA**. La empresa sigue **siendo un líder en el mercado de semiconductores y GPUs para IA**. Su capacidad para innovar y adaptarse a nuevas demandas

tecnológicas será fundamental para su crecimiento continuo. Además, las grandes inversiones en infraestructuras de computación en la nube y proyectos de IA por parte de empresas tecnológicas podrían beneficiar a NVIDIA si logra mantener su posición dominante en el mercado. La habilidad de NVIDIA para capitalizar estas oportunidades dependerá en gran medida de su capacidad para mantenerse a la vanguardia de la tecnología y satisfacer las necesidades cambiantes de sus clientes.

### Análisis de los Factores Clave

El **impacto de los principales competidores que desarrollan sus propios chips de IA** no debe subestimarse. Estos desarrollos internos pueden llevar a una disminución de los pedidos que anteriormente hacían a NVIDIA, afectando directamente sus ingresos. Además, la sobrevaloración de las acciones de NVIDIA ha sido un tema recurrente entre los analistas. La altísima valoración generó expectativas que, al no cumplirse plenamente, han llevado a la corrección actual.

Desde un punto de vista más amplio, la corrección del mercado, aunque dolorosa para los inversores a corto plazo, puede ser vista como una **necesaria recalibración**. Las acciones que suben demasiado rápido a menudo experimentan correcciones severas cuando el mercado ajusta sus expectativas a la realidad económica y operativa de la empresa.

### Perspectivas a Largo Plazo

A largo plazo, NVIDIA debe centrarse en mantener su **ventaja competitiva** a través de la **innovación** constante. El sector de la IA y los semiconductores está en rápida evolución, y la capacidad de NVIDIA para seguir liderando en tecnología determinará su éxito futuro.

## 21. La importancia de reorganizar la cartera de fondos antes de irse de vacaciones de verano

El verano es una época esperada por muchos para descansar, disfrutar del buen clima y desconectar de las obligaciones diarias. Sin embargo, antes de embarcarse en un periodo de vacaciones, es crucial prestar atención a nuestra cartera de inversiones. Reorganizar la cartera antes de irse de vacaciones puede ser una decisión táctica que nos permitirá disfrutar de nuestro tiempo libre con mayor tranquilidad.

### 1. Reducción de riesgos

El mercado financiero es inherentemente volátil y puede experimentar fluctuaciones importantes en cualquier momento. Recordemos las bruscas caídas veraniegas en mercados emergentes en el 2015 o hace menos años con las regulaciones chinas a empresas de educación, videojuegos y tecnológicas. Al reorganizar la cartera de fondos antes de las vacaciones, se puede ajustar la exposición a riesgos innecesarios. Por ejemplo, se puede optar por reducir la proporción de fondos de alta volatilidad o aquellos más expuestos a mercados inestables, y en su lugar, aumentar la inversión en activos más seguros o de renta fija. De esta manera, se protege el capital de posibles pérdidas significativas que puedan ocurrir durante nuestra ausencia. Como los fondos son traspasables, no hay problemas fiscales. Además, recordemos que estamos en máximos en muchos mercados.

### 2. Aprovechamiento de oportunidades de mercado

Antes de las vacaciones es un buen momento para revisar el desempeño reciente de los fondos en la cartera y evaluar las condiciones actuales del mercado. Esto permite identificar oportunidades de inversión que puedan aprovecharse antes de partir. Por ejemplo, si se prevé una recuperación en ciertos sectores o regiones, se puede ajustar la cartera para beneficiarse de estos movimientos. Al hacer esto, se optimiza el potencial de rendimiento y se maximizan los beneficios a largo plazo. Del mismo modo, al reducir el peso en renta variable estamos en mejores

condiciones de acceder al mercado a la vuelta de vacaciones para incrementar posición en aquellos sectores que lo hayan hecho peor y tengan mayor potencial.

### 3. Mantenimiento del balance adecuado

Con el tiempo, es natural que el balance inicial de una cartera de inversión se desvíe debido a las variaciones en el valor de los activos. Antes de las vacaciones, es buen momento para revisar y reequilibrar la cartera para asegurarse de que todavía cumple con los objetivos financieros y el perfil de riesgo deseado. Esto implica modificar partes de activos que hayan aumentado significativamente y suscribir o comprar aquellos que han tenido un menor rendimiento, manteniendo así el balance adecuado y evitando una sobreexposición a ciertos riesgos.

### 4. Garantizar la liquidez

Las vacaciones de verano suelen implicar gastos adicionales, como viajes, alojamiento y actividades de ocio. Por ello, es importante que se cuente con la liquidez suficiente para cubrir estos costes sin tener que liquidar inversiones de forma apresurada y posiblemente en momentos desfavorables. Reorganizar la cartera permite liberar fondos necesarios y asegurar que hay suficiente efectivo disponible para disfrutar de las vacaciones sin estrés financiero. Eso sí, el ahorro debe ser a largo plazo. Rescatar dinero para irse de vacaciones no es la mejor idea. Simplemente, reorganiza y revisa.

### 5. Optimización fiscal

La reorganización de la cartera antes de las vacaciones también ofrece una oportunidad para la optimización fiscal. Revisar las ganancias y pérdidas de los fondos permite tomar decisiones estratégicas que pueden reducir la carga impositiva. Por ejemplo, realizar ventas estratégicas de activos con pérdidas puede compensar las ganancias y reducir la cantidad de impuestos a pagar.

### 6. Revisión de objetivos financieros

Antes de irse de vacaciones, es una excelente oportunidad para revisar y actualizar los objetivos financieros. La reorganización de la cartera puede ser un proceso que nos obliga a reconsiderar nuestras metas a corto, medio y largo plazo, asegurándonos de que nuestras inversiones estén alineadas con estas metas. Esto incluye evaluar si los fondos actuales siguen siendo adecuados o si es necesario hacer ajustes para cumplir con nuevas prioridades o cambios en la situación personal y financiera.

## 7. Menor volumen de negociación

El verano suele ser una época de menor volumen de negociación en los mercados financieros, ya que muchos inversores y profesionales del sector también están de merecidas (esperemos) vacaciones. Esta disminución en la actividad puede llevar a una mayor volatilidad y a movimientos de precios más bruscos ante noticias o eventos inesperados. Reorganizar la cartera antes de este periodo ayuda a mitigar el impacto de estos movimientos erráticos, asegurando que las inversiones no se vean afectadas de manera significativa por la baja liquidez del mercado.

## 8. Protección contra eventos geopolíticos

El verano no está exento de eventos geopolíticos que pueden influir negativamente en los mercados financieros. Conflictos, cambios políticos y otras situaciones imprevistas pueden tener un impacto considerable en la economía global. Al ajustar la cartera antes de las vacaciones, se puede reducir la exposición a regiones o sectores más vulnerables a estos eventos, protegiendo así el valor de las inversiones durante la ausencia. Con las elecciones francesas, la inflación sin domar, y los riesgos sobre la energía y la situación geopolítica en Ucrania y Oriente Próximo hacen más que aconsejable evaluar una reducción del riesgo. Dormirás mejor en vacaciones.

## 9. Descansar, de verdad

Durante las vacaciones, es probable que el acceso y el tiempo para seguir las inversiones sean limitados. Reorganizar la cartera antes de irte garantiza que esta

esté preparada para funcionar de manera óptima sin necesidad de supervisión constante. Al realizar ajustes anticipados, se minimiza la necesidad de tomar decisiones apresuradas o de emergencias financieras mientras se está fuera.

## 10. Prevención de pánicos financieros

Estar lejos de casa y enterarse de movimientos bruscos en el mercado puede causar ansiedad y pánico. Al reorganizar la cartera con antelación y asegurarse de que está bien diversificada y equilibrada, se reduce la probabilidad de tener que tomar decisiones impulsivas bajo presión. Esto permite disfrutar de las vacaciones con la seguridad de que las inversiones están bien gestionadas y preparadas para enfrentar cualquier contingencia.

Reorganizar la cartera de fondos antes de las vacaciones de verano es una medida prudente que puede proporcionar múltiples beneficios. Desde la reducción de riesgos y el aprovechamiento de oportunidades de mercado, hasta la garantía de liquidez y la optimización fiscal. Este proceso asegura que nuestras finanzas estén en buen estado mientras disfrutamos de nuestro tiempo libre. Disfruta de tus vacaciones y, de paso, haz una revisión de tus posiciones.

## 22. Riesgos de mercado de las elecciones anticipadas en Francia

En este artículo se analizan los riesgos de mercado derivados de las elecciones anticipadas convocadas inesperadamente por el presidente francés, Emmanuel Macron ante distintos escenarios y tipos de activo.

### Escenarios Políticos y Fiscales

#### Escenario Favorable para los Mercados

El **escenario más favorable para los mercados es una coalición de Macron con partidos moderados de izquierda** (Socialdemócratas PS) y derecha (Les Républicains LR). Este tipo de coalición, aunque teóricamente beneficiosa para la estabilidad política y fiscal, se enfrenta a **importantes obstáculos** debido a las diferencias políticas fundamentales y los posibles costes electorales en las futuras elecciones presidenciales y legislativas de 2027.

#### Riesgos Fiscales

Las finanzas públicas de Francia se encuentran en una situación precaria. El **déficit fiscal en 2023 se situó en el 55%**, y se proyecta que solo disminuirá al 50% en 2025. Además, la ratio de deuda se espera que aumente del 110,6% en 2023 al 113,8% en 2025. Este **deterioro fiscal fue una de las razones clave por las cuales S&P rebajó recientemente la calificación crediticia de Francia de AA a AA-**. Cualquier nuevo gobierno tendrá que abordar la consolidación fiscal para cumplir con las normas actualizadas de la UE, aunque se teme que las negociaciones políticas para superar las diferencias internas puedan traducirse en un aumento del gasto. Moody's ya ha advertido sobre este riesgo, sugiriendo que la calificación crediticia podría recortarse a negativa si las métricas de deuda continúan deteriorándose.

#### Normas Europeas

Con la **reactivación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento y el incumplimiento de Francia con los objetivos, es probable que se inicie un Procedimiento de Déficit Excesivo (PDE)**. Esto añadirá presión sobre la política fiscal francesa y será observado de cerca por otros gobiernos con déficits excesivos. Un

incumplimiento por parte de Francia complicaría considerablemente la aplicación de las nuevas normas fiscales. Durante el otoño, se debatirá y presentará el presupuesto para 2025 a la Comisión Europea (CE). La CE, aunque ha ganado discrecionalidad en la evaluación de los planes nacionales de consolidación, será estricta en la aprobación de propuestas insuficientes, lo que podría generar tensiones adicionales con un nuevo gobierno francés.

### Implicaciones por Tipo de Activo

#### **Renta Fija**

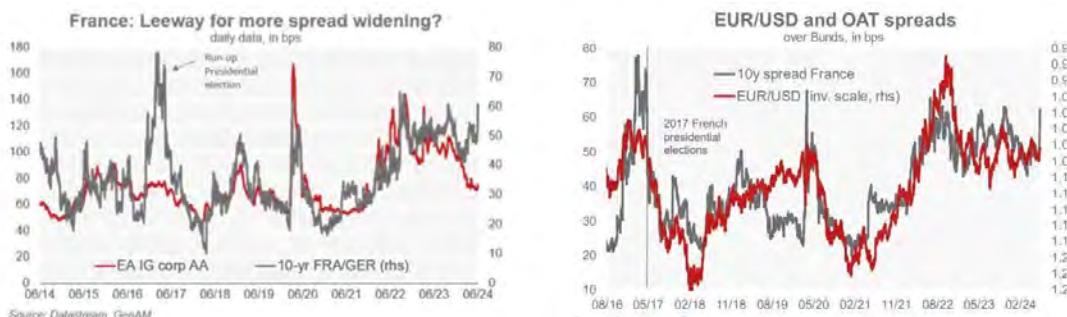
Bonos soberanos: tras el anuncio de elecciones anticipadas, **el diferencial OAT/Bund a 10 años se amplió a 61 puntos básicos**, el nivel más alto desde octubre de 2023. Este aumento refleja la difícil situación fiscal de Francia. La incertidumbre política probablemente mantendrá o incrementará estos diferenciales, especialmente si el RN lidera el gobierno. En comparación con las elecciones presidenciales de 2017, cuando el riesgo de "Frexit" amplió los diferenciales a más de 75 puntos básicos, la situación actual se ve agravada por mayores niveles de deuda pública y rendimientos de bonos.

Deuda de la Eurozona: las elecciones anticipadas también impactaron en otros mercados de renta fija de la zona euro, **ampliando los diferenciales de los bonos no básicos frente a los bunds**. Aunque las repercusiones han sido limitadas, se espera que la **incertidumbre continúe hasta las elecciones**, con potencial para una nueva ampliación moderada de los diferenciales de los bonos del sur de Europa.

#### **Divisas**

El **euro experimentó una caída inicial tras el anuncio de las elecciones anticipadas**, ampliando las pérdidas previas tras un sólido informe del mercado laboral estadounidense. Sin embargo, el **impacto en el EUR/USD fue relativamente contenido**. No se espera una venta masiva del euro en las próximas semanas, aunque el entorno actual, con el BCE adelantando a la

Reserva Federal en el ciclo de relajación, inclina los riesgos hacia nuevas caídas del EUR/USD.



## Crédito

En los mercados de crédito, **la reacción fue moderada**, observándose una ampliación más pronunciada de los diferenciales en bonos subordinados emitidos por bancos y empresas de servicios públicos franceses. A futuro, se anticipa una presión moderada sobre estos actores, aunque se mantiene una visión constructiva respecto a esta clase de activo.

## Renta Variable

En el último mes, el índice MSCI France perdió un 5%, reflejando una **reevaluación del proceso de reforma de la UE por parte de los inversores**. Esta situación mantiene la prima de riesgo de la renta variable de la UEM frente a la estadounidense en un nivel elevado. El índice bursátil francés muestra un impulso de beneficios débil y una ERP inferior a la del índice de la UEM. Esto sugiere que los valores financieros, energéticos y de materiales franceses, que parecen caros en comparación con sus homólogos de la UE, son potencialmente más vulnerables. Por el contrario, sectores como servicios a empresas, venta minorista de alimentos y telecomunicaciones parecen baratos en relación con la UEM.

## Mercados Emergentes

Francia tiene una influencia sistémica en Europa, pero su impacto a escala global es limitado. El **impacto en los mercados mundiales y en los activos de mercados emergentes, en particular, debería ser mínimo**. La mayor parte de la deuda

externa de mercados emergentes está denominada en USD, y los principales emisores están fuera de la región de Europa Central y Oriental. Durante las elecciones presidenciales francesas de 2017, el impacto en los países de la CEE fue marginal, un modelo que se espera repetir en esta ocasión.

Artículo basado en informes de Generali Investments

## 23. El incremento del *private equity* en las carteras de clientes en España

En los últimos años, el *private equity* ha ganado una notable presencia en las carteras de inversión de los clientes en España. Este crecimiento refleja tanto la resiliencia del sector como su capacidad para ofrecer retornos atractivos en un contexto de mercados volátiles y tasas de interés bajas.

### Evolución reciente

Desde el año 2020, la inversión en *private equity* en España ha mostrado una **tendencia ascendente**. En **2021**, el sector del capital privado logró una inversión total de 7.573 millones de euros, lo que representa un incremento del 21% respecto al año anterior. Este aumento fue impulsado principalmente por la confianza de los **inversores internacionales**, que aportaron más del **80% del capital invertido en España**. El número de operaciones también alcanzó cifras récord, con 933 acuerdos en 2021, superando los niveles prepandemia. Esta actividad fue predominantemente en el segmento de *middle market*, que representó el 32% del volumen total.

En **2022**, la tendencia continuó con una **inversión de 9.120 millones de euros**, marcando un crecimiento del 20% respecto al año anterior. La cantidad de operaciones también aumentó, llegando a 1.005 acuerdos. En **2023**, a pesar de los desafíos macroeconómicos, la inversión en *private equity* se **mantuvo robusta**, alcanzando los **8.200 millones de euros**, con un leve descenso en el número de operaciones a 980. Este descenso fue más pronunciado en el segmento de grandes transacciones, debido a la incertidumbre económica y el aumento de los costes de financiamiento.

Proyectando hacia **2024**, se anticipa que la inversión en *private equity* en España continúe creciendo, estimándose una **cifra cercana a los 8.900 millones de euros**, con un repunte en el número de operaciones debido a una mayor estabilidad económica y el ajuste de las valoraciones del mercado. Este crecimiento

proyectado refleja la resiliencia y adaptabilidad del sector frente a las fluctuaciones económicas globales.

### **Peso medio del *private equity* en las carteras**

El peso medio del *private equity* en las carteras de inversión de los clientes en España también **ha aumentado notablemente desde 2020**. En 2020, el *private equity* representaba aproximadamente un 5% del total de las carteras. En 2021, este porcentaje aumentó a un 6,5%, reflejando el interés creciente de los inversores por este tipo de activos. En 2022, el peso medio ascendió a un 8%, y en 2023, alcanzó el 9,2%. **Para 2024, se espera que el *private equity* represente alrededor del 10% del total de las carteras de inversión**, consolidándose como un componente clave en la estrategia de diversificación de los inversores.

### **Factores impulsores del crecimiento**

- Diversificación y rendimiento: los inversores buscan diversificar sus carteras más allá de los mercados públicos, y el *private equity* ofrece una alternativa con potencial de altos rendimientos. Las inversiones en compañías no cotizadas permiten capturar un crecimiento que no está disponible en los mercados públicos tradicionales.
- Resiliencia ante la volatilidad: en tiempos de alta volatilidad en los mercados bursátiles, los activos de *private equity*, aunque menos líquidos, ofrecen una mayor estabilidad y previsibilidad en sus retornos. Este tipo de inversión está menos expuesta a las fluctuaciones diarias del mercado, lo que puede proporcionar un colchón durante períodos de incertidumbre económica.
- Innovación y apoyo en la gestión: los fondos de *private equity* no solo aportan capital sino también experiencia y apoyo en la gestión. Esto puede ser crucial para el crecimiento y la eficiencia de las empresas en las que invierten, potenciando su valor a largo plazo.

### **Sectores destacados**

En términos de sectores, la mayor inversión del capital privado en **2021 se dirigió a la informática**, seguida de la **energía y los recursos naturales**, y luego la

medicina y la salud. Estos sectores han demostrado ser particularmente atractivos debido a sus fuertes perspectivas de crecimiento y capacidad de innovación. **En 2023, estos mismos sectores continuaron dominando, pero con un aumento notable en el sector de tecnologías limpias y sostenibilidad,** reflejando la creciente importancia de las inversiones ESG.

### **Perspectivas futuras**

Las perspectivas para el *private equity* en España siguen siendo optimistas. A pesar de la incertidumbre económica global y los desafíos geopolíticos, se espera que la inversión en este sector continúe creciendo. Factores como la innovación tecnológica y la evolución de los mercados privados seguirán atrayendo tanto a inversores institucionales como a minoristas.

Los gestores de fondos anticipan un aumento en la demanda de productos de inversión alternativos debido a la necesidad de los inversores de buscar fuentes de retorno más allá de las tradicionales acciones y bonos. Esta tendencia refuerza la idea de que el *private equity* continuará siendo un componente clave en las carteras diversificadas de los inversores.

## 24. El valor de los periodistas de investigación en la investigación de Renta Variable

**Vontobel** acaba de publicar un artículo en donde explica **la importancia que ha tenido para ellos la incorporación de periodistas en su equipo para el análisis de mercado y de compañías**. Las personas que trabajan investigando como periodistas pueden tener una visión distinta y percibirse de elementos que a los analistas les pasan desapercibidos. Como Estrategias de Inversión, Vontobel ha apostado por la **integración de un modelo que combina un análisis más tradicional con la parte más investigadora del periodismo**. Tan llamativo y útil nos ha parecido este enfoque novedoso de Vontobel, que os queremos mostrar un resumen de lo que están haciendo. De todas formas, al final del artículo, podrás pinchar el enlace para ver el artículo completo en la página de Vontobel.

En el ámbito de la inversión, es común que los analistas financieros caigan en el **pensamiento colectivo**, donde **las decisiones se basan en la misma información y perspectivas**, llevando a posibles errores. Para contrarrestar esto, **Vontobel Quality Growth ha integrado periodistas de investigación en su equipo**, quienes aportan una visión independiente y fresca al análisis de inversiones. Esta estrategia ha demostrado ser valiosa para identificar tendencias antes del mercado y evitar errores de inversión.

**Los periodistas de investigación tienen la habilidad de encontrar información de fuentes no tradicionales**. Clientes, proveedores y antiguos ejecutivos a menudo revelan detalles cruciales que los analistas financieros pueden pasar por alto. Esta capacidad de ver más allá de la información convencional **permite descubrir oportunidades y riesgos que mejoran la toma de decisiones de inversión**.

Además de **romper el ciclo del pensamiento colectivo**, los periodistas de investigación aportan varias ventajas adicionales. Primero, su habilidad para **detectar señales tempranas de problemas** permite a los gestores de fondos

actuar proactivamente, ajustando las estrategias antes de que los problemas se reflejen en el precio de las acciones. Segundo, su **enfoque detallado y exhaustivo** proporciona una visión más profunda y matizada de las empresas y los mercados. Esto no solo mejora la precisión del análisis, sino que también construye una base sólida para decisiones de inversión más informadas.

### Estudios de caso: impacto real

#### 1. Viajes de Investigación a China

En 2011 y 2012, un periodista de investigación viajó extensamente por **China** para evaluar el **mercado inmobiliario**, descubriendo señales tempranas de problemas reveladores que llevaron a una mayor cautela en las inversiones en ese país.

#### 2. Investigación en Colombia

En 2022, un viaje a **Colombia** reveló problemas graves en las **condiciones laborales de una empresa en la cartera**, lo que resultó en la venta de la posición antes de que el precio de las acciones cayera significativamente.

#### 3. Evaluación de Schneider Electric

La investigación detallada sobre Schneider Electric confirmó su **posición fuerte en el mercado** de centros de datos, cambiando la percepción inicial y destacando su potencial a largo plazo.

#### 4. Cadena de Suministro en China

Una investigación sobre una empresa de medicina tradicional china reveló **preocupaciones sobre la sostenibilidad de su suministro** de ingredientes críticos, llevando a la decisión de no invertir.

La innovación en las estrategias de inversión es esencial para mantenerse competitivo en un mercado global dinámico. Al incorporar periodistas de investigación, **Vontobel Quality Growth ha mostrado cómo la integración de disciplinas y habilidades diversas puede enriquecer el proceso de análisis**. Esta práctica no solo mejora la detección de riesgos y oportunidades, sino que también

**fomenta una cultura de pensamiento crítico y cuestionamiento continuo, elementos clave para el éxito a largo plazo en la inversión.**

La **colaboración entre periodistas de investigación y analistas financieros representa una evolución importante en la metodología de investigación de inversiones**. Este enfoque interdisciplinario no solo rompe con las limitaciones del pensamiento colectivo, sino que también abre nuevas perspectivas y posibilidades en la búsqueda de valor en el mercado de renta variable. Al mirar más allá de la información convencional y desafiar las suposiciones comunes, los inversores pueden descubrir oportunidades únicas y mitigar riesgos de manera más efectiva.

Para más detalles, puedes visitar el artículo completo en la página de [Vontobel](#).

## 25. Análisis del mercado y evolución de las acciones de NVIDIA

En el mes de junio, los mercados bursátiles han mostrado una evolución dispar. Mientras el índice CAC 40 de Francia ha experimentado una notable caída, el Nasdaq 100 ha logrado un ascenso considerable. Esta divergencia en el comportamiento de los índices refleja la influencia de decisiones de política monetaria y diversos eventos políticos en la dinámica del mercado.

### Influencia de la política monetaria y eventos políticos

La política monetaria, especialmente las decisiones relacionadas con las tasas de interés y las políticas de liquidez, ha tenido un impacto importante en los mercados. La liquidez generada a través de la emisión de deuda pública ha desempeñado un papel crucial, impulsando los precios de ciertos activos muy concretos. Este fenómeno se observa claramente en el caso de NVIDIA, una empresa que ha visto un aumento en sus acciones debido a la inyección de liquidez en el mercado. Las decisiones de los bancos centrales sobre mantener o ajustar las tasas de interés han creado un entorno en el que la búsqueda de rendimiento ha llevado a los inversores hacia activos de mayor riesgo, incluidos los sectores tecnológicos.

### Comparación con el caso de Cisco en 1999

La situación actual de NVIDIA ha sido comparada con la de Cisco en 1999. En ese entonces, Cisco experimentó un auge similar, impulsado por la abundante liquidez y la alta demanda de sus productos. Sin embargo, es fundamental aprender de la historia y ser cautelosos en la evaluación de la sostenibilidad de tales aumentos. La euforia de mercado puede conducir a valoraciones excesivamente optimistas, lo que a largo plazo puede resultar en correcciones dolorosas. En 1999, la burbuja tecnológica estalló, llevando a pérdidas significativas para aquellos que no evaluaron adecuadamente los riesgos asociados. La calidad de la gestión y la selectividad del dinero son factores determinantes que diferencian las oportunidades reales de las burbujas especulativas.

### Importancia de la calidad de gestión

En el entorno de inversión actual, la calidad de la gestión de las empresas se ha convertido en un aspecto crucial para determinar su rendimiento futuro. Empresas bien gestionadas, con estrategias claras y sostenibles, tienen más probabilidades de aprovechar la liquidez del mercado para impulsar su crecimiento de manera sostenible. Los inversores deben ser selectivos y centrarse en compañías que no solo se beneficien de la liquidez a corto plazo, sino que también tengan fundamentos sólidos para mantener su crecimiento a largo plazo. La habilidad para innovar, adaptarse a cambios del mercado y gestionar eficientemente los recursos son indicadores clave de una gestión de calidad. NVIDIA, por ejemplo, ha mostrado una capacidad notable para adaptarse a las demandas cambiantes del mercado tecnológico, lo que la ha posicionado favorablemente.

### Evaluación de los sectores tecnológicos

El sector tecnológico, en general, ha sido uno de los principales beneficiarios de las políticas de liquidez expansiva. La demanda por tecnologías de vanguardia, como la inteligencia artificial y el procesamiento de datos, ha llevado a una fuerte inversión en empresas como NVIDIA. Sin embargo, esta demanda debe ser evaluada en el contexto de la sostenibilidad y la capacidad de las empresas para mantener su ventaja competitiva. A medida que más competidores entran en el mercado, la diferenciación a través de la innovación y la gestión eficiente se convierte en un factor crítico de éxito. Los inversores deben vigilar de cerca no solo las cifras de crecimiento, sino también los indicadores cualitativos que reflejan la salud a largo plazo de la empresa.

La evolución reciente de los mercados bursátiles hace más importante la búsqueda de una gestión prudente y selectiva de las inversiones. No vale cualquier cosa que suba (recordemos el caso de Peloton). Si bien la liquidez generada por la deuda pública puede impulsar temporalmente ciertos activos, es

esencial que los inversores evalúen cuidadosamente la calidad de las empresas en las que invierten. La historia de Cisco en 1999 ofrece una lección valiosa sobre la necesidad de discernimiento y prudencia en tiempos de abundante liquidez. En este contexto, NVIDIA se presenta como un caso de estudio interesante sobre cómo la política monetaria y la calidad de gestión pueden influir en el rendimiento del mercado. Los inversores deben mantener una vigilancia constante y una evaluación crítica para identificar oportunidades reales y mitigar riesgos potenciales.

La continua evolución de las políticas monetarias y las dinámicas de mercado exigirán una adaptación constante y un análisis profundo para maximizar los rendimientos y proteger el capital en un entorno de inversión cada vez más complejo y competitivo.

Artículo basado en un informe de Juan Carlos Ureta

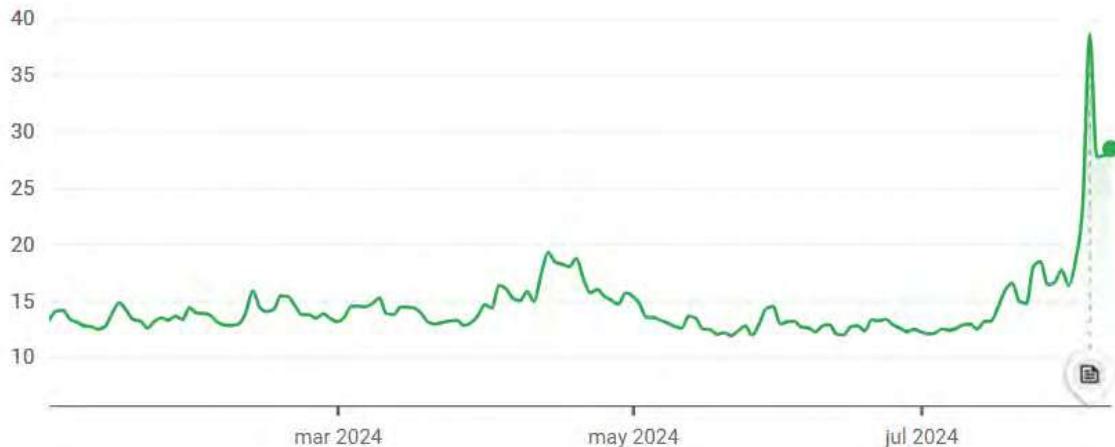
## 26. ¿Por qué han caído de golpe los mercados y han recuperado en buena parte?

Los mercados han tenido unos movimientos extremos en estos últimos días. Hemos visto caídas superiores al 3% en índices americanos y más del 12% en el Nikkei japonés en tan solo un día.



Fuente: Google Finance

El **VIX** subía como la espuma... no obstante volvía a caer con fuerza, aunque se mantiene en niveles elevados. Y es que, aunque nos centremos en las abruptas bajadas y subidas de esta semana, lo cierto es que llevamos un mes más que regular.



Índice VIX, Fuente: Google Finance

Se ha especulado mucho acerca de los motivos de dichas caídas. Los más agoreros anuncian el **viernes negro**, el lunes negro y el fin de año más oscuro que cabe esperar. Pero el desconcierto se apoderó de muchos cuando el martes, este índice japonés cerraba con una subida de más del 10% y poco a poco muchos índices iban recuperando parte del terreno perdido. ¿Qué ha pasado? Seguro que ya habéis leído muchas explicaciones. Voy a ser breve y muy claro. Los motivos son numerosos y muchos se me escaparán, pero quiero recordar algunos de los más importantes, desde los más sencillos a los más complejos.

1. Riesgo de **aterrizaje menos suave**. El presidente de la Reserva Federal, Jerome Powell, anunció que quizás hubiera que recortar los tipos más de lo esperado. Esto se tomó como un anuncio velado de que la economía americana perdía fuelle y está peor de lo que los inversores esperaban.
2. Las caídas en los mercados provocaron una **toma de beneficios** de muchos inversores.
3. **Mercado en máximos** e incluso burbujístico en ciertos sectores para algunos inversores, que consideran el año “hecho” en términos de rentabilidad.
4. Ahora vamos con la causa de más peso: el **carry trade** de la divisa nipona y su efecto en la liquidación de activos (**margin call**).
  - a. Si una divisa tiene los tipos mucho más bajos que otra, sale muy rentable endeudarse en esta divisa para comprar activos en otras

divisas que me aporten más valor. En este caso, me endeudo en yenes y compro activos en dólares o euros. Más acusado es esto cuando en los últimos años el banco central de Japón no ha subido tipos, pero el BCE y la Fed sí lo han hecho de forma agresiva. Este *carry trade* se ha hecho muy rentable. Además, esto se ha unido a la cantidad de flujos que hemos visto durante todo el año hacia Japón, animado por un entorno de inversión más favorable. De pronto, este banco central anuncia subidas de tipos mientras que en Estados Unidos se anuncian más bajadas de las previstas y en Europa otro tanto. La rentabilidad de los inversores de divisa se desploma y sus acreedores exigen ampliación de garantías.

- b. ¿Qué pasa si estos inversores endeudados en yenes no pueden abonar los pagos que deben? Pues que se ejecutará una liquidación de activos forzosa (*margin call*). Por eso la venta masiva. Y por eso, cuando paró esta liquidación, recuperó muy rápido el mercado en una parte importante. Cuando se liquidan todas las posiciones, se vuelve a cierta normalidad. Lo que no quita para que se hayan puesto de manifiesto los riesgos que estaban velados y podamos tener sustos añadidos. Recordemos que estamos cerca de máximos y las valoraciones no son especialmente atractivas en muchos sectores. Y todo ello mientras sigue la guerra en Ucrania y aumentan las tensiones en Oriente.

En definitiva, nada nuevo bajo el sol. Ya lo anunciábamos a comienzos de julio en Estrategias de Inversión con este [vídeo](#). No es que supiésemos que los mercados iban a caer. Por supuesto que no. No tenemos bola de cristal, pero sí es importante ser prudentes y meter cabeza en las inversiones, especialmente con los riesgos que tenemos este año.

Felices vacaciones.

## 27. Los fondos que mejor se han comportado en verano

Como ya anunciábamos en un [vídeo](#) a comienzos de julio, el verano (este especialmente) es buen **momento para reducir algo el riesgo de la cartera**, llevando parte de la renta variable a fondos de mayor protección, como pueden ser los de **renta fija, retorno absoluto o algún activo refugio como el oro**.

En efecto, si vemos los fondos que mejor lo han hecho de un mes a esta parte, nos encontramos con fondos de renta variable brasileña, y alguna excepción en fondos globales o temáticos sobre alimentación. Pero lo que más vemos son fondos de retorno absoluto, de renta fija y de oro. No solo han servido de refugio, sino que, además, han sido los más rentables. Cabe destacar también algún fondo ligado al índice de volatilidad, que creció de manera muy importante a comienzos de agosto y algún otro fondo de renta variable del sudeste asiático.

Fondo	RTB	RTB	RTB	Tipo
	1m	3m	6m	
Eurizon Bond Jpy Lte	7,24%	3,96%	-2,17%	<b>Renta Fija</b>
<b>Nordea 1 - Alpha 15 Ma</b>	6,25%	3,94%	-6,42%	<b>Retorno Absoluto</b>
<b>Templeton Global Bond</b>	6,05%	3,64%	2,18%	<b>Renta Fija</b>
Templeton Glbl Total	5,62%	2,95%	3,94%	<b>Renta Fija</b>
<b>Return</b>				
<b>Bgf World Gold</b>	5,75%	11,31%	42,43%	<b>Oro</b>
Dpam B Eqs Sust Food	4,43%	-0,01%	4,50%	<b>Renta Variable</b>
<b>Trends</b>				
<b>Ninety One Gsf Glb Gold</b>	4,39%	6,51%	41,83%	<b>Oro</b>
<b>Amundi Fds Volatili Wld</b>	4,46%	3,83%	1,92%	<b>Retorno Absoluto</b>
<b>Nordea 1 - Stable Return</b>	4,32%	3,18%	1,27%	<b>Mixto</b>

Fuente: Carlos Arenas Laorga

Lógicamente, algún fondo en divisa nipona tenía que colarse en esta lista, como el de Eurizon. No hemos puesto los más rentables a un mes sino una **muestra de los más rentables**, para que se vea la importancia que tiene el rebalanceo de la

cartera antes de verano. De hecho, a pesar de las fuertes subidas que hemos visto en los últimos días, a un mes el **Nasdaq** no ha logrado todavía recuperar del todo las abruptas caídas de comienzos de agosto.



Fuente: Google Finance

Muchos inversores que rotaron la cartera antes de verano han llegado a una rentabilidad igual o superior a quienes no lo hicieron y con una volatilidad mucho menor. Dormir bien en verano es una maravilla. Es más, aquellos más atrevidos y que estaban en la playa, pero con un ojo puesto en los mercados, pudieron irse de segundas rebajas en bolsa para ganar a los pocos días todo lo que el mercado había caído. Estos se habrán permitido algún capricho extra en sus vacaciones.

Para los prudentes, un verano bursátil bueno.

Para los perezosos, un verano de sustos.

Para los avezados, un verano de enormes rentabilidades.

Cada tipo de activo ha tenido sus motivos para comportarse mejor, a modo de resumen aportamos algunos datos (muy genéricos).

Los **fondos de renta fija** que han tenido un buen rendimiento en el último mes se han beneficiado de **movimientos en los tipos de interés** y la estabilidad o **apreciación de las divisas en las que están invertidos**. En particular, si los

rendimientos de los bonos han disminuido (lo que significa un aumento en los precios de los bonos), estos fondos habrían visto una apreciación en sus activos subyacentes. Además, en un entorno de incertidumbre económica y volatilidad en los mercados de renta variable, los **inversores tienden a refugiarse en la renta fija**, lo que puede haber impulsado la demanda y los precios de los bonos en estos fondos.

Los **fondos de retorno absoluto** buscan generar rendimiento en cualquier entorno de mercado. A menudo utilizan estrategias de cobertura y posiciones largas y cortas. El buen desempeño de estos fondos podría reflejar una **gestión efectiva en un mercado volátil**, donde los gestores han sabido posicionarse correctamente frente a los riesgos. También, estos fondos pueden haber aprovechado oportunidades en activos volátiles como materias primas o divisas, donde han logrado obtener beneficios.

Los fondos que invierten en **oro y activos relacionados con el oro** han tenido un buen desempeño debido a la apreciación del precio del oro, que a menudo sube en tiempos de incertidumbre económica, inflación o debilidad del dólar.

Los **fondos mixtos**, que invierten en una combinación de renta fija y renta variable, pueden haber aprovechado la estabilidad en los mercados de bonos junto con un rendimiento decente en los mercados de renta variable, bajando su peso antes de verano e incrementando rápidamente en caídas.

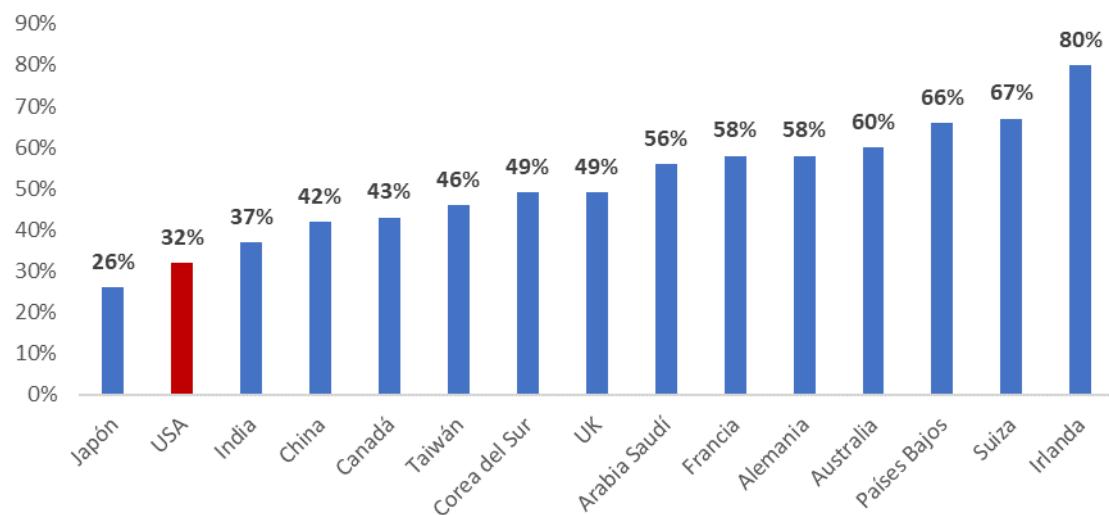
## 28. Mitos sobre el mercado: las grandes compañías del S&P y su concentración

Es normal que hayas escuchado que las pocas y mayores compañías del S&P500 suponen alrededor del 30% del índice. Eso es cierto. Habrás oido decir que su peso se ha incrementado mucho. Es verdad; **suponen casi un 30% del índice un puñado de compañías** que se pueden contar con los dedos de las manos. 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 es 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.

Peso de las top 10 posiciones MSCI Index ETFs (febrero 2024)

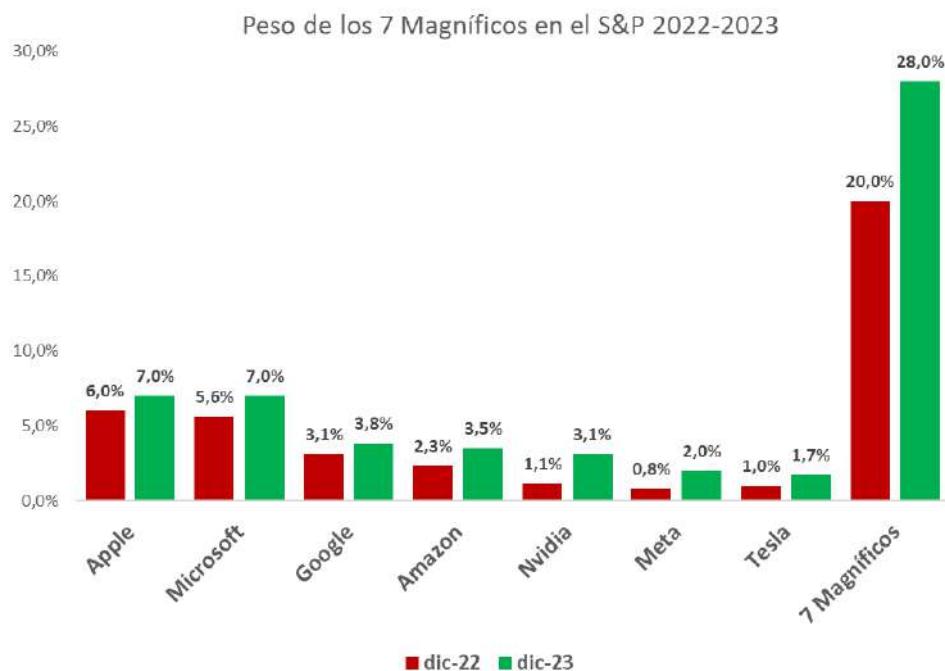


Fuente: Carlos Arenas Laorga

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 en 2024, 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.

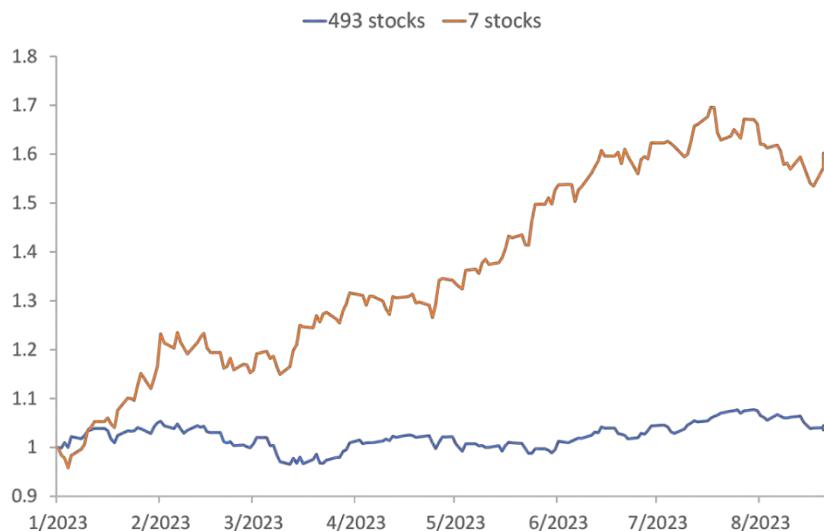


Fuente: Carlos Arenas Laorga

Actualmente el peso es algo superior (rondado el 29,3%). 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.



Fuente: Rangvid's Blog

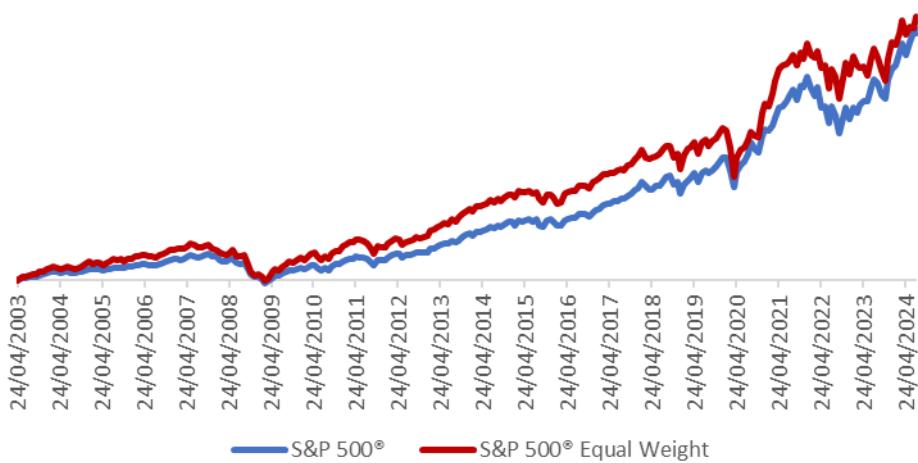
Este año 2024 está siendo más de lo mismo:



Fuente: YCHARTS

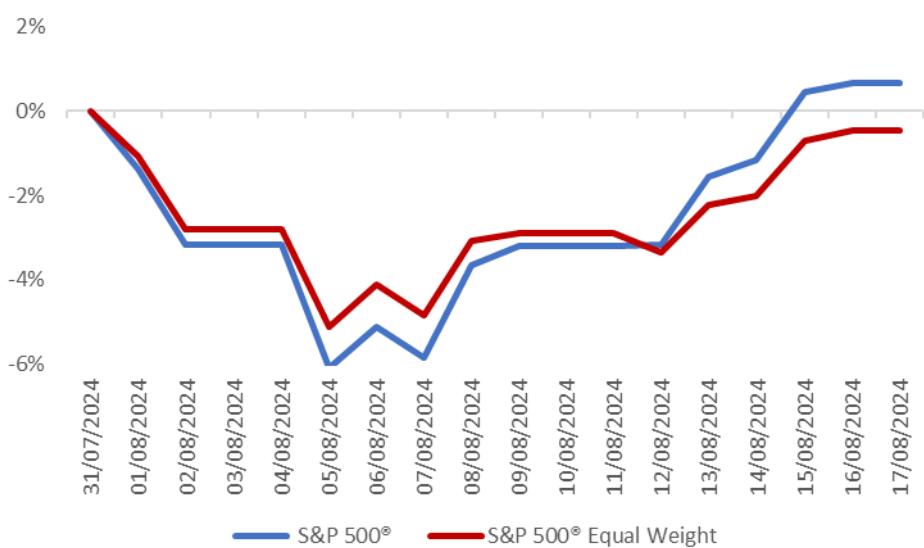
Ahora bien, ¿qué sucede si todas las compañías tuviesen el mismo peso? Es decir, lo que se conoce como **S&P Equal Weight**. Lógicamente tendría un rendimiento muy inferior. Y, si bien últimamente está siendo así, a largo plazo... ¡se comporta mejor el equiponderado!

### S&P 500® VS S&P 500® Equal Weight



Fuente: Carlos Arenas Laorga

Un ejemplo muy claro lo hemos visto en las caídas de este agosto.



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.

## 29. ¿Merece la pena el S&P 500 Equal Weight? Te sorprenderías...

Uno de los **índices más eficientes del mundo** es el **S&P 500**, el índice americano de las 500 compañías más grandes de Estados Unidos. Pero en los últimos tiempos se le ha criticado por su elevada concentración. Ya hemos desmentido este mito en un reciente [artículo](#), pero sí es cierto que, en los últimos años, **han dominado una serie de compañías** que han hecho que el S&P crezca de modo casi exclusivo por ellas. Esto puede hacer que el inversor más novel decida indexarse a productos que recojan, no sólo el incremento de peso de estas extragrandes compañías (NVIDIA, META, Apple, Alphabet, etc.), sino a algunos que desechen una parte del S&P 500 y se centren de manera casi exclusiva en estas enormes empresas.

Esta idea parece tener cada vez mayores adeptos, incluso en avezados - supuestamente- inversores. Obviamente, en los últimos tiempos, qué bien ha funcionado esta estrategia. Pero ya nos encontramos con problemas... Dentro de estas compañías, ¿estaba Netflix? ¿o quizás estaba Tesla? Incluso estaban Alphabet y Amazon, seguro. Compañías que durante periodos prolongados no han tenido demasiada rentabilidad y/o han tenido caídas muy importantes. A toro pasado todos somos Manolete. Pero, incluso si hubiera un producto indexado que hubiera sido capaz de seleccionar a priori aquellas compañías, y solo aquellas, que han hecho subir tanto al S&P 500, esta estrategia no está llamada a ser la mejor.

El motivo no es solo uno. Hay varios...

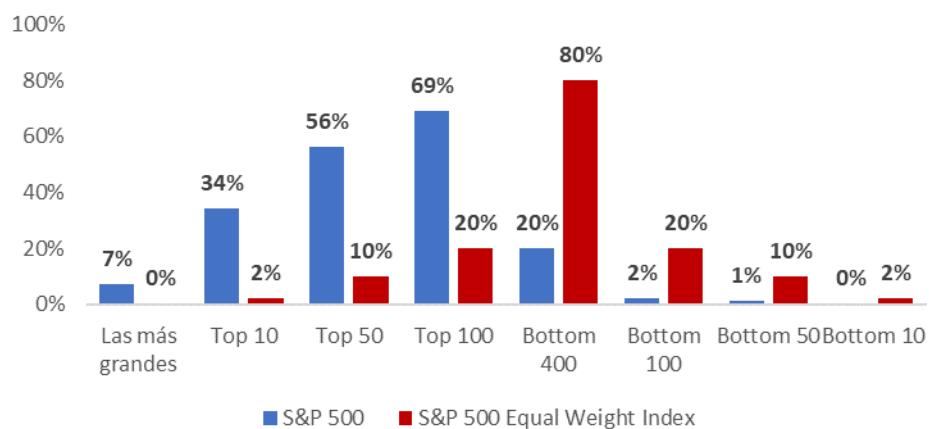
En **primer lugar**. Reducir el universo de inversión hace que tengas menor diversificación. Esta menor diversificación lleva asociada un **riesgo mayor**. Y, nada descartable, tener caídas más abruptas por estar más concentrado.

En **segundo lugar**. Estar expuesto solo a las empresas más grandes hace **imposible aprovechar las oportunidades** que encuentren los analistas en otras compañías. Esto parece una perogrullada, y lo es. Pero, a veces, hasta las cosas más sencillas se nos olvidan cuando nos dejamos llevar por los ojos y vemos el pastel tan apetecible que se nos muestra.

En **tercer lugar**. En momentos de crecimiento pierdes la exposición a las **compañías** que más suelen volar: las **pequeñas y medianas**. Claro, estamos hablando del S&P 500, no de un índice de *small caps* español, por lo que decir “pequeñas” es un término que hay que coger con pinzas. Pero se entiende. Es decir, perdemos exposición a las compañías de menor capitalización dentro del índice.

Pues todos estos mismos argumentos sirven cuando se **compara el S&P 500 con el S&P 500 equal weight**, salvando las distancias. Como ya hemos dicho, el S&P 500 es enormemente eficiente. Aun con todo, depender de las mayores compañías en ponderación puede tener ciertos defectos. Lógicamente, el S&P 500 *equal weight* va a tener una exposición mayor a compañías más pequeñas.

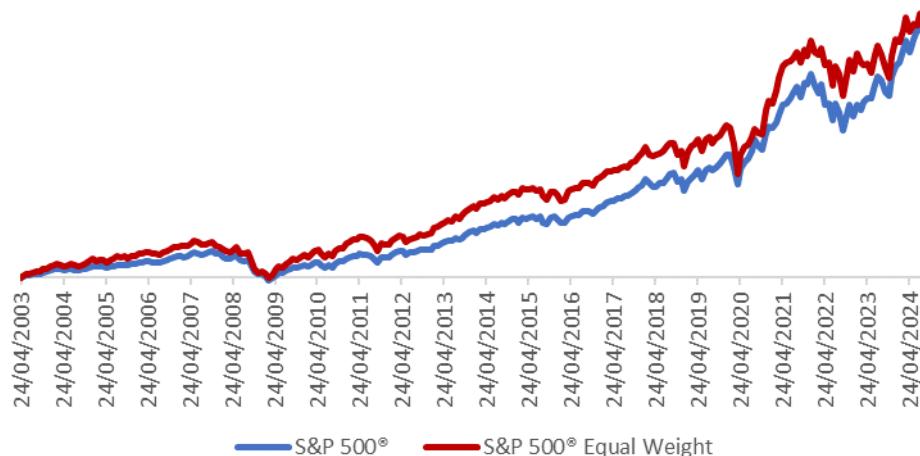
#### El S&P 500 Equal Weight Index tiene una exposición a menor capitalización



Fuente: Carlos Arenas Laorga

Y eso resulta en que va a tender a comportarse menor que el propio S&P 500 en momentos de subidas de mercado. También resulta en menores caídas cuando se trata de correcciones por sobrevaloración, lo cual no es infrecuente en el índice americano. De hecho, si miramos a largo plazo (por descontado que todos sabemos que esta es la visión que hay que aplicar por norma general), el *equal weight* obtiene **mayores rentabilidades que el tradicional S&P 500**. Curioso ¿verdad?

### S&P 500® VS S&P 500® Equal Weight



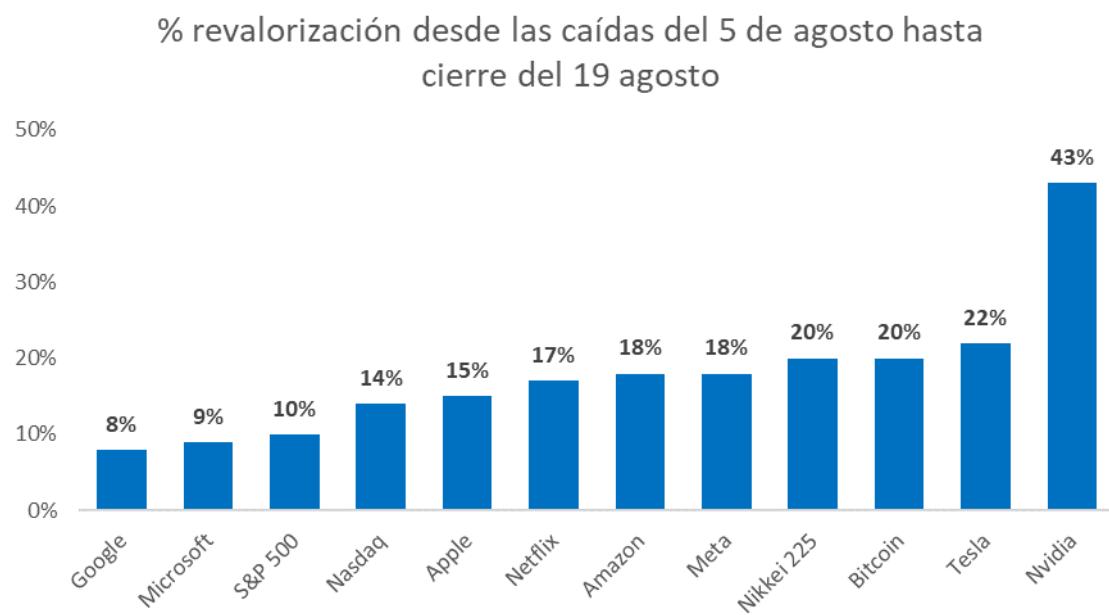
Fuente: Carlos Arenas Laorga

No es que haya que invertir en el S&P 500 *equal weight* y olvidarse del tradicional S&P 500. Nada más alejado de la realidad. Pero conviene no caer en la trampa de dejarse llevar por el impulso de invertir en unas pocas compañías porque en los últimos años los han hecho bien. La **diversificación es muy importante** y no nos cansaremos de repetirlo. Es tan fácil dejarse llevar por los impulsos...

### 30. ¿Y ahora qué?

A comienzos de agosto de este año 2024 tuvimos un susto importante con caídas abruptas en los mercados internacionales. Ya hemos tenido ocasión de explicar algunos de los motivos de esta repentina caída en otro [artículo](#). Pero el análisis a posteriori, que es muy necesario para entender las dinámicas de los mercados, se queda corto si no sacamos experiencia. Mucho cuidado, no digo que se pueda hacer ciencia de la historia. Ni que lo que haya sucedido en el pasado suceda de nuevo en el futuro. Digo que hay que aprender lecciones y ganar en experiencia.

Las caídas de comienzos de agosto han sido recuperadas con subidas constantes en las siguientes semanas. De hecho, el S&P 500 ya ha recuperado todo y algunas de las empresas del índice han recuperado de sobra con revalorizaciones envidiables.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

Lo malo de todo esto es que, si no aprovechaste la ocasión para invertir en esos días, puede que llegues tarde. O quizás no...

Ya hemos analizado en algunos cursos cómo se pueden aprovechar estas caídas para incrementar nuestra rentabilidad. Pero si no eres todavía miembro

premium, y no invertiste esos días de caída, te voy a dar una buena noticia: igual no llegas tarde.

Vaya por delante que los riesgos siguen siendo los mismos que había a comienzos de agosto. Que el escenario de ralentización económica sigue preocupando, que la situación geopolítica no ha mejorado, que la deuda de los países sigue creciendo, que hay muchas empresas sobre valoradas, que podemos encontrarnos en cualquier momento con otras caídas igual de abruptas. Sí. Aun con todo, la historia nos dice que, tras caídas muy intensas en los índices de volatilidad, el recorrido del mercado suele ser muy alcista. Qué sucederá en esta ocasión solo Dios lo sabe. Pero si quieras te muestro lo que ha pasado en todas las mayores correcciones del VIX desde 1990.

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%	3%	2%	8%	16%	37%	50%	62%	127%
2	08/07/2016	25,76	13,2	-48,8%	0%	0%	5%	4%	29%	52%	72%	60%
3	16/02/2018	37,32	19,46	-47,9%	5%	2%	6%	7%	12%	38%	49%	71%
4	28/10/2014	26,25	14,39	-45,2%	-4%	2%	7%	5%	30%	52%	68%	60%
5	22/02/2018	33,46	18,72	-44,1%	-3%	0%	5%	4%	26%	51%	68%	58%
6	23/02/2018	29,06	16,49	-43,3%	5%	12%	17%	29%	49%	92%	62%	102%
7	08/01/2019	36,07	20,47	-43,2%	2%	1%	7%	17%	36%	48%	60%	125%
8	11/07/2016	23,85	13,54	-43,2%	1%	7%	14%	19%	9%	34%		
9	09/02/2021	37,21	21,63	-41,9%	3%	6%	16%	28%	42%	36%	68%	111%
10	11/01/2013	22,72	13,36	-41,2%	4%	9%	11%	20%	26%	51%	77%	136%
11	17/11/2016	22,51	13,35	-40,7%	5%	1%	7%	7%	12%	39%	50%	72%
12	29/10/2014	25,2	15,15	-39,9%	3%	-4%	3%	8%	32%	48%	61%	94%
13	12/10/2015	26,83	16,17	-39,7%	-4%	-3%	-11%	5%	22%	43%	55%	72%
14	22/07/2015	19,97	12,12	-39,3%	8%	14%	15%	28%	39%	54%	58%	114%
15	25/01/1991	36,2	22,2	-38,7%	4%	11%	17%	33%	15%	34%		
16	10/11/2020	40,28	24,8	-38,4%	-6%	-2%	4%	2%	21%	46%	69%	56%
17	26/02/2018	25,61	15,8	-38,3%	3%	-1%	-10%	9%	24%	51%	72%	74%
18	29/03/2011	29,4	18,16	-38,2%	4%	-4%	2%	10%	32%	45%	61%	91%
19	09/10/2015	27,63	17,08	-38,2%	2%	6%	15%	21%	49%	68%	85%	95%
20	14/10/2011	45,45	28,24	-37,9%	1,9%	3,1%	7,3%	14,3%	28,6%	49,1%	64,5%	89,3%
Media (Top 20)					0,9%	2,8%	5,7%	11,9%	24,8%	39,7%	56,2%	73,8%
Media (los demás períodos)												

Fuente: Carlos Arenas Laorga

Lo que hemos visto este agosto es la mayor de las caídas del VIX desde 1990. Y lo que sucede (históricamente) después es muy interesante. En primer lugar, las rentabilidades son bastante atractivas y positivas a un año el 100% de las veces! Y, en segundo lugar, la media de revalorización del S&P 500 después de una caída de volatilidad es superior, a todos los períodos, que si no hay esta caída del VIX.

La recuperación de algunas compañías ya hemos visto cómo ha sido: espectacular. Y en menos de 15 días, muchos índices ya habían recuperado las pérdidas. Pero, lejos de lo que la intuición nos podría sugerir, el índice americano por antonomasia sigue creciendo desde esas caídas abruptas de la volatilidad. Y, repetimos, en el 100% de las ocasiones, después de un año la rentabilidad es positiva, con una media de un +14,3%.

Que esto suceda ahora no lo tengo claro. Pero que haya que salirse del mercado por un temor extremo, tampoco. Como mencionamos en el [vídeo](#) de comienzos de julio sobre rebalancear la cartera, quizá ahora sea otro momento bueno para hacerlo.

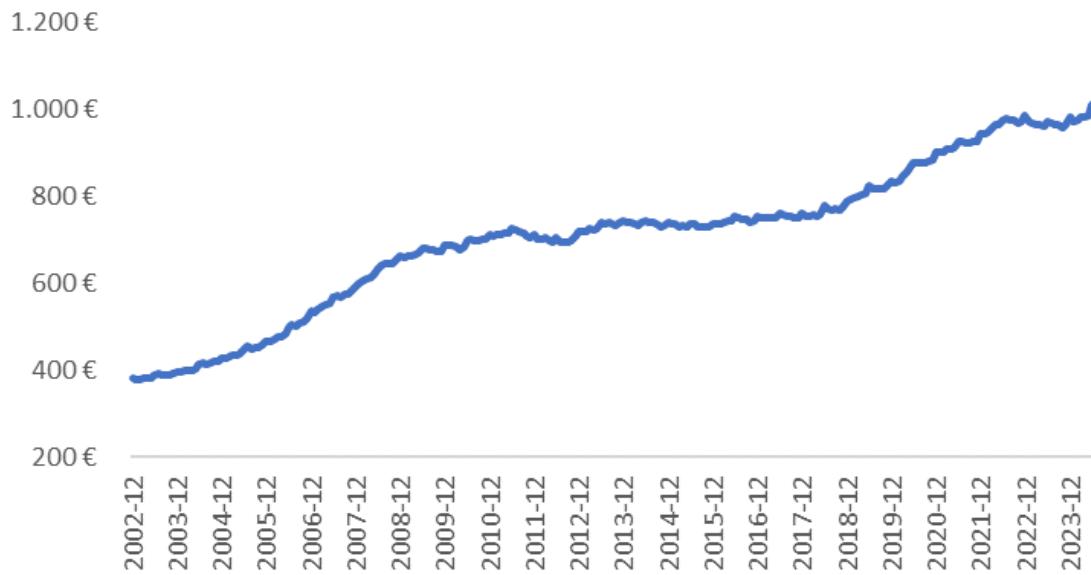
En cualquier caso, si quieras optimizar tu rentabilidad, deja que actúe el largo plazo y aúna las estrategias del *lump sum* y del *dollar cost averaging*. No te fíes de quien te diga qué va a hacer el mercado mañana, pero ten en cuenta los consejos de los perros viejos.

### 31. ¡Sal de los depósitos ya! Te decimos a dónde.

El saldo que los españoles tenemos en **depósitos bancarios** está en **máximos históricos**. Esto se debe a dos motivos principales, aunque existen otros de menor importancia. El **primero** de ellos es el **ahorro generado** en años precedentes, especialmente en la **crisis del COVID19**. El segundo, la **elevada inflación post-covid**. Pero... ¿qué tendrá que ver la inflación con el ahorro? Será al revés en todo caso, ¿no? A mayor inflación, las personas tienden a desprenderse del activo que pierde valor (la moneda) para sustituirlo por otros bienes de capital o de consumo. Es decir, el consumo aumenta y debería disminuir el saldo en depósitos. Aquí dos consideraciones. Por desgracia consumo y ahorro, que deberían ser contrarios (si consumo no ahorro y si ahorro no consumo), no lo son por la creación de dinero que produce la banca comercial. La otra consideración es que, aunque el consumo pueda aumentar, lo puede hacer vía crédito, por lo que los saldos en depósitos no tienen por qué verse necesariamente afectados. Pero no perdamos el hilo; nos habíamos quedado explicando por qué la inflación puede hacer que se incrementen los saldos de depósitos bancarios. Pues resulta que España está con unas cifras de **carencia material y pobreza muy elevadas** (podéis mirarlo en el INE, no me invento nada). Y cuando hay inflación (los precios suben como consecuencia de la pérdida de valor de la moneda) y hay pobreza, la gente no puede gastar. Es lo que en economía se denomina **ahorro forzoso**.

Total, ya explicado esta parte engorrosa, resulta que el saldo total en depósitos de los españoles de algo más de ¡1.000 miles de millones de euros! Vamos, **un billón**.

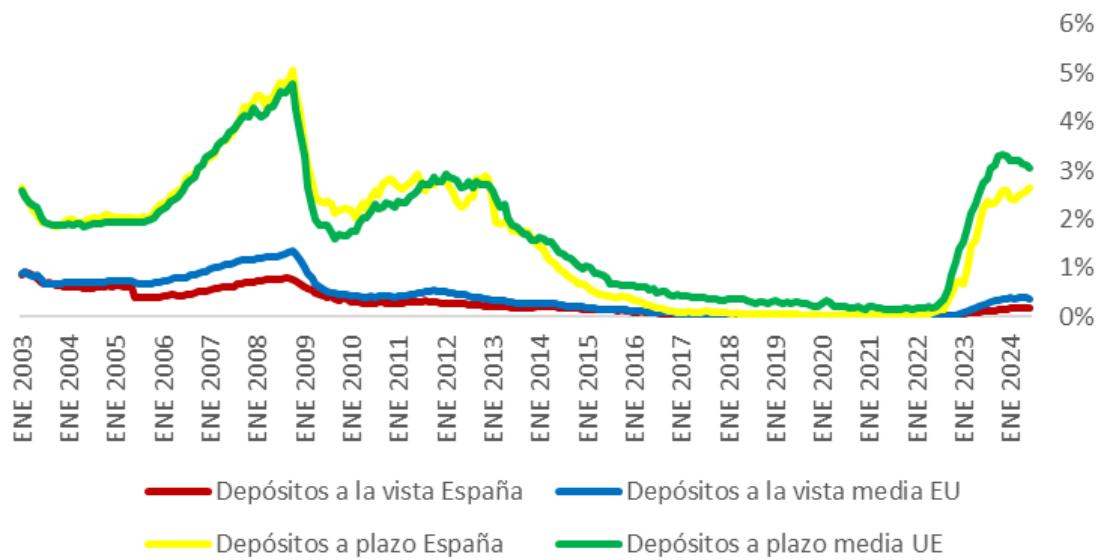
## TOTAL DE DEPÓSITOS DE LOS HOGARES (MM€)



Fuente: Carlos Arenas Laorga con datos del Banco de España

El **coste de oportunidad** de tener el dinero en depósitos bancarios depende de los que nos remuneren estos depósitos frente a otras alternativas de riesgo parecido. En primer lugar, hay que destacar que **la remuneración de los depósitos españoles es muy inferior a la media europea**. Concretamente, los depósitos a la vista se remuneren al 0,18% en España, frente a 0,38% de la media de la Unión Europea. Puede parecer poca la diferencia, pero un billón de euros rentaría unos 2 mil millones de euros más al tipo medio europeo. Si nos vamos a los depósitos plazo, España remunera de media al 2,6%, frente al 3% de la media europea. Esto es una diferencia de más de 4 mil millones de euros. Y esto es comparado con la media, sabiendo que hay países que remuneren los depósitos a la vista a más del 1% y depósitos a plazo a más del 3,4%.

## Remuneración de depósitos a la vista y a plazo



Fuente: Carlos Arenas Laorga con datos del Banco de España

Pues si nos vamos a **fondos de renta fija a vencimiento**, como el que analizamos hace unos meses y cuyo periodo de comercialización termina en septiembre (EdR SICAV - Millesima Select 2028, contenido solo disponible para clientes premium), nos estamos yendo a una *yield* del 3,86%. También **existen otras alternativas que hemos analizado** como los fondos de [Nordea](#) o el de [Tikehau](#). O el más reciente sobre [fondos de renta fija a corto plazo americanos](#).

Es decir, estamos hablando de un **diferencial de más de 3 puntos**, por lo menos. Es cierto que con algunas fluctuaciones. Pero con un riesgo muy moderado, especialmente en los fondos a vencimiento.

La poca cultura financiera en España y el no pensar en dónde podemos invertir ese dinero en depósitos, nos lleva a dejar de ganar una buena cantidad de dinero. Sin mencionar a la temida inflación, que se come nuestro ahorro como un monstruo. Solo en los últimos 5 años habríamos perdido una quinta parte de nuestro poder adquisitivo.

La conclusión parece caer por su propio peso. La **necesidad de invertir es imperiosa**. Y no nos metemos en la sostenibilidad de las pensiones porque ya sería hacer leña del árbol caído.

No es malo tener una cantidad en depósitos a la vista para gastos corrientes y posibles imprevistos, pero no hay que dejar de invertir el resto por dejadez o falta de oportunidades. Te animamos a que superes esa desidia, que ya nosotros te decimos qué activos son interesantes.

## 32. Luz verde para la bajada de tipos. ¿Qué esperar de los mercados?

En su discurso en Jackson Hole, Jerome Powell señaló que, con la inflación bajo control y el mercado laboral enfriándose, la Reserva Federal está preparada para **comenzar a reducir las tasas de interés**, que actualmente están en su nivel más alto en 23 años. Aunque no especificó cuándo ni en qué magnitud se realizarán los recortes, se espera que en septiembre se anuncie una **reducción modesta**. Powell subrayó que “ha llegado el momento” de ajustar la política monetaria para apoyar el crecimiento económico. Y bien, tras estos anuncios, ¿qué podemos esperar del mercado?

Hay **muchas cosas que pasan cuando se bajan tipos**. Como una **revalorización** del valor (valga la redundancia) **de las compañías de más largo plazo**, de la **renta fija** (también en plazos largos), **depreciación de la divisa** que reduce tipos, aumento de sus **exportaciones**, menor demanda de esa divisa en cortos plazos, **incentivo a la inversión**, **pérdida de oportunidades de los inversores más conservadores**, y podríamos mencionar unas cuantas más. Eso sí, todo esto está sujeto a que no haya otros movimientos que afecten igual o con mayor calado en la economía global; por ejemplo, que Europa rebaje tipos también (cosa que probablemente suceda). Entonces el dólar no se depreciaría tanto con respecto al euro, por lo que las exportaciones americanas hacia la eurozona no tendrían por qué ser más competitivas. En cambio, se **verían proporcionalmente mucho más beneficiados los países emergentes** cuya deuda está denominada en dólares, viendo cómo su coste de financiación disminuye. Así que, como es muy complejo, vamos a analizar un primer efecto y teniendo en cuenta que no varían demasiado otras circunstancias.

El primer efecto en los mercados bursátiles que quiero destacar es el **incremento del precio objetivo de las empresas de largo plazo**; conocidas como compañías *growth*. ¿A qué se debe esto? Bueno, cualquier activo se valora, en términos generales, **descontando los flujos de caja que se espera que tenga en el futuro**. Cuanto más lejos estén previstos estos flujos, más impacto va a tener el descuento

de los flujos ante una bajada de tipos. Ahora lo explicamos mejor; pero antes, un inciso. Muchos pensarán que el mejor modo de valorar estas compañías de largo plazo no es descuento de flujos de caja. Es una crítica válida, tienen sus motivos. Ahora bien; tuve la suerte de coincidir este año con uno de los más reputados profesores de finanzas y valoración de empresas de todo el mundo (le dieron el premio al mejor profesor del mundo de finanzas hace unos años en la India) y cuyo manual de valoración es una biblia. Le pregunté sobre este tipo de compañías que esperan tener los beneficios a más largo plazo y sobre cuál sería el mejor modo de valorarlas. Su respuesta fue mucho más sencilla de lo que me imaginé. “Carlos, -me dijo- cualquier activo vale lo que me vaya a dar descontando el tipo de interés y su valor residual; si no, ¿qué es lo que vamos a valorar?”. Luego añadió una coletilla, a mi parecer, bastante importante: “otra cosa es que los flujos a largo plazo se estimen como nos dé la gana y la tasa de descuento sea un poco a ojo de buen cubero”. Vamos, que el mejor modo de valorar sigue siendo el descuento de flujos, pero hay que tener cuidado porque nos “medio inventamos” tanto los flujos (el numerador), como la tasa de descuento (el denominador).

Como el mercado es altamente eficiente, el valor actual de una compañía cotizada en el S&P, por ejemplo, no es de extrañar que sea un precio calculado más o menos de modo correcto. O por poner un ejemplo más cercano a empresas de largo plazo, las compañías del Nasdaq.

Una **compañía de largo plazo**, empresa *growth*, es aquella cuyos **flujos de caja están en un futuro lejano**. Tienen mucho potencial, pero actualmente no son flujos tan buenos como los que se esperan en el futuro. Así, nos podemos encontrar con empresas que aún no tienen beneficios, pero también con tecnológicas que tienen muchos beneficios, pero se espera que en el futuro tengan muchos más. Y, ¿por qué este tipo de compañías se ve especialmente beneficiada de una bajada de tipos? Muy sencillo: el valor de una compañía, simplificando,

$$\text{es: } \text{Valor actual} = \frac{\text{Flujo año 1}}{1+i} + \frac{\text{Flujo año 2}}{(1+i)^2} + \dots + \frac{\text{Flujo año n}}{(1+i)^n}$$

Cuando un activo es de largo plazo, por ejemplo, una vivienda, si desarrollásemos la fórmula, nos quedaría algo así como:  $Valor\ actual = \frac{\text{Precio}}{i}$ .

Ahora vamos a verlo con números:  $Valor\ actual = \frac{100}{2\%} = 5.000$ . ¿Qué sucede si se reducen los tipos de interés al 1%?  $Valor\ actual = \frac{100}{1\%} = 10.000$ . Se ha duplicado el precio del activo con la sola bajada del tipo al que descuento su precio. Pues lo mismo sucede con las compañías que esperan tener muchos más beneficios en el futuro lejano. Ahí podemos encontrar compañías muy diversas. Por ejemplo, empresas del Russell, o del Nasdaq, que aún no tienen beneficios, pero que tienen mucho potencial. O empresas ya más consolidadas como Tesla, Amazon o NVIDIA, cuyos flujos actuales de caja son grandes, pero se espera que crezcan mucho más en el futuro. **Todas estas compañías van a tener un valor actual mucho mayor con las bajadas de tipos** (el mercado descuenta unas 4 bajadas hasta fin de año, empezando ya en septiembre con la primera). Entonces, habrá que posicionarse en estas compañías tecnológicas o más *growth*, al menos. Aquí viene el problema... Y es que, esto que acabo de contar ya lo sabe el mercado: tanto que su valor actual se incrementa por las bajadas de tipos, como que se van a producir estas bajadas. Por tanto, **es muy posible que el mercado ya haya descontado que esto se va a producir** y estén en precio todas estas compañías. De hecho, si el mercado espera 4 bajadas de 25 pb cada una y luego no se producen, es posible que el valor actual de estas compañías no sea tan elevado y caigan en bolsa.

Aquí una explicación de un primer efecto de las consecuencias de las bajadas de tipos. Pero cuidado, que el mercado ya lo sabe. Así que, hay que estar atentos para seguir de cerca lo que está sucediendo porque podemos encontrar unas oportunidades de oro. Eso sí, con cautela.

En próximos artículos explicaremos otras consecuencias de las bajadas de tipos.

### 33. Bajadas de tipos y mercados emergentes ¿oportunidad?

En esta serie de artículos estamos explicando las posibles consecuencias de las previsibles bajadas de tipos que va a efectuar la Reserva Federal estadounidense en los que resta de año.

La primera que analizamos es la **revalorización de los activos de largo plazo**, como son las compañías *growth*. **Otros efectos potenciales** que indicamos en el [artículo](#) son las ventajas de los plazos más largos en renta fija, la escasez de oportunidades para los inversores más conservadores y una que quizá haya pasado desapercibida en el artículo: **los beneficios para las economías emergentes**, especialmente aquellas con déficit por cuenta corriente. ¿Qué tiene que ver que el dólar se debilite por las bajadas de tipos con que haya economías emergentes que vean esto como una oportunidad? **Hay 5 razones principales**.

1. Cuando la Fed baja los tipos de interés, **el atractivo del dólar puede disminuir**. Esto podría llevar a una depreciación del dólar o, al menos, reducir la presión para que las monedas de los países emergentes se deprecien. Una **moneda local más fuerte o menos depreciada reduce la carga de la deuda externa denominada en dólares** y mejora la capacidad de estos países para importar bienes y servicios, reduciendo el impacto negativo de un déficit en cuenta corriente.
2. Una **bajada de tipos de interés en EE.UU. generalmente implica condiciones financieras más relajadas** a nivel global, lo que puede traducirse en un mayor apetito por el riesgo entre los inversores. Esto puede hacer que **los flujos de capital hacia los mercados emergentes aumenten**, facilitando el financiamiento de sus déficits. Vamos, que los países con déficits pueden encontrar más fácil atraer inversión extranjera.
3. Muchos **países emergentes emiten deuda en dólares**. Si la Fed reduce los tipos de interés, el **coste de emitir nueva deuda o refinanciar la existente en dólares disminuye**. Esto es especialmente beneficioso para países con grandes déficits en cuenta corriente, que necesitan financiarse en los mercados internacionales.

4. Las **bajadas de tipos de la Fed** pueden estimular la economía global al hacer que el crédito sea más barato y accesible, lo que puede suceder acarreando una mayor demanda de exportaciones desde los países emergentes. Esto es positivo para las economías emergentes porque es más fácil que mejoren su balanza comercial.

5. Si los tipos de interés en EE.UU. son más bajos, la **diferencia entre las tasas de interés de EE.UU. y las de los países emergentes se reduce**, lo que puede disminuir la presión para que los inversores retiren su capital de los mercados emergentes en busca de mejores rendimientos en EE.UU. Esta reducción de lo que conocemos como *spread* estabiliza las economías emergentes y reduce el riesgo de crisis cambiarias.

En realidad, estos son los motivos más de fondo por los que hay que tener un ojo más que puesto en estas economías. Pero **existen otros motivos** por los que los mercados emergentes están recogiendo las miradas. Me refiero a **las caídas de comienzos de agosto, que ya tuvimos oportunidad de analizar**. Y, es que, economías como la mexicana, la brasileña, la india, o la china fueron las que más aguantaron el famoso lunes negro. Y como cayeron menos y a lo largo del año no habían subido tanto como Estados Unidos, **el potencial de revalorización sigue siendo muy elevado. De hecho, el consenso de analistas estima un crecimiento de los mercados emergentes del 20%**.

Si quieras puedes entrar en estos mercados a través de un indexado. Nada te lo impide. Pero recuerda que, cuanto menos eficiente sean los mercados, mejor es un acercamiento a través de vehículos de gestión activa. No obstante, un MSCI Emerging Markets siempre será una alternativa para quien no se decida. Por si acaso, nosotros te damos algunas alternativas de fondos que lo están haciendo muy bien este año. Cuidado, **no es que sean necesariamente los fondos más consistentes o los mejores, sino los que mejor rentabilidad están teniendo este año** y cuyo posicionamiento los hace especialmente atractivos. Por cierto, hemos eliminado de este listado los fondos *frontier markets*. No es que sean malos fondos, pero son países que están en una etapa de desarrollo económico y financiero menor que los mercados emergentes, por lo que su riesgo es mayor.



## Rentabilidades de los fondos

### Rentabilidad en año natural (D-2)

Currency: Euro

	YTD	+/-Display	Benchmark 1
<b>Fidelity FAST Emerging Markets E-ACC-EUR</b>	18,9	10,1	
<b>Carmignac Pf Emerg Discv A EUR Acc</b>	15,6	6,8	
<b>GS EM EQ Inc-X Cap EUR</b>	14,6	5,8	
<b>Macquarie Emerging Markets I EUR Acc</b>	14,2	5,4	
<b>Allianz Emerging Markets Equity CT EUR</b>	14,2	5,4	
<b>GQG Partners Emerging Mkts Eq A USD Acc</b>	14,5	5,7	
<b>AB Emerging Market Low Vol Eq A USD</b>	13,0	4,2	
<b>JPM Emerging Markets Dvf Eq Pl D acc EUR</b>	13,3	4,5	
<b>Robeco QI EM Enhanced Index Equities D €</b>	12,7	3,9	

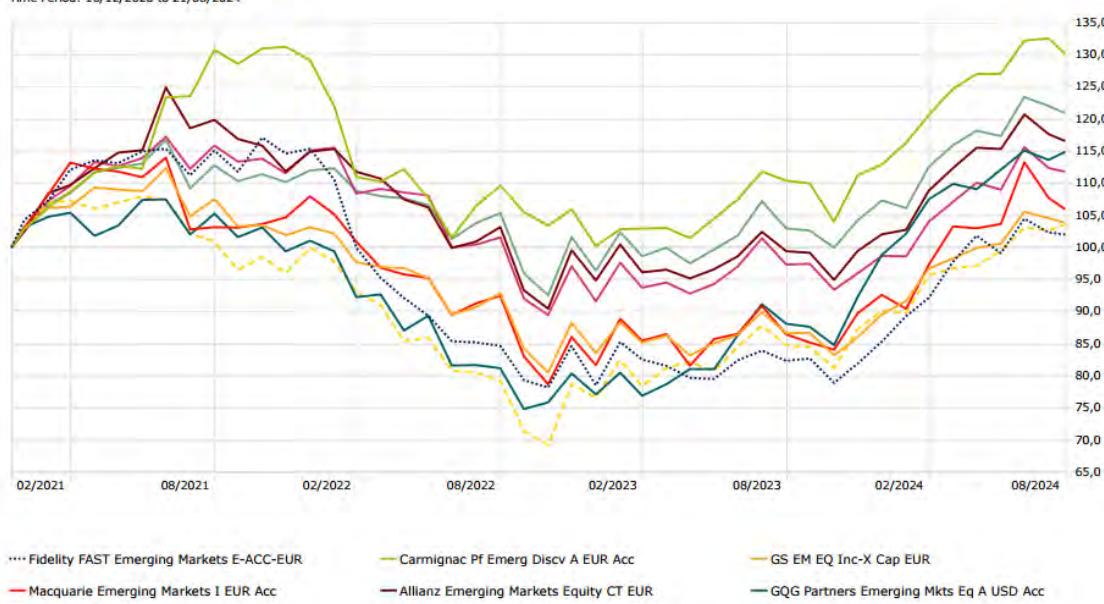
Fuente: Morningstar Direct



### Crecimiento de las inversiones

#### Crecimiento de inversiones desde inicio

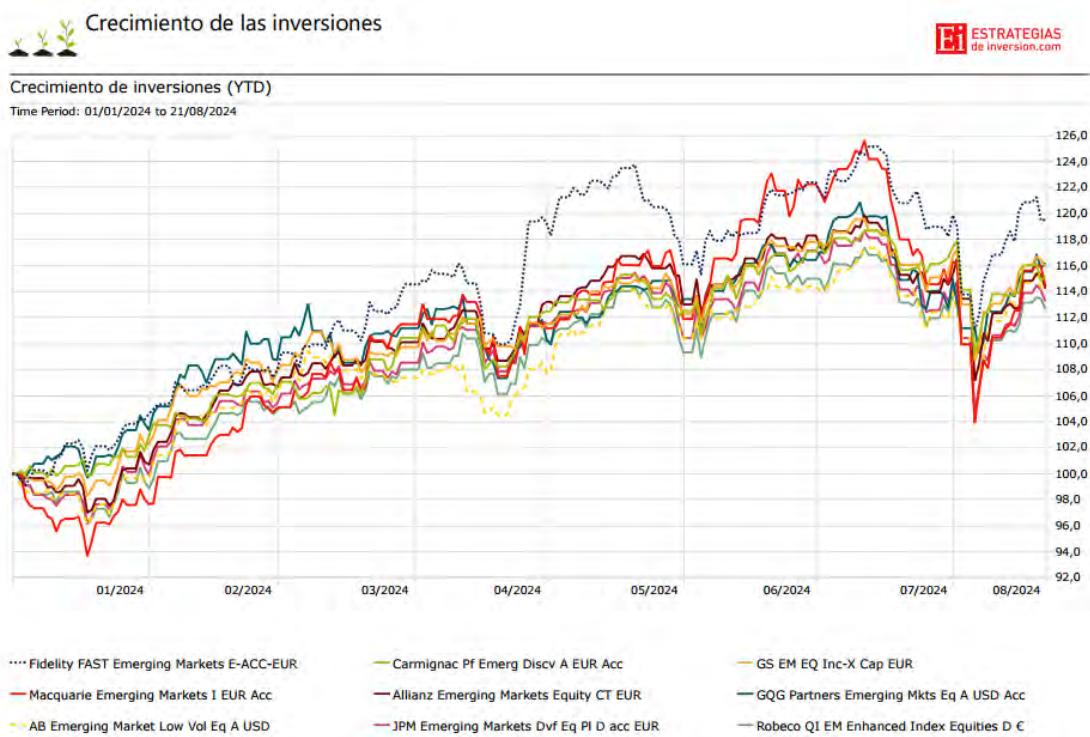
Time Period: 16/12/2020 to 21/08/2024



Fuente: Morningstar Direct

Las rentabilidades no son nada malas en los dos últimos años. Y, vistas las caídas del año 2022, podemos decir, como ya explicamos en su momento, que siempre

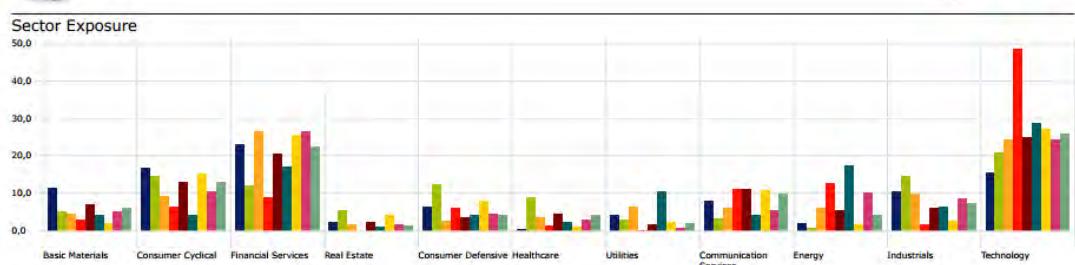
merece la pena asumir un poco de riesgo adicional (si es nuestro perfil) para invertir en las compañías de mercados con un potencial tan elevado como los emergentes. En el siguiente gráfico podemos ver la **volatilidad** de los fondos, pero también su **gran rentabilidad**. Y el potencial de crecimiento de estas compañías sigue siendo, según el consenso de analistas, una oportunidad de crecimiento de doble dígito en lo que resta de año.



Fuente: Morningstar Direct

Si te interesa alguno de estos fondos, no dudes en preguntar en el próximo **consultorio de fondos**. A modo de resumen te dejo los **principales sectores** en los que invierten. Y recuerda que, estos fondos suelen tener un mayor riesgo asociado. Por ejemplo, los **fondos chinos y sus ADR** son un factor esencial a la hora de invertir.

Felices últimos días de verano.


**Ánálisis de sectores**


**Fidelity FAST Emerging Markets E-ACC-EUR** 30/06/2024 **Carmignac Pf Emerg Discv A EUR Acc** 30/06/2024 **GS EM EQ Inc-X Cap EUR** 30/06/2024 **GQG Partners Emerging Mkt Eq A USD Acc** 31/05/2024 **Robeco QI EM Enhanced Index Equities D €** 30/06/2024  
**Macquarie Emerging Markets I EUR Acc** 31/07/2024 **Allianz Emerging Markets Equity CT EUR** 31/07/2024 **AB Emerging Market Low Vol Eq A USD** 31/07/2024 **JPM Emerging Markets DvF Eq Pl D acc EUR** 31/05/2024

**Equity Sectors**

Portfolio Date	Equity Econ Sector	Equity Econ Sector	Equity Econ Sector	Equity Econ Sector	Equity Econ Sector	Equity Econ Sector					
	Basic Materials %	Cyclicals %	Services %	Energy %	Real Estate %	Consumer Defensive %	Healthcare %	Utilities %	Communication Services %	Energy %	Industrials %
Fidelity FAST Emerging Markets E-ACC-EUR 30/06/2024	11,33	16,89	23,16	2,16	6,42	0,54	3,94	7,83	1,95	10,37	15,41
Carmignac Pf Emerg Discv A EUR Acc 30/06/2024	5,27	14,69	11,90	5,32	12,10	9,05	2,68	2,95	0,65	14,50	20,87
GS EM EQ Inc-X Cap EUR 31/05/2024	4,45	9,35	26,48	1,54	2,51	3,42	6,31	5,89	5,97	9,89	24,20
Macquarie Emerging Markets I EUR Acc 31/07/2024	2,93	6,30	9,00	0,00	6,04	1,37	0,25	10,92	12,83	1,63	48,72
Allianz Emerging Markets Equity CT EUR 31/07/2024	6,87	13,11	20,62	2,34	3,24	4,46	1,66	11,09	5,46	6,09	25,04
GQG Partners Emerging Mkt Eq A USD Acc 31/07/2024	4,20	3,97	17,20	1,14	3,96	2,34	10,34	4,29	17,47	6,34	28,75
AB Emerging Market Low Vol Eq A USD 31/07/2024	1,95	15,03	25,70	4,37	7,81	1,17	2,08	10,87	1,52	2,39	27,10
JPM Emerging Markets DvF Eq Pl D acc EUR 31/05/2024	5,07	10,43	26,59	1,53	4,53	2,71	0,69	5,49	10,27	8,59	24,10
Robeco QI EM Enhanced Index Equities D € 30/06/2024	5,89	13,19	22,43	1,22	4,14	3,90	1,84	9,82	4,33	7,26	25,98

Fuente: Morningstar Direct

### 34. Bajadas de tipos y renta fija

En esta serie de artículos estamos explicando las posibles consecuencias de las previsibles bajadas de tipos que va a efectuar la Reserva Federal estadounidense en los que resta de año.

La primera que analizamos es la **revalorización de los activos de largo plazo**, como son las compañías *growth*. **Otros efectos potenciales** que indicamos en el [artículo](#) son las ventajas de los plazos más largos en renta fija, la escasez de oportunidades para los inversores más conservadores y los posibles beneficios para los mercados emergentes. En el artículo de hoy vamos a analizar de forma sucinta qué ventajas tiene para la renta fija a más largo plazo.

Como ya explicamos, cualquier activo de largo plazo se ve revalorizado por la sencilla fórmula que detallamos:  $\text{Valor Actual} = \frac{\text{Precio}}{i}$ , de tal modo que una bajada de tipos del 2% al 1% afecta a un activo que vale 100, de tal modo que su valoración actual de 5 mil euros pasará a una de 10 mil. En la renta fija es un poco menos sencillo, pero el esquema es muy similar. Podemos aducir tres motivos principales por los que una bajada de tipos es beneficiosa para la renta fija a largo plazo.

1. **Relación inversa entre tipos de interés y precios de los bonos:** cuando los tipos de interés bajan, los nuevos bonos que se emiten lo hacen con cupones (tasas de interés) más bajos. Sin embargo, los bonos existentes, que fueron emitidos cuando los tipos de interés eran más altos, se vuelven más valiosos porque ofrecen cupones superiores a los que ahora se pueden obtener en el mercado.
2. **Duración y sensibilidad a las tasas:** la duración es una medida de la sensibilidad del precio de un bono a los cambios en los tipos de interés. Los bonos a largo plazo tienen una duración mayor, lo que significa que sus precios son más sensibles a los cambios en las tasas de interés. Por lo tanto, cuando los tipos bajan, el precio de los bonos a largo plazo aumenta más que el de los bonos a corto plazo.

**3. Impacto en la rentabilidad:** los inversores que poseen bonos a largo plazo verán una apreciación más significativa en el valor de sus bonos cuando los tipos de interés bajen. Esto se debe a que el valor presente de los flujos de caja futuros (los cupones y el valor al vencimiento) aumenta más notablemente para bonos con plazos más largos por la sencilla fórmula que ya conocemos.

Quizá estos tres sean los que considero más importantes, pero hay otros motivos como:

**Efecto sobre la reinversión de cupones:** cuando los tipos de interés bajan, las oportunidades de reinversión de estos cupones también suelen ser a tasas más bajas. Sin embargo, dado que los bonos a largo plazo permiten aprovechar los tipos de interés originales durante un período más extenso, los inversores pueden beneficiarse más de estos pagos a tipos más elevados durante un período prolongado. **Curva de rendimiento más empinada:** una bajada de tipos puede venir acompañada de un aplanamiento o empinamiento de la curva de rendimiento, dependiendo del entorno económico. Si la curva se empina (donde la diferencia entre los rendimientos a corto y largo plazo se amplía), los bonos a largo plazo pueden volverse aún más atractivos porque ofrecen rendimientos superiores comparados con los de corto plazo, incrementando su demanda y, por lo tanto, su precio. Esta posible **mayor demanda** hace que el precio de los bonos a largo plazo se incremente y si las **expectativas de inflación** son de control, puede hacer que todavía haya una ulterior demanda de estos bonos a más largo plazo. Otro posible motivo es la **incertidumbre sobre una posible recesión**. Los bonos a largo plazo son una alternativa muy sencilla para encontrar cierta seguridad.

Por todos estos motivos, la búsqueda de deuda corporativa o de gobiernos a plazos más largos es una alternativa interesante. Ahora bien, como venimos diciendo, el mercado no es ajeno a estos motivos por lo que es muy posible que **gran parte de estas potenciales subidas ya estén puestas en precio**.

Es muy difícil ser más listo que el mercado. No nos creamos que somos los mejores o que contamos con una información de la que no disponen otros

agentes. Lo que sí tenemos que hacer es, con esta información, interpretarla lo mejor posible para sumarnos al carro de aquellos activos que puedan hacer mejor. Humildad, pero con audacia.

Habida cuenta de que el inversor hispano no goza de simpatía especial por los plazos muy largos, ponemos algunos fondos de duración superior a 5 años, pero menores a 10.

	<b>RTB YTD (%)</b>
Capital Group MSI (LUX)	4,17
Goldman Sachs USD Green Bd	1,73
Jupiter Global Fixed Inc	0,76
UBS (Lux) BS Grn Scl Ss Bds (EUR)	1,38
Vanguard Global Credit Bond Inv USD	2,95
JSS Twelve Sust Ins Bd	6,13
Amundi Fds Glbl Aggt Bd	1,50
ERSTE Responsible Bond Global Impact	1,70
Schroder ISF Carbon Netrl Crdt	2,06

Fuente: Morningstar Direct

### 35. ¿Vienen curvas?

Los mercados financieros nos dieron un **pequeño susto en verano**. Pero la gran mayoría de casas de inversión y el consenso del mercado apuntan hacia un **aterrizaje suave**, con la inflación bajo control prácticamente y con bajadas de tipos en septiembre, lo que da unas **condiciones financieras más laxas** y un nuevo crecimiento económico. Además, año electoral en Estados Unidos. Parece que todo marcha sobre ruedas.

Bueno, no exactamente... La verdad es que hay **algunos datos inquietantes**. Con esto no queremos meter miedo en el cuerpo. Simplemente, como venimos explicado, hay que estar con un ojo bien puesto en cómo se van sucediendo los acontecimientos. Y, si llegasen las caídas, no perdamos la calma: la carrera es de largo plazo, y podemos aprovechar las rebajas.

En cualquier caso, hay datos que me inquietan un poco. Por no ser agorero, voy a poner solo dos. El primero de ellos se refiere a la **deuda mundial**. Aunque el porcentaje sobre el PIB mundial sea menor, la deuda en términos absolutos no deja de crecer. Que no nos engañen. Si esto ha sido así incluso con los tipos relativamente más elevados que hace 5 años, ¿qué va a pasar ahora cuando empiecen a bajar? Si endeudarse resulta menos costoso, el incentivo es claro. La fiesta puede ser grande, pero estas fiestas no terminan bien.

#### Ojo con la deuda global



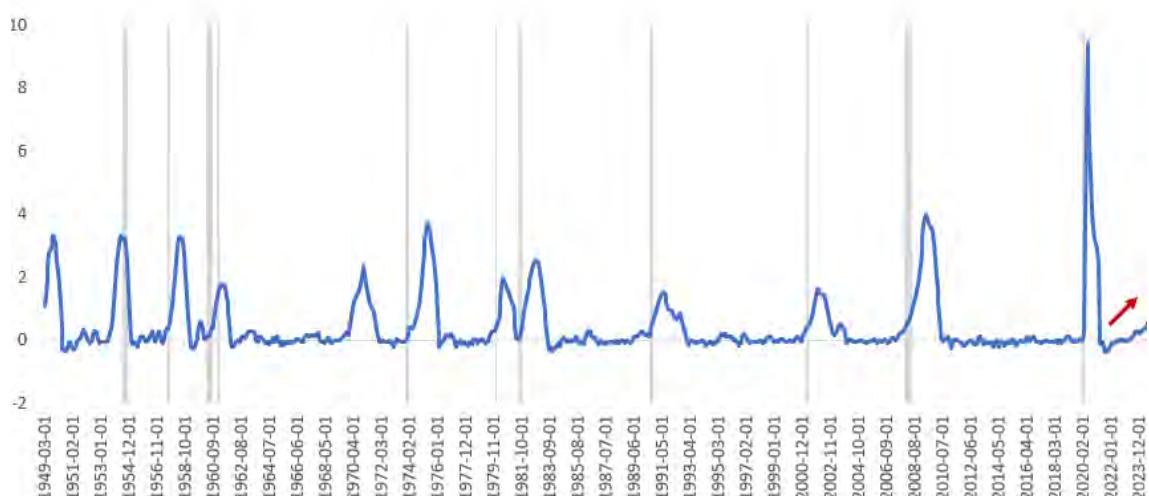
Fuente: Carlos Arenas Laorga

Otro motivo de preocupación es la conocida como **Regla Sahm**. La Regla Sahm es un indicador económico utilizado para identificar el **inicio de una recesión en tiempo real**. Se basa en el comportamiento de la tasa de desempleo y fue propuesta por Claudia Sahm, economista de la Reserva Federal de Estados Unidos, de ahí su nombre. La regla establece que, si la tasa de desempleo aumenta en 0,5 puntos porcentuales o más en comparación con su nivel más bajo en los últimos 12 meses, es una señal fuerte de que la economía ha entrado en recesión.

La importancia de la Regla Sahm radica en su capacidad para proporcionar una señal adelantada y relativamente confiable de una recesión. A diferencia de otros indicadores que se confirman o revisan meses después, la Regla Sahm puede alertar a los responsables de políticas económicas (como el gobierno o los bancos centrales) sobre la necesidad de tomar medidas para mitigar el impacto de la recesión antes de que los daños económicos se profundicen.

Además, resulta que desde 1949 ha servido como indicador clave en las recesiones (ha vaticinado prácticamente todas) y también... en julio cruzamos la línea del 0,5 desde mínimos de 12 meses. No digo nada, y lo digo todo.

Sahm Rule Recession Indicator (%) (Monthly, Seasonally Adjusted, datos de la Reserva Federal)



Fuente: Carlos Arenas Laorga

En cualquier caso. Nunca perder la calma. Seguir invirtiendo con cabeza: mantenernos en nuestro perfil, no hacer inversiones cortoplacistas, escuchar a nuestro asesor, preguntar, no asustarse en momentos de caídas... Lo que ya sabéis, pero siempre es bueno que nos lo digan una vez más.

¡A por el curso con ganas!

## 36. Septiembre: el mes más bajista de los mercados bursátiles

Cada año, los inversores en los mercados financieros enfrentan un fenómeno que parece repetirse con frecuencia: la caída de los mercados bursátiles en septiembre. Conocido en los círculos financieros como el **"Efecto Septiembre"**, esta tendencia ha sido históricamente observada en muchas bolsas a nivel mundial, **especialmente en mercados desarrollados** como el de Estados Unidos. Aunque las razones detrás de esta tendencia no son completamente claras, vamos a tratar de aclarar algunos hechos poniendo como ejemplo la bolsa norteamericana.

### La tendencia histórica

El **"Efecto Septiembre"** **no es una ocurrencia reciente**. A lo largo de varias décadas (nosotros vamos a analizar los últimos 30 años), septiembre ha sido identificado como **el mes más débil para los índices bursátiles, como el S&P 500** en Estados Unidos. Según los datos históricos, se dice que los retornos promedio del mercado durante septiembre son notablemente inferiores en comparación con otros meses del año. Y así es, pero luego vemos los datos (que tampoco es para tanto). Esta situación ha generado una percepción en los inversores de que septiembre es un mes en el que predomina la volatilidad y los movimientos a la baja.

### Explicaciones

**Factores psicológicos y de comportamiento:** muchos inversores y gestores de fondos regresan de las vacaciones de verano en septiembre, lo que coincide con una revisión de sus carteras, como ya hemos explicado en varios videos. Es habitual que se realicen ventas de acciones para ajustar la exposición a ciertos sectores o activos y este movimiento puede desencadenar una oleada de ventas que afecta a los mercados.

**Ajustes trimestrales:** septiembre marca el final del tercer trimestre, un momento crucial para muchas instituciones financieras. Los fondos de inversión y *hedge funds* a menudo realizan ventas y compras estratégicas para reorganizar sus

posiciones antes de presentar sus resultados trimestrales. Esto genera una mayor presión vendedora en el mercado, lo que tiende a arrastrar los precios a la baja.

**Factores macroeconómicos:** durante septiembre, a menudo se publican datos macroeconómicos importantes, como indicadores de crecimiento económico, inflación y empleo. Si estos datos no cumplen con las expectativas de los inversores, pueden generar preocupación sobre el desempeño económico futuro, lo que provoca una caída en los mercados.

**El “factor verano”:** los meses de verano suelen ser un periodo de menor volumen de operaciones, lo que a menudo genera una falsa sensación de estabilidad. Al regresar los inversores en septiembre, el volumen de transacciones aumenta y las correcciones en los precios se vuelven más pronunciadas.

**Efecto psicológico acumulativo:** la tendencia bajista de septiembre es tan conocida que, en muchos casos, los inversores actúan de manera anticipada, vendiendo activos antes del inicio del mes en previsión de las caídas. Este fenómeno de "profecía autocumplida" contribuye a consolidar la debilidad del mercado en este periodo.

**Efecto de las elecciones en Estados Unidos:** aunque las elecciones en EE. UU. se celebran en noviembre, el impacto comienza a sentirse en septiembre. Los mercados suelen ser sensibles a las expectativas sobre posibles cambios en el Congreso, ya que estos podrían influir en políticas económicas, regulatorias y fiscales.

**Política monetaria:** En septiembre, la Reserva Federal (Fed) y otros bancos centrales suelen anunciar decisiones de política monetaria, que pueden incluir cambios en las tasas de interés.

**Cierre del gobierno en EE.UU.:** septiembre es el último mes del año fiscal del gobierno de Estados Unidos. Los desacuerdos políticos sobre los presupuestos pueden llevar a un cierre del gobierno federal, lo que genera nerviosismo en los mercados.

## **Impacto en los inversores**

La **volatilidad** aumenta en meses como septiembre y las caídas repentinas en el valor de las carteras pueden generar ansiedad. Sin embargo, es importante recordar que **las caídas de septiembre suelen ser temporales** y no indican necesariamente una tendencia a largo plazo. Históricamente, los mercados tienden a recuperarse en los meses siguientes, y **los retornos de octubre a diciembre suelen ser los más positivos de todo el año**.

Los inversores más experimentados pueden **aprovechar las caídas de septiembre como una oportunidad de compra**. Si bien el mercado tiende a bajar en este mes, aquellos que se enfocan en el largo plazo pueden beneficiarse al adquirir activos a precios reducidos. No obstante, es crucial mantener una estrategia de inversión diversificada y evitar decisiones impulsivas basadas únicamente en los movimientos de corto plazo.

### 37. Estrategias para afrontar el "Efecto Septiembre"

Para mitigar el impacto del "Efecto Septiembre", los inversores pueden adoptar una serie de estrategias.

**Diversificación:** una cartera bien diversificada puede reducir el riesgo de pérdidas en un solo activo o sector. Al distribuir las inversiones en diferentes clases de activos, se puede amortiguar el impacto de la volatilidad.

**Enfoque a largo plazo:** los inversores que se centran en el largo plazo suelen estar menos afectados por las fluctuaciones de corto plazo, como las caídas de septiembre. Mantener la calma y evitar la tentación de vender en medio de la volatilidad puede ser clave para obtener mejores rendimientos a largo plazo.

**Mantener efectivo disponible:** tener una reserva de liquidez permite a los inversores aprovechar oportunidades de compra durante las caídas del mercado.

#### Algunos datos

Aunque se habla mucho del "Efecto Septiembre", vamos a contextualizar los datos.

**Los meses más volátiles para el S&P 500**, basados en la desviación estándar de los retornos mensuales, son los siguientes:

Octubre: 1,58%      Marzo: 1,53%      Noviembre: 1,24%    Septiembre: 1,23%

Agosto: 1,15%

Por tanto, septiembre **no es el mes más volátil**. De hecho, los meses más volátiles suelen ser aquellos que más rentabilidad media tienen.

Septiembre, históricamente **volátil y negativo**: aunque septiembre tiene la reputación de ser un mes bajista, su promedio negativo no es tan drástico como podría pensarse.

**Noviembre es el mejor mes para invertir**: contrariamente a septiembre, noviembre muestra un patrón consistente de rendimiento positivo, situándose como el mes con los mejores retornos promedio. Este comportamiento puede

estar relacionado con factores como el optimismo hacia el cierre de año y el inicio de la temporada de compras navideñas.

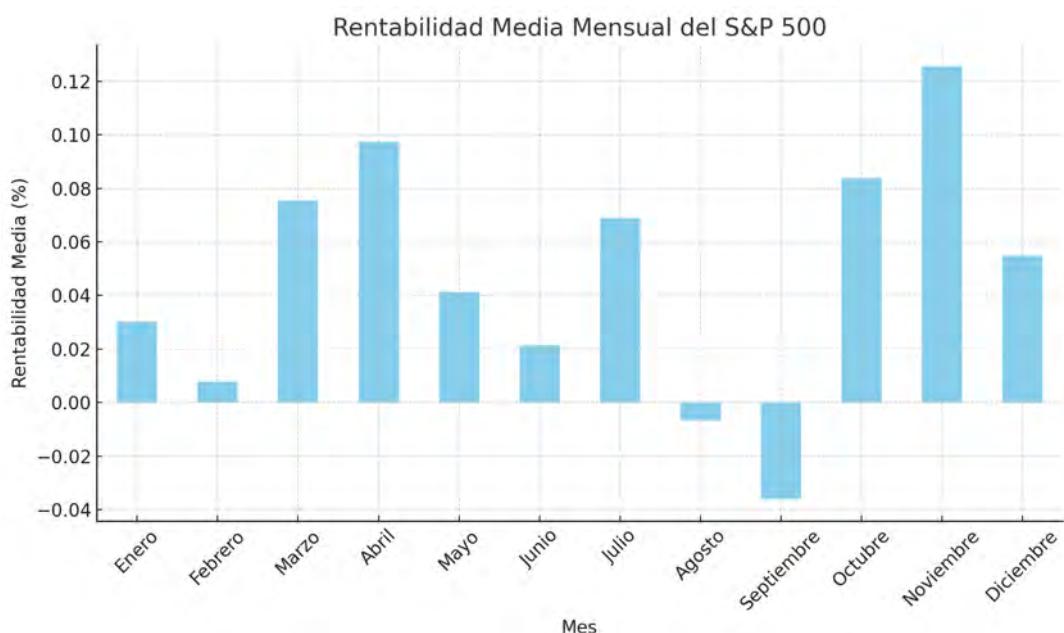
**Volatilidad en octubre y marzo:** octubre, a menudo asociado con caídas fuertes (como el colapso de 1987), no solo es volátil, sino que sorprendentemente también tiene retornos positivos en promedio. Marzo, a su vez, también es muy volátil, lo que puede estar vinculado a eventos macroeconómicos como reportes financieros y movimientos de política monetaria en ese periodo.

**El contraste entre agosto y septiembre:** mientras que agosto muestra un retorno promedio levemente negativo, septiembre empeora esta tendencia, consolidando la percepción de que los meses de final de verano/inicio de otoño son más complicados para el mercado.

**Porcentaje de meses de septiembre en los que el S&P 500 cae:** 49.75%. Esto significa que casi la mitad de los meses de septiembre desde 1994 ha tenido un rendimiento negativo.

**Porcentaje de meses que caen en el resto del año:** 44.86%. En promedio, un poco menos de la mitad de los meses fuera de septiembre también registran caídas.

Menos “efectos” y más datos.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

### 38. El oro reluce como siempre

El oro ha vuelto a destacar en los mercados financieros, **alcanzando recientemente máximos históricos en términos nominales**, al superar los 2.500 dólares por onza en 2024. Esta revalorización lo ha posicionado como **uno de los activos más rentables del año**, capturando la atención de inversores y analistas. Sin embargo, cuando se ajusta por la inflación, el valor real del oro aún no ha superado el récord establecido en 1980, cuando alcanzó los 3.400 dólares en términos de poder adquisitivo actual. A pesar de ello, el recorrido alcista que ha mostrado el metal en los últimos dos años responde a una combinación de factores económicos y geopolíticos que han impulsado su demanda y precio.

#### Factores Económicos: la relación inversa entre el oro y los tipos de interés reales

Uno de los principales motores de la subida del oro ha sido el comportamiento de los tipos de interés reales, que tienen una **relación inversa con el precio del metal**. Esta relación se explica porque el oro, a diferencia de otros activos como bonos, acciones o inmuebles, no genera rendimientos periódicos (cupones, dividendos o alquileres). El oro es un activo que no paga intereses ni rentas, por lo que **cuando los tipos de interés reales son altos, el coste de oportunidad de mantener oro se incrementa**. En otras palabras, **si los tipos reales son positivos, los inversores prefieren activos que ofrezcan rentabilidad directa, lo que disminuye el atractivo del oro**.

Sin embargo, cuando los **tipos de interés reales son bajos o negativos**, como ha sucedido en los últimos años, **el coste de oportunidad de tener oro se reduce drásticamente**. Esto ha sucedido especialmente **desde 2022**, cuando los bancos centrales, liderados por la Reserva Federal de EE. UU. y el Banco Central Europeo, iniciaron una campaña agresiva de subida de tipos nominales para combatir la inflación. A medida que la **inflación comenzó a moderarse en 2023**, los mercados empezaron a anticipar una **política monetaria más relajada**, con tipos de interés reales más bajos o incluso negativos.

Este **cambio en las expectativas ha sido clave en el repunte del oro**, ya que con tipos de interés reales cercanos a cero o negativos, los inversores ven el oro como

una protección contra la pérdida de valor de otras inversiones. Además, en un entorno donde la **incertidumbre económica sigue siendo elevada, el oro se convierte en un refugio seguro para aquellos que buscan proteger su capital frente a la volatilidad de los mercados financieros.**

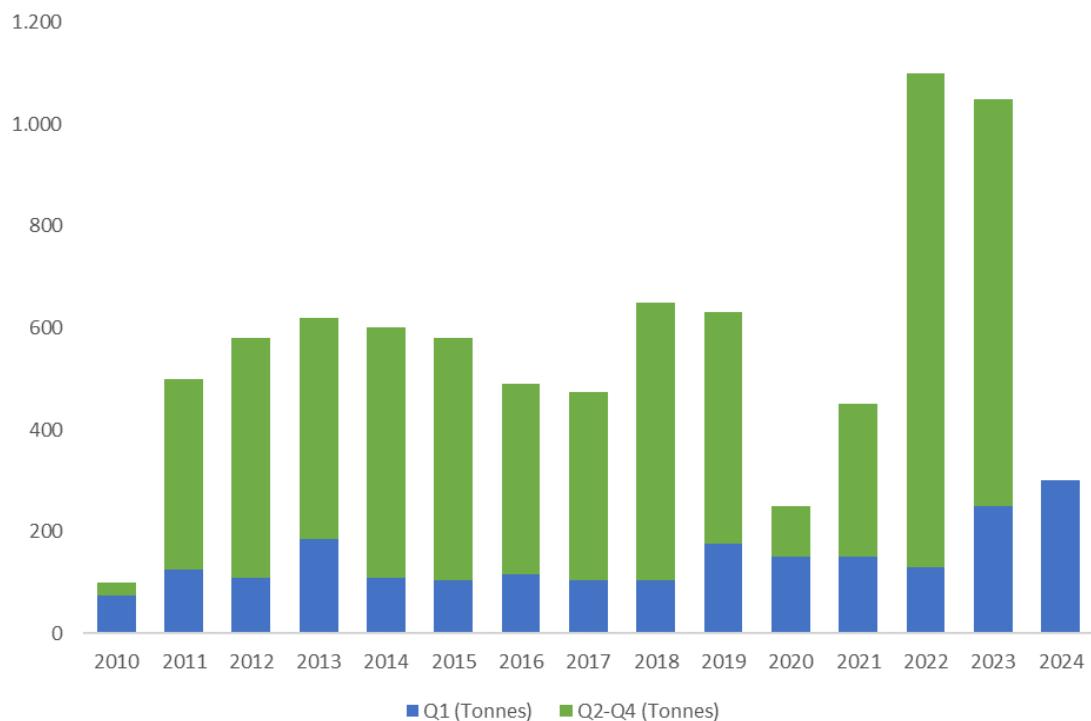
### **Impacto de la inflación y los bancos centrales**

La inflación ha sido otro factor que ha jugado un papel importante en el ascenso del oro. Durante gran parte de **2022, la inflación global alcanzó niveles no vistos en décadas**, impulsada por problemas en la **cadena de suministro, el aumento de los precios de la energía y las tensiones geopolíticas**. Frente a esta situación, los bancos centrales adoptaron políticas monetarias restrictivas, subiendo agresivamente los tipos de interés nominales para controlar la inflación. Sin embargo, el ajuste monetario no ha sido uniforme en todas las economías, y mientras algunos países han comenzado a ver una reducción en sus tasas de inflación, otros todavía enfrentan presiones inflacionarias.

A medida que la inflación se estabiliza, pero los tipos de interés no suben al mismo ritmo, **los tipos de interés reales han comenzado a descender**. Esto ha llevado a una mayor demanda de oro, ya que el metal se percibe como una reserva de valor en tiempos de inflación muy elevada.

Además, los bancos centrales, que durante 2022 y 2023 aumentaron significativamente sus reservas de oro, han seguido apostando por este activo en 2024. El motivo es que, **al mantener tipos de interés reales bajos y expectativas de inflación controlada, el oro se ha vuelto más atractivo** para diversificar las carteras de reservas internacionales. A nivel mundial, las compras netas de oro por parte de los bancos centrales alcanzaron un récord de 1.082 toneladas en 2022, y aunque 2023 estuvo ligeramente por debajo, las compras siguieron siendo anormalmente altas, con 1.037 toneladas. Para 2024, las expectativas de las principales entidades monetarias indican que esta tendencia continuará.

### Compras de oro por parte de los bancos centrales



Fuente: Carlos Arenas Laorga

### Factores Geopolíticos: la guerra y la desconfianza hacia las monedas fiat

Además de los factores económicos, la geopolítica ha tenido un peso significativo en el aumento del precio del oro. La invasión de Ucrania en 2022 y las **sanciones impuestas a Rusia por parte de Estados Unidos y Europa, que incluyeron la congelación de las reservas en dólares y euros del Banco Central ruso, desataron una desconfianza creciente hacia las monedas fiat** (dinero fiduciario). Este tipo de sanciones, que afectaron el acceso de Rusia a sus reservas internacionales, ha hecho que **muchos países no alineados con las potencias occidentales reconsideren su dependencia del dólar y el euro como reservas de valor**.

En este contexto, el oro ha ganado protagonismo como un activo seguro y aceptado internacionalmente, lo que ha llevado a muchos **bancos centrales a incrementar sus reservas**. Países como China y Rusia, que buscan protegerse de posibles sanciones futuras, han incrementado sus compras de oro. De hecho, cuando se les pregunta a los bancos centrales sobre sus planes de inversión en

oro, el 81% de ellos indican que aumentarán sus reservas durante los próximos 12 meses, mientras que el 19% restante afirma que mantendrá sus actuales niveles. Ningún banco central tiene intención de reducir sus tenencias de oro, lo que refleja un amplio consenso sobre su importancia en un entorno de incertidumbre geopolítica.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

### El oro como refugio en tiempos de desconfianza

El oro ha demostrado ser el refugio por excelencia en tiempos de incertidumbre económica y geopolítica. Su precio, impulsado por la caída de los tipos de interés reales, la inflación y la creciente desconfianza hacia las monedas fiat, ha alcanzado máximos históricos nominales en 2024. A medida que los bancos centrales reducen su exposición al dólar y el euro, el oro se consolida como una reserva de valor clave en las carteras internacionales.

Aunque el oro no genera rentas directas como otros activos, su valor reside en su capacidad de **mantener el poder adquisitivo y ofrecer protección frente a la volatilidad de los mercados y las tensiones internacionales**. En un contexto donde la estabilidad económica y política parece cada vez más incierta, es probable que el oro siga desempeñando un papel fundamental en las estrategias de inversión y las reservas de bancos centrales de todo el mundo.

### 39. La explosión de China, ¿controlada?

China atraviesa una encrucijada económica marcada por una **desaceleración en su crecimiento** y una crisis inmobiliaria que ha complicado aún más la situación. Desde el año 2019, la economía china ha mostrado signos claros de debilitamiento, con **tasas de crecimiento mucho más bajas** de lo que el país estaba acostumbrado. Hasta el año 2011, China crecía a un ritmo cercano al 10% anual, pero desde entonces las cifras se moderaron, situándose entre el 6 y el 7% hasta 2019. Actualmente, el gobierno chino se ha fijado como **objetivo alcanzar un crecimiento del 5% anual**, una meta que no parece fácil de lograr en el contexto actual.

La **crisis inmobiliaria** que afecta al país es uno de los principales factores detrás de esta desaceleración. Este sector ha estado sufriendo un **colapso prolongado**, con exceso de oferta y precios que han dejado de crecer al ritmo de los últimos años. Frente a esta situación, las autoridades chinas han optado por lanzar un **mega plan de estímulos monetarios y financieros** con el objetivo de reactivar tanto el mercado inmobiliario como el bursátil. Este plan es uno de los **más ambiciosos de la historia reciente del país** y busca evitar una mayor desaceleración de la economía.

Entre las medidas clave, el Banco Popular de China ha decidido **bajar el tipo de interés de referencia del 1,7% al 1,5%**, lo que representa el nivel más bajo registrado hasta la fecha. Esta rebaja tiene como fin incentivar a los bancos comerciales a ofrecer más crédito a empresas, familias y administraciones públicas. Asimismo, el **coeficiente de caja**, es decir, el porcentaje de los depósitos bancarios que los bancos deben mantener en reserva **se ha reducido del 10% al 9,5%**, lo que permitirá liberar aproximadamente 140.000 millones de dólares en préstamos adicionales.

El paquete de medidas también incluye **recortes en los tipos de interés para la deuda empresarial y las hipotecas**, con la intención de aumentar la demanda de activos como acciones e inmuebles. En el sector bursátil, el plan contempla la creación de una **facilidad de financiación de 70.000 millones de dólares para**

que las empresas del sector financiero puedan adquirir acciones. Además, se está evaluando la posibilidad de establecer **un fondo de estabilización bursátil** para sostener el precio de las acciones en el mercado chino, que ha mostrado una tendencia bajista desde 2021.

El **efecto** de estas medidas ha sido inmediato en la bolsa china, que ha registrado una de las **subidas más fuertes de su historia reciente**. En apenas **una semana**, el índice bursátil chino, que refleja el valor de las principales empresas cotizadas, ha **aumentado más de un 25% (un 8% el lunes)**, recuperando en pocos días las pérdidas acumuladas a lo largo del último año. Este optimismo ha generado una gran **presión compradora en el mercado**, reflejada en el aumento sin precedentes de las opciones *call*, lo que indica que los inversores esperan que los precios sigan subiendo en el corto plazo.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

Uno de los **sectores más beneficiados por esta reactivación ha sido el inmobiliario**, donde las acciones de los promotores han registrado una **subida promedio del 32%**. Esto refleja las expectativas del mercado de que los **estímulos** puedan **ayudar a estabilizar la crisis inmobiliaria** y provocar una recuperación en los precios de los inmuebles. Además, se ha **reducido la entrada para las hipotecas de segundas residencias**, permitiendo que los bancos puedan

**financiar hasta el 85% del valor de la vivienda, frente al 75% anterior**, lo que facilitará el acceso a este tipo de préstamos. Paralelamente, el Banco Popular de China ha anunciado que concederá préstamos a las administraciones locales para que compren viviendas vacías, permitiendo así que los precios no caigan en exceso y se estabilice el mercado inmobiliario.

Sin embargo, aunque estas políticas parecen estar teniendo éxito en el corto plazo, personalmente tengo serias preocupaciones sobre su impacto a largo plazo. El mega plan de estímulos **fomenta un endeudamiento elevado**, no solo entre la población, sino también entre las administraciones locales, lo que podría distorsionar el valor de los activos. La preocupación radica en que se está **alentando la inversión en sectores que podrían no ser los más productivos, redirigiendo el ahorro hacia áreas como el mercado inmobiliario o el bursátil, sin abordar los problemas estructurales de fondo**.

En este sentido, **China corre el riesgo de repetir errores vistos en otras economías**, como Japón en los años 90, donde el uso excesivo de la deuda y los estímulos para sostener una burbuja terminó agravando los problemas económicos a largo plazo. Aunque los **estímulos actuales están evitando un enfriamiento inmediato de la economía, también podrían estar creando una situación insostenible a futuro**, donde la carga de la deuda y las inversiones mal dirigidas perjudiquen la productividad del país.

La apuesta por la deuda y las políticas monetarias expansivas **pueden retrasar los problemas estructurales de la economía, pero no eliminarlos**. Aunque en el corto plazo el crecimiento puede repuntar, a largo plazo será necesario enfrentar las debilidades fundamentales de la economía china para evitar que esta fiesta financiera termine en una crisis más profunda.

## 40. Oportunidades y desafíos en la economía global: un análisis de las tendencias recientes

En las últimas semanas, los mercados financieros han presentado un **panorama mixto**, lleno de oportunidades, pero también con desafíos importantes que los inversores no pueden ignorar. Desde los **sólidos datos macroeconómicos** en algunas economías desarrolladas hasta las **preocupantes señales de estancamiento** en otras, el entorno global actual nos ofrece lecciones para navegar la volatilidad y optimizar las estrategias de inversión.

### Puntos positivos: resiliencia en medio de la incertidumbre

A pesar de la incertidumbre geopolítica y los temores sobre una posible desaceleración económica global, algunos sectores de la economía han mostrado señales de fortaleza. Un claro ejemplo es la **evolución del Producto Interior Bruto (PIB) en las principales economías mundiales**. Durante el segundo trimestre de 2024, el crecimiento global se situó en un 3,2%, destacando China con un aumento del 4,7% interanual, seguida de cerca por Estados Unidos, que alcanzó un 3,0%. Además, las **ventas minoristas en la zona euro** también han mostrado una ligera mejora, lo que indica un **repunte del consumo**.

Asimismo, los **indicadores de empleo en Estados Unidos** continúan mostrando fortaleza. El **índice de optimismo de las pequeñas empresas** aumentó en septiembre, lo que sugiere una mayor confianza en el mercado. Este sentimiento positivo se refuerza con los **resultados corporativos del tercer trimestre**, donde se espera un crecimiento del beneficio por acción (BPA) cercano al 4,2%. En el mercado bursátil, el 75% de los valores del S&P 500 cotizan por encima de sus medias móviles de 200 días, otro signo de fortaleza.

El desempeño de las **materias primas** también ha mostrado señales positivas. El oro, por ejemplo, ha alcanzado máximos históricos en términos nominales, superando los \$2.500 por onza en 2024.

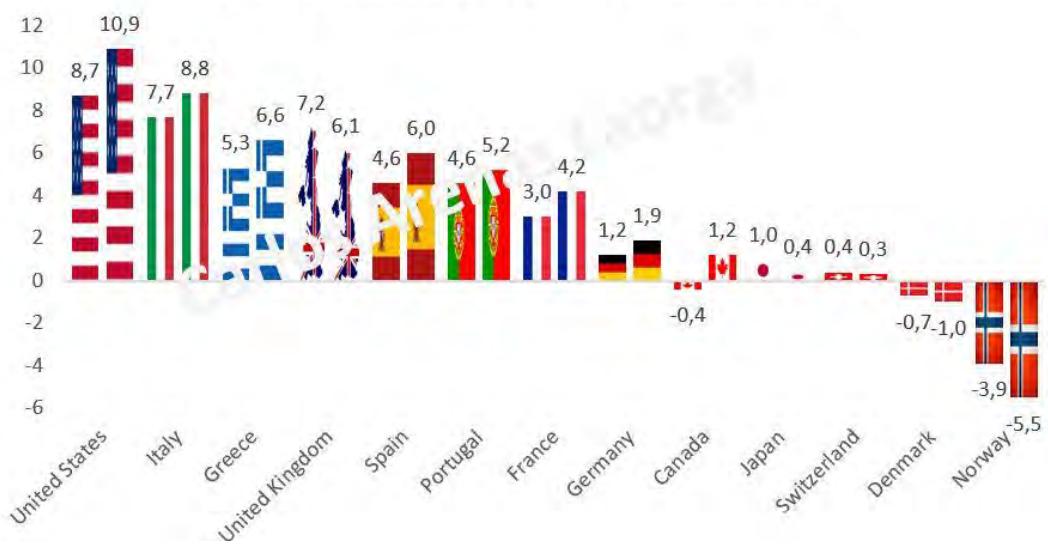
### Puntos negativos: desafíos en el horizonte

Sin embargo, no todo es optimismo. Ni mucho menos. Ya explicamos ciertos indicadores adelantados de crisis como la [Regla Sahm](#). Los **riesgos** para la economía global persisten, y algunos indicadores sugieren que podríamos estar en las **fases iniciales de una desaceleración**. La **economía alemana**, la más grande de Europa, sigue con serios problemas. Las proyecciones indican que se contraerá un 0,2% en 2024. Además, la producción industrial alemana ha mostrado gran volatilidad, con un aumento en agosto, seguido de una fuerte caída en los pedidos de fábrica, reflejando la incertidumbre del mercado.

A nivel global, la **persistente rigidez de la inflación** sigue siendo motivo de preocupación. Aunque en algunos países, como Estados Unidos, la inflación ha mostrado señales de moderación, los precios del petróleo se han mantenido firmes, lo que podría añadir presión inflacionaria en los próximos meses. Este fenómeno, combinado con las **tensiones geopolíticas, especialmente en Oriente Medio**, aumenta la probabilidad de que los precios de la energía se mantengan elevados, lo que podría afectar tanto a las economías desarrolladas como a las emergentes.

Además, la **deuda global** continúa siendo una preocupación creciente. Estados Unidos, por ejemplo, está lidiando con un **déficit fiscal que se espera alcance cifras récord para el final de 2024**. Este nivel de endeudamiento podría restringir la capacidad del gobierno para añadir estímulos adicionales si la economía lo requiriera en el corto plazo. Por su parte, en Europa, algunos países como **Francia** ya han presentado presupuestos que contemplan recortes en el gasto y **aumentos de impuestos**.

Gasto por intereses como % de los ingresos del gobierno  
(media 2021-2023 y estimación 2024-2026)



Fuente: Carlos Arenas Laorga

### Perspectivas y estrategias

1. Ante este escenario mixto, es esencial que los inversores mantengamos una estrategia de diversificación y vigilancia constante. En cuanto a renta variable, el contexto actual sigue ofreciendo **oportunidades**, especialmente en **sectores de crecimiento y defensivos** como el tecnológico y el sanitario. Los fondos que

mantienen una exposición prudente a estos sectores continúan mostrando buenos resultados en momentos de volatilidad.

2. Por otro lado, es igualmente crucial tener en cuenta los **riesgos**. Las próximas **elecciones** en Estados Unidos y la posibilidad de una **escalada en los conflictos** en Oriente Medio añaden incertidumbre al panorama global. En este sentido, estrategias que combinen posiciones en **activos refugio**, como el oro, y una adecuada gestión de la **renta fija**, pueden ayudar a mitigar los riesgos a corto y medio plazo.
3. Además, con los recientes cambios en las **políticas monetarias globales**, los inversores debemos estar atentos a cómo los bancos centrales gestionan los tipos de interés. La expectativa de que la Reserva Federal mantenga una política monetaria más flexible abre una ventana de oportunidad para activos de mayor riesgo, pero es fundamental no perder de vista la evolución de los **datos macroeconómicos y de los resultados empresariales** para ajustar las carteras según sea necesario.

## 41. ¿Cómo se determina el precio de las acciones? Realidad o especulación

Vamos a explicar cómo se calcula el precio de una acción para saber si está “barata o cara”. El precio de una acción se determina de manera bastante sencilla, aunque a veces pueda parecer complicado. Básicamente, depende de cuánto gana la empresa por cada acción y de las expectativas que tienen los inversores sobre su futuro.

Cuando alguien compra una acción, está adquiriendo un fragmento de la propiedad de esa empresa, y con ello, una parte proporcional de los beneficios que genera. Además, está comprando también las expectativas de lo que esos beneficios podrían llegar a ser en el futuro, ya que los inversores siempre buscan rentabilidades futuras.

### Dos factores clave: EPS y PER

El **primer factor** que afecta al precio de una acción es el **Beneficio por Acción** (EPS, por sus siglas en inglés), que indica **cuánto dinero gana la empresa por cada acción en circulación**. Por ejemplo, si una empresa gana 700 euros y tiene 100 acciones, cada acción representa 7 euros de beneficio (700 dividido entre 100). Este valor refleja de manera real cuánto está ganando la empresa, y por eso se considera un valor sólido (o real) para determinar el precio de una acción.

El **segundo factor** es el **PER (Relación Precio-Beneficio)**. El PER muestra **cuánto están dispuestos a pagar los inversores por cada euro de beneficio que genera la empresa**. Si el PER es 20, significa que los inversores están pagando 20 euros por cada euro que la empresa gana. Este valor **puede subir o bajar según las expectativas de los inversores sobre el futuro de la empresa**. Por ejemplo, si creen que la empresa va a crecer mucho en los próximos años, estarán dispuestos a pagar más por cada acción, y el PER subirá. Esta parte es más especulativa, ya que depende de las expectativas de los inversores y no de los resultados actuales. Por eso las compañías de tecnología suelen tener PERes más elevados.

### Expansión de múltiplos

La expansión de múltiplos ocurre cuando el **precio de una acción sube porque los inversores están dispuestos a pagar más por cada euro de beneficio, es decir, el PER aumenta**. Esto no necesariamente implica que los beneficios de la empresa hayan crecido, sino que las expectativas de crecimiento futuro son tan altas que los inversores creen que esos beneficios mejorarán más adelante. Esta expansión de múltiplos es común en períodos de optimismo en el mercado, pero puede ser arriesgada si las expectativas no se cumplen, porque las correcciones en el precio de las acciones pueden ser bruscas.

### Precio de la acción: ¿especulación o realidad?

El **precio de una acción se calcula multiplicando el EPS por el PER**. Si una empresa gana 7 euros por acción (EPS de 7) y los inversores están dispuestos a pagar 20 veces ese beneficio (PER de 20), el precio de la acción será de 140 euros ( $7 \times 20 = 140$ ). **Si ese precio sube**, puede ser por dos razones principales:

1. **Porque la empresa gana más dinero**: en este caso, el EPS sube, y como hay más ganancias por acción, el precio de las acciones también aumenta. Esta es una subida basada en lo real, en los hechos, porque refleja un crecimiento real de los beneficios.
2. **Porque los inversores esperan que la empresa crezca en el futuro**: aquí, el PER sube porque los inversores están dispuestos a pagar más por los mismos beneficios, esperando que la empresa lo haga mejor en los próximos años. Esta subida es más especulativa, ya que se basa en lo que los inversores creen que va a pasar, no en los resultados actuales de la empresa.

Para ilustrar esto, he realizado un estudio del S&P desde 1871, con el PER y el EPS. Como nos pilla un poco lejos, quiero destacar dos momentos: **el de la crisis de las punto com, y el actual**. Por cierto, los datos están recogidos de la base de datos de *Yale School of Management*. Lo digo porque el PER se puede utilizar en Rolling a 12 meses, estimado a un año, y de otras formas. Por lo que si a alguien no le cuadran los datos, ya sabe de dónde los he obtenido. En cualquier caso, son homogéneos desde 1871.

Todos recordaremos esa “**burbuja tecnológica**” de finales de los 90. ¿Por qué se le ha llamado así? Pues, porque como hemos explicado, **el crecimiento del precio se basó en una expansión de múltiplos por un PER que crecía** mientras que los beneficios no lo hacían. Durante la década de 1990, especialmente hacia finales, hubo un crecimiento exponencial del PER en el S&P 500, impulsado por expectativas desmesuradas sobre el futuro de las empresas tecnológicas. Aunque muchas de estas empresas no generaban beneficios reales o sus EPS eran muy bajos, los inversores seguían pagando precios extremadamente altos por las acciones debido a la euforia del “boom tecnológico”.

**El PER se disparó hasta niveles históricos justo antes del estallido de la burbuja en el año 2000.** En contraste, **el EPS no creció de manera proporcional**, lo que muestra que gran parte de la subida del mercado en ese momento era especulativa. El mercado cayó bruscamente cuando las expectativas sobre el crecimiento de muchas empresas tecnológicas no se cumplieron.

De hecho, en el gráfico siguiente puede verse claramente cómo el precio de las acciones del S&P 500 en ese periodo viene del incremento del PER casi en su totalidad, mientras que los beneficios por acción caían.



El periodo previo a la crisis de 2007/2008 (muy interesante, por cierto) también se caracterizó por una fase especulativa, pero con diferencias importantes. Aunque el PER subió, el estallido de esta burbuja estuvo más relacionado con el colapso del mercado inmobiliario y los activos financieros ligados a las hipotecas *subprime*. No fue tanto una especulación generalizada en los mercados de renta variable como una sobrevaloración de ciertos activos financieros y un apalancamiento extremo en el sistema financiero.

En la **actualidad**, según los datos más recientes de octubre de 2024, el S&P 500 tiene un PER de 29,82 (me remito a los datos de *Yale School of Management*), que es alto comparado con la media histórica. Sin embargo, el **EPS ha alcanzado un nivel relativamente elevado** de 195,93. Esto indica que **una parte fundamental de la subida del mercado actual está fundamentada en un crecimiento real de los beneficios empresariales**. No obstante, dado el nivel elevado del PER, también hay una parte especulativa en los precios actuales.



Aquí se ve cómo el PER mantiene una correlación con el precio de las acciones (obviamente, muy raro sería no verlo), pero **el crecimiento del precio viene impulsado, sobre todo, por el crecimiento de los beneficios**. Es decir, por una realidad. Aunque, repito, el PER no es especialmente bajo... También es verdad que si quitamos algunas compañías como Las 7 Magníficas, el PER del S&P 500 caería bastante hasta niveles más cercanos a 20.

En un contexto de bajada de tipos de interés, se entiende ahora otra razón por la que **las compañías tecnológicas tienden a aumentar su precio**. Ya no es solo por su mayor duración (lo que hace que el descuento de flujos de caja haga subir su precio). Ahora los inversores buscan rentabilidad en activos de mayor riesgo, como las acciones, porque los activos más seguros, como los bonos, ofrecen rendimientos muy reducidos. En esta situación, **los inversores están dispuestos a pagar múltiplos más altos** (PERes más elevados) por las acciones, ya que las expectativas de crecimiento futuro y los rendimientos ofrecidos por las empresas

son relativamente atractivos en comparación con las opciones más seguras. Y por eso, en muchas ocasiones, vemos una correlación inversa entre la TIR de los bonos americanos y el S&P 500 (aunque no siempre, ojo. Esto ya sería otro artículo).

Espero que no me haya ido demasiado por las ramas y comprendas mejor los movimientos del mercado de acciones.

## 42. El riesgo de enamoramiento de un fondo

En el mundo de las inversiones, **uno de los mayores peligros** que tenemos (tanto el inversor sin formación como el experimentado) **es el riesgo de “enamorarse” de un fondo**. El enamoramiento de un fondo no es más que un sesgo emocional, donde el inversor se apega a una inversión específica por razones que no están necesariamente basadas en los fundamentos de la estrategia o el rendimiento actual, sino en una mezcla de nostalgia, confianza mal colocada o expectativas irracionales. Hay veces que hay un enamoramiento a primera vista, lo cual no es necesariamente malo, pero que esto no nos impida analizar fríamente el fondo.

¿Por qué hablo de esto? Es un problema al que nos enfrentamos en muchas ocasiones los selectores de fondos, pero **muy pocas veces se habla de ello**. En muchos comités de selección podemos ver cómo alguien defiende un fondo cuando existen otras alternativas que parecen mejores. Bandera roja. En estas ocasiones hay que abrir especialmente la mente para ver si esta defensa del fondo se debe a factores cualitativos (que son los que el selector debe primar, porque los cuantitativos los podemos ver cualquiera en un buscador) de calado o existe realmente un enamoramiento. El analista se dará cuenta más o menos rápido de si ha tenido un enamoramiento, pero tenderá a solucionarlo más pronto que tarde. En cambio, **quien no se dedica a esto, tiene más opciones a ignorar las señales de advertencia** que normalmente considerarían con otra inversión. Por ejemplo, si un fondo empieza a mostrar rendimientos negativos o volátiles, un inversor profesional evaluaría objetivamente (normalmente) si es momento de salir. Pero alguien enamorado de ese fondo puede seguir invirtiendo o mantener su posición, confiando ciegamente en que el fondo se recuperará sin una base lógica que lo justifique.

Los **inversores que se aferran a un fondo** porque les ha dado buenos resultados durante un periodo específico pueden **correr el peligro de ignorar sus riesgos**. A menudo, este apego lleva a la sobreexposición en un solo activo o sector, lo que va en contra de una buena gestión del riesgo. Por eso la clave de un analista está en ver más allá de la parte cuantitativa, pero sin enamorarse, ni generar rechazos

irracionales. Idealmente, **puede suceder que te enamores** de un fondo, seas consciente de ello, pero lo analices quitándote esas gafas y veas que el enamoramiento tenía **una base muy real**.

En realidad, os hablo de todo esto porque nunca se habla de ello, y a mí me ha pasado. Recientemente con varios fondos, en concreto. Pero he tenido la enorme suerte de que, después de analizarlos, he visto que son fondos excelentes. Todo en su contexto, no son los mejores fondos de su categoría por histórico (aunque están muy bien posicionados), pero hacen lo que dicen y sirven para lo que se necesita. Esto ya es mucho en un fondo de inversión. Si resulta que son fondos de gestoras que tienen un buen servicio, dan la información rápida y clara cuando se solicita, las explicaciones son transparentes, no se han visto envueltos nunca en temas “escabrosos o raros”, y tienen una filosofía adecuada, son fondos perfectos.

Los dos últimos fondos con los que me ha sucedido esto son el **Vontobel Us Equity** y el **Tikehau Short Duration**. Son fondos que conozco desde hace mucho tiempo, pero que últimamente me han “enamorado” por varios motivos (curiosamente, muy similares).

Ya hemos hablado hace poco de estos fondos, pero ya que conversamos del enamoramiento, quería ponerle nombres y apellidos con dos ejemplos concretos. Además, he de añadir que son fondos que no están en la Cartera de fondos de Estrategias de Inversión.

El fondo de Estados Unidos de renta variable de **Vontobel** se distingue por tener una beta defensiva. Esto debería hacer que el fondo no recoja todas las subidas, como las de el último año y medio, pero caiga menos por su posicionamiento defensivo. En efecto, en el año 2022 cayó la mitad que su *peer group*. En torno al 15%, frente al 30%. Y me encanta que ahora no suba tanto como ellos, porque el fondo se mantiene fiel a su filosofía. Pero claro, si caes un 15%, tienes que subir un 17,65% para recuperar, cosa que ha hecho fácilmente el fondo de Vontobel. Pero si caes un 30%, has de subir un 42,86% para el *break even*. No es proporcional,

sino exponencial. Ahora bien, no se lo recomiendo a quien quiera estar en Estados Unidos tratando de recoger todas las subidas del S&P 500.

El fondo de renta fija a corto plazo de **Tikehau** tiene una duración de menos de un año y un sesgo a preservar capital. Desde luego, lo hace. Primer cuartil a 3, 5 y 10 años. El fondo cayó un 2,7% en el año 2022, frente al índice (Morningstar EZN Corp Bd, que es el que por defecto escoge Morningstar), que tuvo un rendimiento del -14,3%. Captura un 91% las subidas de mercado, pero solo un 57% de las caídas. A 3 años tiene una volatilidad 5 puntos menor a la del índice y un rendimiento superior en un 4%. Tiene un *Alpha* y un *sharpe ratio* positivos, frente a la categoría y al índice, que los tiene negativos... Y podríamos seguir. Es el fondo ideal para clientes conservadores y tenerlo como fondo de armario, nunca mejor dicho. Pero no lo recomendaría nunca a un joven con perfil tolerante con un horizonte de inversión muy amplio al que le guste mucho la renta variable. Es para quien es.

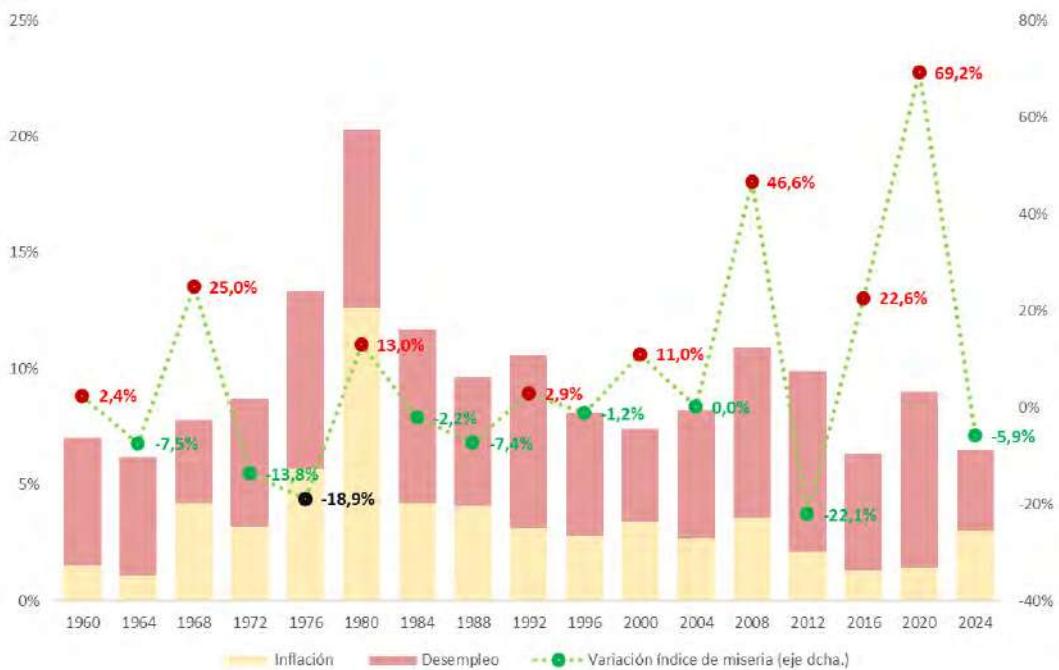
Para mí, este es el mundo ideal: un fondo del que te enamoras y, siendo consciente del sesgo equivocado, analizas el fondo y ves que es un producto muy bueno. Ahora bien, **mi consejo es tender a no enamorarse de ningún fondo** y así no corremos ese riesgo desde el principio. El análisis debe ser lo más racional posible, tanto en la parte cuantitativa (más fácil), como en la parte cualitativa (más complejo). Por tanto, **revisa si estás enamorado de algún fondo, busca si realmente hay un sesgo conductual en ese análisis y deshazte de él.** Y si resulta que el fondo es lo que querías tener en la cartera, estupendo. Si no, ármate de valor y deshazte de él.

## 43. El Índice de Miseria y las próximas elecciones en Estados Unidos: ¿se repetirá la historia?

Cuando pensamos en los factores que influyen en el **resultado de las elecciones** en Estados Unidos, rara vez consideramos la economía como una variable con un impacto tan directo y predecible. Sin embargo, el **índice de miseria** —una métrica que suma la inflación y el desempleo— ha demostrado ser sorprendentemente efectivo a lo largo de las últimas décadas para anticipar la dirección del voto popular. De hecho, **ha acertado en 15 de las últimas 16 elecciones**. Así que la pregunta es inevitable: ¿qué nos dice este índice sobre las elecciones que se avecinan?

El concepto de índice de miseria fue popularizado por el **economista Arthur Okun** en la década de los 70, en plena crisis económica causada por la estanflación. El índice pretende ser un termómetro de cómo percibe la ciudadanía la situación económica: una inflación elevada reduce el poder adquisitivo, y un desempleo alto aumenta la incertidumbre. Ambos son factores que afectan directamente al bolsillo de las personas. Y ya sabemos que cuando se toca el bolsillo, la gente se plantea el voto con otros ojos.

El gráfico que tienes delante nos da una idea de la variabilidad de este índice en Estados Unidos desde 1960. No es casualidad que el índice de miseria se haya utilizado como un indicador de descontento social, una especie de “pulso” de **cómo se siente el votante promedio** en relación con la situación económica.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

El índice de miseria no es un adivino infalible, pero ha tenido un sorprendente poder predictivo en los resultados electorales en Estados Unidos. La lógica detrás de esto es clara: cuando el índice está alto, el descontento económico se traduce en una presión sobre el gobierno en ejercicio, impulsando a los votantes a optar por un cambio de rumbo. En cambio, cuando el índice es bajo, los votantes tienden a premiar la continuidad.

Un ejemplo evidente fue el año 1980, cuando el índice alcanzó niveles récord y se produjo un cambio de liderazgo en la Casa Blanca. Ronald Reagan, con su promesa de "Morning in America", logró capitalizar el descontento que sentía la población hacia la administración de Jimmy Carter. De manera similar, en 1992, un elevado índice de miseria contribuyó al ascenso de Bill Clinton frente a George H. W. Bush, cuando el eslogan de campaña "It's the economy, stupid" capturó el sentir de los votantes.

Observando el gráfico, destaca el incremento del índice de miseria en 2020, cuando alcanzó un pico de 69,2%, impulsado por la crisis económica y sanitaria de la pandemia de COVID-19. Esta cifra alarmante fue un claro reflejo del

impacto de la crisis y generó un sentimiento de urgencia y cambio que favoreció a Joe Biden en su victoria contra Donald Trump. Sin embargo, **para el próximo ciclo electoral, el índice muestra una ligera reducción del 5,9%, lo cual podría interpretarse como una señal de estabilización.**

Este descenso podría jugar **en favor del actual gobierno** si los votantes perciben que la economía está en una senda de recuperación. No obstante, es importante señalar que no deja de ser un indicador económico. Y, por mucha tasa de acierto que haya tenido en el pasado, no contempla la polarización actual, los atentados fallidos contra Trump, el cambio de candidato en las filas demócratas... La experiencia nos ha enseñado que **el índice de miseria es un factor de peso, pero no el único**. Los votantes consideran muchos aspectos, desde la política exterior hasta la percepción de liderazgo. Aun así, el descontento económico sigue siendo un motor poderoso.

Con todo, la lección que nos deja el índice de miseria es clara: **los resultados electorales no dependen solo de campañas y discursos, sino de cómo la economía impacta en la vida cotidiana de los ciudadanos**. Así que mientras nos acercamos a la próxima elección en Estados Unidos, no perdamos de vista los números: si la historia se repite, el índice de miseria podría darnos una pista anticipada de hacia dónde se inclinará la balanza en las urnas.

#### 44. El atractivo de los bonos de alto rendimiento y la estrategia de Aegon High Yield Global Bond Fund

Los bonos de alto rendimiento, conocidos en el mercado como *high yield*, han ganado popularidad entre inversores que buscan ingresos elevados, dispuestos a aceptar un nivel de riesgo superior al de los bonos de grado de inversión. Emitidos por empresas con calificaciones crediticias más bajas, estos bonos **compensan el riesgo que representan con un rendimiento significativamente más alto**. Aunque suponen un riesgo mayor, los bonos *high yield* han demostrado históricamente su atractivo como fuente de rentabilidad y diversificación en una cartera equilibrada. A diferencia de otros activos de renta fija más convencionales, los bonos *high yield* **suelen presentar una menor sensibilidad a los cambios en los tipos de interés**, en parte debido a su menor duración y a la importancia de los cupones en su retorno y, en parte a la mayor relevancia del entorno macro y la salud de las compañías.

Estos bonos también ofrecen una **ventaja en términos de diversificación**. Con una **correlación baja respecto a otros activos**, como la renta fija de grado de inversión o las acciones, los bonos *high yield* pueden actuar como un **contrapeso dentro de una cartera**, ayudando a estabilizarla en momentos de alta volatilidad en los mercados de renta variable o de renta fija más segura. Este tipo de bonos ofrece una alternativa interesante para quienes quieren equilibrar la exposición al riesgo en mercados más volátiles (como el de ahora, quizás) y obtener un rendimiento atractivo.

Dentro de este panorama, el **Aegon High Yield Global Bond Fund** es una alternativa sobresaliente. Este fondo ha sido diseñado para maximizar los beneficios de los bonos *high yield* y gestionar los riesgos inherentes mediante una estrategia disciplinada y bien estructurada. A diferencia de otros fondos de su categoría, el Aegon High Yield Global Bond Fund ha conseguido mantener una posición en el **primer cuartil de rendimiento en muchos períodos**, concretamente, a 1 y 3 meses, YTD, 1, 3, 5, 10 y 15 años... Sí, has leído bien. A **todos los períodos, para entendernos rápido**. Y en algunos, su posición ha sido

la de número 1 -no sólo primer cuartil- gracias a una combinación de gestión activa y selección rigurosa de emisores de calidad. Esta consistencia en el rendimiento no es casualidad, sino el resultado de un enfoque meticuloso en la **selección de emisores, una diversificación geográfica y sectorial bien definida y un control estricto del riesgo crediticio de cada inversión.**

La estrategia del Aegon High Yield Global Bond Fund se centra en capturar el valor de los bonos *high yield* sin asumir todos los riesgos inherentes a esta clase de activos. Uno de los puntos fuertes del fondo es su capacidad para **limitar las pérdidas en los momentos de caídas de mercado**. Esto significa que, en periodos de alta volatilidad, el fondo ha demostrado capturar menos las caídas en comparación con otros fondos de la misma categoría, una ventaja que ofrece tranquilidad a sus inversores. De hecho, **la ratio de captura de caídas es de un 46%, frente a un 82% de su categoría y un 66% de su índice**. La gestión del fondo incluye una cuidadosa diversificación de emisores en múltiples sectores y regiones, lo cual ayuda a minimizar la exposición a riesgos específicos de sectores o regiones. Esto resulta especialmente valioso en un entorno económico global complejo, donde el riesgo puede estar concentrado en ciertos sectores o geografías. Es lógico que en términos de riesgo/rendimiento, su posición destaque.



Fuente: Carlos Arenas Laorga con datos de Morningstar Direct

Además, el enfoque global del fondo permite a los inversores beneficiarse de los rendimientos de emisores de **mercados desarrollados, como Estados Unidos y Europa, mientras exploran oportunidades adicionales en mercados emergentes**, donde los bonos *high yield* pueden ofrecer mayores retornos. Aegon ajusta activamente la composición de la cartera en función de los cambios en las condiciones económicas y en las perspectivas de los diferentes sectores, adaptándose de manera dinámica a las fluctuaciones del mercado y maximizando las oportunidades de rendimiento.

Un **aspecto fundamental** del Aegon High Yield Global Bond Fund es su capacidad para **generar ingresos sólidos a partir de los cupones** de los bonos en su cartera. Esta estructura permite a los inversores disfrutar de un flujo de ingresos constante. A diferencia de otros fondos que dependen de la apreciación de capital para sus retornos, el Aegon High Yield Global Bond Fund se centra en ofrecer ingresos regulares, lo que refuerza su atractivo como una fuente de estabilidad en momentos de incertidumbre. Los cupones, como parte clave de este fondo, también contribuyen a disminuir la sensibilidad de la inversión frente a las fluctuaciones de los tipos de interés, brindando una mayor seguridad en un entorno de mercado que aún puede verse influido por cambios en la política monetaria.

**Aegon High Yield Global Bond Fund** es mucho más que un simple fondo de renta fija en el universo de bonos *high yield*. Su diseño permite maximizar ingresos, diversificar el riesgo y ofrecer una rentabilidad constante a largo plazo, haciendo que el fondo destaque dentro de su categoría. De hecho, no me resisto a ponerte esta tabla...

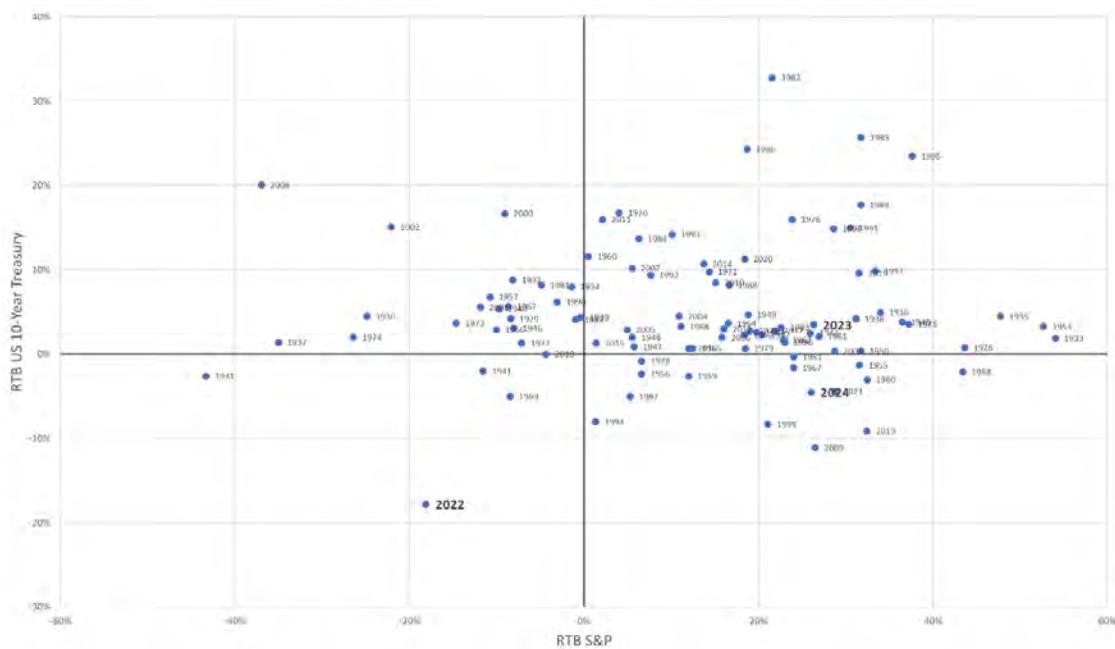
Año	Fondo	Categoría	Índice
2014	4,86%	-0,97%	0,38%
2015	-0,73%	-5,02%	-5,18%
2016	9,51%	10,99%	14,49%
2017	6,39%	7,26%	9,79%
2018	-0,49%	-3,69%	-3,56%
2019	15,40%	12,29%	13,52%
2020	6,41%	5,19%	8,03%
2021	6,08%	2,50%	3,09%
2022	-7,72%	-11,34%	-12,57%
2023	14,73%	11,48%	14,34%
YTD	9,25%	6,68%	7,08%

Fuente: Carlos Arenas Laorga con datos de Morningstar Direct

## 45. La Cartera 60/40: de vuelta para aprovechar la rentabilidad en renta variable y renta fija

Durante años, la **Cartera 60/40** ha sido un pilar en las estrategias de inversión, combinando un 60% de renta variable (generalmente S&P 500) y un 40% de renta fija (el *Treasury* estadounidense a 10 años). Esta combinación ofrece una estructura diversificada y, a menudo, descorrelacionada, permitiendo que, cuando uno de los activos baja, el otro amortigüe el golpe, como ocurrió en 2008, cuando la renta fija actuó como sostén ante una caída de la renta variable del 37%, manteniendo la cartera con una pérdida del -14,2%.

Sin embargo, en los últimos años, algunos se han preguntado si esta estrategia había perdido su efectividad. La correlación entre renta variable y renta fija se volvió más inestable, haciendo que, en algunos períodos, la cartera no ofreciera el equilibrio esperado. Pero ahora, en 2024, vemos señales de que la Cartera 60/40 está recuperando su capacidad de diversificación, lo que abre una ventana para aprovechar el buen rendimiento de ambos tipos de activos.

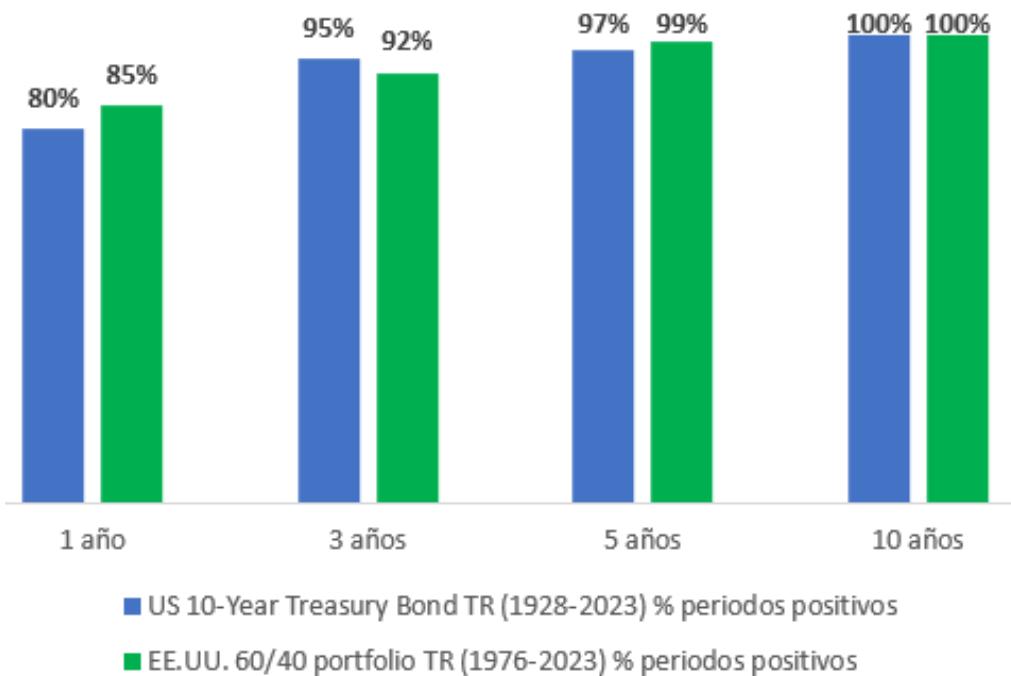


Fuente: Carlos Arenas Laorga

¿Por qué la Cartera 60/40 vuelve a brillar?

1. **Mejora en la rentabilidad de la renta variable:** históricamente, el S&P 500 ha tenido periodos positivos en el 75% de los casos a un año vista, mientras que la Cartera 60/40 tiene un porcentaje incluso superior (92% a 3 años). Este año, el S&P 500 está mostrando un buen rendimiento, impulsado por un crecimiento moderado y una inflación controlada. Con la perspectiva de tipos de interés estables, es probable que el mercado accionario continúe mostrando resultados sólidos.
2. **Renta fija más atractiva:** tras una serie de subidas de tipos de interés, los bonos del Tesoro han alcanzado rentabilidades que no veíamos en años. Aunque en 2022 la correlación fue elevada y a la baja (lo que afectó negativamente a la Cartera 60/40), el escenario actual es diferente. Este año, la renta fija está ayudando a equilibrar la cartera, mostrando un desempeño menos volátil y ofreciendo una cobertura en caso de fluctuaciones en la renta variable. Además, la expectativa de bajadas de tipos a corto y medio plazo podría aumentar aún más el valor de la renta fija, ofreciendo una doble ventaja.

La clave del éxito de la Cartera 60/40 reside en su capacidad para descorrelacionar activos. En 2024, los factores actuales están alineados para que esta estrategia recupere su potencial. Con el S&P 500 aportando rentabilidad y los bonos manteniendo su valor, la cartera ofrece la seguridad de una estructura diversificada que responde bien tanto a las subidas en la renta variable como a la estabilidad en la renta fija (de hecho, a 5 años, los períodos de rentabilidad positiva son incluso mayores que los de la renta fija, y con mucha más rentabilidad).

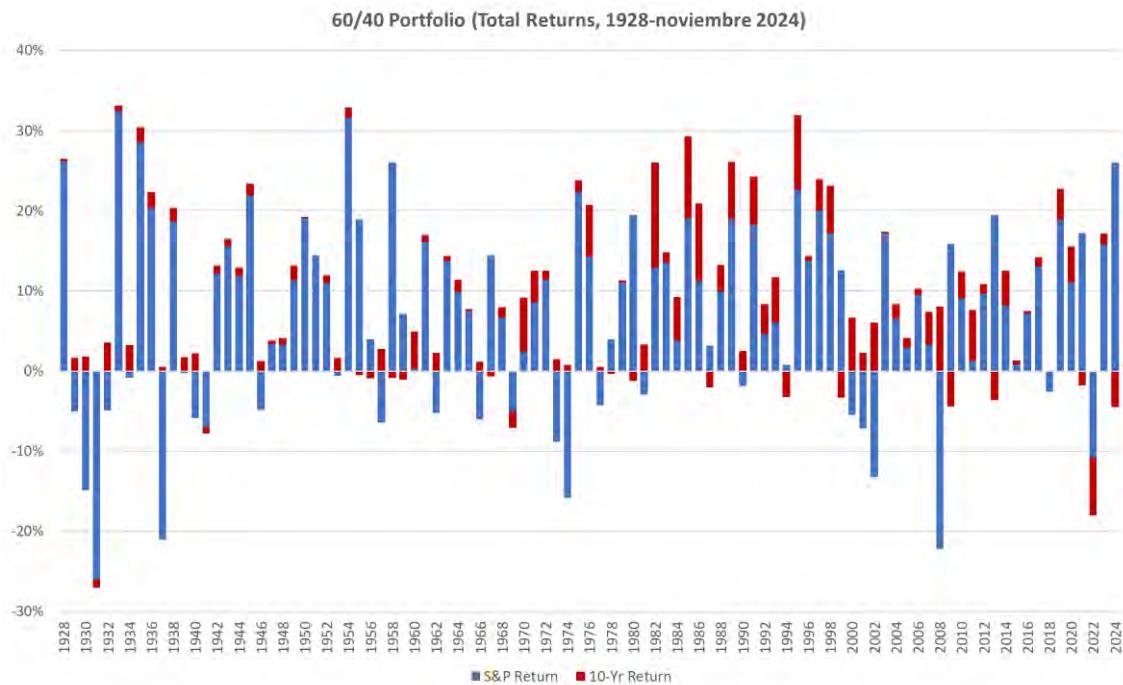


Fuente: Carlos Arenas Laorga

La ventaja de esta cartera no solo está en los números. La **Cartera 60/40** proporciona una exposición equilibrada al crecimiento económico sin asumir los niveles de riesgo asociados con una cartera exclusivamente de renta variable. Con el crecimiento moderado y una inflación controlada, la combinación de estos dos tipos de activos ofrece una rentabilidad atractiva en el corto y medio plazo.

Este año, la Cartera 60/40 se encuentra en un punto óptimo para aquellos inversores que buscan un equilibrio entre seguridad y crecimiento. Si bien ningún tipo de inversión es completamente seguro, la historia muestra que la Cartera 60/40 ha proporcionado rentabilidades. Para perfiles de riesgo moderado, esta combinación puede ser una opción ideal para aprovechar las buenas rentabilidades tanto en renta variable como en renta fija. Estamos viendo buenas rentabilidades en renta variable y en renta fija. En la renta fija a largo plazo como los *treasuries*, es cierto que octubre ha sido un mes tremadamente malo. Es decir, en el peor de los casos, esta cartera diversificada nos puede traer descorrelación (bienvenida sea). Por el contrario, en el mejor de los casos, podemos ver una correlación positiva entre estos dos tipos de activos.

La **Cartera 60/40** parece estar de vuelta en su mejor forma, lista para ofrecer estabilidad y rentabilidad en un contexto de tipos de interés a la baja y moderación en la inflación. Su estructura diversificada permite captar oportunidades tanto en la renta variable como en la renta fija, ofreciendo una estrategia eficaz para inversores que desean beneficiarse de ambas clases de activos sin exponerse a una volatilidad excesiva.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

Uno de los mejores modos de aprovechar esta combinación es a través de los fondos *ODDO BHF Polaris*. El sueño de toda persona que no quiere una cartera de gestión discrecional es esta gama de Oddo, que cuenta con cuatro perfiles: Moderado, Balanceado, Dinámico y Flexible. Cada inversor puede escoger qué perfil se adapta al suyo y acceder a un sustituto de cartera gestionada con esta gama. No vamos a hacer un análisis de estos fondos. Se resume en aprovechar estos momentos de mercado con unos fondos mixtos a elegir según perfil. Dejamos que sea el curioso lector quien se anime a ver cada uno de estos fondos de Oddo. La oportunidad es clara.

## 46. Trump y el Black Friday

Es un hecho: Donald Trump está de vuelta. Y su retorno al Despacho Oval promete reconfigurar el tablero político y económico global. Con su conocida predilección por el proteccionismo y un estilo poco convencional, Europa tendrá que adaptarse rápidamente. ¿Estamos ante un terremoto o una oportunidad?

### Dependencia comercial: menos drama del que parece

El 26% de los ingresos de las grandes empresas europeas viene de Estados Unidos. Suena preocupante, ¿verdad? Pero hay que hacer números con calma. Ese porcentaje incluye actividades que no dependen directamente de exportaciones, como infraestructuras y servicios generados en suelo norteamericano. Si eliminamos estos componentes, el impacto real de las exportaciones europeas al mercado estadounidense se reduce a un 6%. Un dato mucho menos alarmante.

Para las pequeñas empresas, la situación es incluso menos preocupante. Aunque parece que un 12% de sus ingresos depende de Estados Unidos, el porcentaje ajustado cae por debajo del 3%. ¿Conclusión? Aunque Trump se ponga más proteccionista que nunca, las pequeñas y medianas empresas europeas no se verán tan afectadas como podría parecer a primera vista.

Eso sí, hay efectos indirectos que no podemos ignorar. Si Trump intensifica sus políticas de *America First*, el aumento de los aranceles o la incertidumbre comercial podría dañar la confianza empresarial en Europa. Por eso, diversificar mercados será clave para reducir riesgos, especialmente fortaleciendo relaciones con Asia y Latinoamérica.

### Valoraciones europeas: rebajas de Black Friday todo el año

Si algo está claro en los mercados es que Europa es ahora mismo el paraíso de las oportunidades. Las acciones europeas están un 40% más baratas que las estadounidenses, según el índice MSCI Europe frente al S&P 500. Una diferencia que hace que nuestras empresas parezcan una ganga al lado de las valoraciones de Wall Street.

¿Por qué este descuento permanente? En gran medida, por las incertidumbres que han marcado los últimos años: la guerra en Ucrania, una crisis energética histórica y un crecimiento económico más modesto que el de Estados Unidos. Por otro lado, las tecnológicas americanas han crecido a unos ritmos espectaculares. Así, esta infravaloración es también una oportunidad.

Sectores como el financiero, el industrial y el energético tienen todas las papeletas para liderar este *rally*.

### **La guerra en Ucrania: una salida inesperada para Europa**

Uno de los aspectos más polémicos del regreso de Trump será su enfoque hacia Ucrania. Ha dejado claro que no está dispuesto a seguir financiando el conflicto en los mismos términos que hasta ahora. Esta postura podría tensar las relaciones con la OTAN, pero también abre una puerta a la desescalada.

Para Europa, esto supondría un alivio económico considerable. La guerra ha tenido un coste enorme, especialmente en los precios de la energía. Si se reducen las hostilidades, los mercados podrían estabilizarse y los costes energéticos caerían, dando un respiro a las economías más dependientes del gas, como Alemania o Italia.

### **Energía: Europa podría salir ganando**

Si algo marcó el primer mandato de Trump fue su enfoque en la independencia energética de Estados Unidos. Esto podría beneficiar indirectamente a Europa. Con menos demanda estadounidense de gas natural licuado (GNL), Europa tendría acceso a mejores precios en los mercados internacionales, aliviando las presiones que han golpeado duramente a sus economías.

Además, una mayor estabilidad en Ucrania podría desbloquear rutas comerciales y mejorar el acceso a recursos estratégicos. Sin embargo, Europa no puede permitirse el lujo de relajarse.

### **Políticas inflacionistas de Trump: ¿un motor para la economía europea?**

Si algo caracteriza las políticas económicas de Donald Trump es su tendencia a fomentar el crecimiento interno a cualquier coste, incluso a expensas de la inflación. Durante su primer mandato, impulsó estímulos fiscales masivos, recortes de impuestos y aranceles que terminaron por aumentar los precios en Estados Unidos. Si repite esta estrategia, podríamos ver una inflación persistente al otro lado del Atlántico, lo que obligaría a la Reserva Federal a mantener una política monetaria más restrictiva, mientras que Europa podría moverse en la dirección opuesta.

¿Qué significa esto para Europa? Una Fed que no baja tipos tanto como esperaba el mercado podría llevar al Banco Central Europeo (BCE) a ser más agresivo en sus propias bajadas. ¿Por qué? Porque un diferencial mayor entre los tipos de interés de Estados Unidos y Europa depreciaría aún más al euro frente al dólar, lo que beneficiaría las exportaciones europeas y proporcionaría un impulso adicional al crecimiento económico en la región.

Por otro lado, unas condiciones financieras más laxas en Europa también beneficiarían a los sectores más endeudados, como el inmobiliario y el industrial, que se han visto presionados por los altos costes de financiación en los últimos años. Las empresas tendrían más incentivos para invertir, y los gobiernos podrían aprovechar los tipos bajos para impulsar proyectos de infraestructura clave, revitalizando la economía en su conjunto.

### **El resumen del partido: más ruido que nueces, pero con oportunidades**

¿Será el regreso de Trump un problema para Europa? Depende de cómo se jueguen las cartas. Su política proteccionista y su posible giro en Ucrania plantean riesgos, pero también abren oportunidades únicas. Las valoraciones en Europa son atractivas, la posibilidad de una desescalada en Ucrania podría desbloquear un crecimiento significativo, y los sectores clave tienen todo para destacar.

Europa tiene una buena mano, pero necesita jugarla con astucia. Aprovechar las oportunidades y minimizar los riesgos dependerá de la capacidad de los líderes europeos para adaptarse y tomar decisiones estratégicas. Como en toda buena

película de acción, lo importante no es el ruido de las explosiones, sino cómo se manejan después los rescoldos.

## 47. ¿Otro mercado alcista más?

Desde 1921, la historia de los mercados nos dice que los períodos alcistas tienen una duración promedio de cinco años, con una rentabilidad acumulada del 200%. Y aquí estamos, en 2024, viviendo lo que algunos llamarían “el mercado alcista más temido”. Empezó en octubre de 2022, pero ¿realmente hay algo extraordinario en ello? Si echamos un vistazo a los datos, la respuesta es que no hay nada fuera de lo común. Ni en duración ni en rentabilidad. Pero claro, ¿quién deja que los datos estropeen una buena narrativa?

Vamos a entrar en materia con algo de contexto histórico. Los mercados alcistas siempre han tenido su cuota de escepticismo, de analistas apocalípticos anunciando que “esto no puede durar” o que “ya estamos sobrevalorados”. Ahora bien, si analizamos con calma los datos de este ciclo, resulta que no estamos ni cerca en las medias, y mucho menos de los extremos históricos. La duración está en pañales si se compara con los grandes mercados alcistas del siglo XX. Y en términos de rentabilidad acumulada, ni de lejos rozamos el 200% promedio. Entonces, ¿por qué tanto drama?



Fuente: Carlos Arenas Laorga

## Lecciones del pasado: historia, pero sin bola de cristal

Antes de que alguien empiece a clamar que esto es una burbuja, revisemos qué pasa tras mercados similares. En períodos históricos donde la volatilidad disminuye drásticamente, como ocurrió en 2023 con una caída histórica del índice VIX, los mercados han mostrado rendimientos positivos en el 100% de los casos un año después. Y no, no es un error de cálculo. Esa es la media: un 14,3% de rentabilidad posterior. Eso sí, el futuro sigue siendo un misterio, pero la historia tiene una manera irónica de repetirse.

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 períodos)					0,9%	2,8%	5,7%	11,9%	24,8%	39,7%	56,2%	73,8%

Fuente: Carlos Arenas Laorga

Una de las críticas recurrentes al mercado actual es que las valoraciones están fuera de control. El PER del S&P 500 es elevado, cierto, pero cuando eliminas a las gigantes tecnológicas (esas 7 Magníficas que todos conocemos), el PER cae a niveles mucho más razonables. ¿Conclusión? No estamos en un escenario apocalíptico, aunque tampoco en un paraíso de gangas. Como siempre, la clave es la diversificación.

Hablando de las gigantes tecnológicas, no hay que olvidar que han sido responsables de una buena parte de la recuperación del mercado. Pero cuidado con las conclusiones rápidas: que estas compañías lideren no implica que el resto

del mercado esté estancado. Solo significa que, en épocas de incertidumbre, el capital tiende a buscar refugio en nombres conocidos.

Mirando hacia adelante, todo parece indicar que todavía hay margen para crecer. Históricamente, los mercados alcistas no mueren de “vejez”. Mueren de susto: ya sea por una crisis geopolítica, una recesión imprevista o una política monetaria mal calculada. En este sentido, con bancos centrales moviéndose de manera más prudente y la inflación bajo cierto control, el panorama no pinta tan mal como muchos quisieran creer.

Eso sí, no nos engañemos: este mercado tiene sus riesgos. Desde las tensiones en Oriente Medio o Ucrania, hasta la siempre incierta política de tipos de interés de la Fed. Pero si algo hemos aprendido es que las estrategias a largo plazo suelen salir mejor paradas que intentar predecir cada movimiento a corto plazo.

Entonces, ¿estamos en la cima de una montaña o apenas en la base? Bueno, depende de a quién pregunes. Los optimistas dirán que el mercado tiene mucho por recorrer, mientras que los pesimistas insistirán en que la caída está a la vuelta de la esquina. Y mientras ambos lados discuten, el mercado seguirá su curso, imperturbable. Quizá lo mejor que podemos hacer es no dejarnos llevar por el ruido y enfocarnos en los datos, en la historia y, por supuesto, en una buena estrategia de diversificación. Porque, al final, el mercado no se preocupa por nuestras opiniones, pero nosotros sí deberíamos preocuparnos por no perder la perspectiva. Y eso, querido lector, es lo que realmente importa.

## 48. Planes de pensiones: más cambios que tópicos

Hablar de planes de pensiones es como hablar del primo raro de los fondos de inversión. Nadie los entiende del todo, pero tienen algo que decir. Durante años, se les ha colgado la etiqueta de ser caros, poco rentables y, sobre todo, de estar diseñados para beneficio del banco, no del cliente. Cosa que no es cierta, por otro lado. Además, las cosas están cambiando para mejor. No es que ahora sean el Ferrari del ahorro, pero tampoco son un coche oxidado que nadie quiere conducir.

Empecemos por lo que más duele: la fiscalidad. Hace no tanto, los planes de pensiones eran el niño mimado del ahorro a largo plazo. Con hasta 8.000 euros deducibles en el IRPF, eran el sueño de cualquiera con ingresos medios o altos. Pero las reglas del juego cambiaron, y ahora ese límite se ha desplomado hasta unos modestos 1.500 euros anuales. ¿Qué significa esto? Que para los grandes ahorradores, los planes individuales han perdido parte de su atractivo. Pero ¡sorpresa!, los planes de empleo colectivos han emergido como una alternativa interesante, con aportaciones máximas de hasta 10.000 euros al año. La idea parece clara: dejar de lado al ahorrador individual y poner el foco en el ámbito laboral. Aunque, siendo sinceros, no todos los sectores tienen la estructura para aprovecharlo.

Otro mito que los planes de pensiones están empezando a desmontar es el de sus comisiones desorbitadas. Aquí las leyes han sido claras y restrictivas. Mientras que un fondo de inversión puede cobrar hasta un 2,25% en comisiones de gestión, los planes de pensiones están limitados al 1,5% para renta variable, y aún menos para otras categorías: 0,85% en renta fija y un simbólico 0,2% en planes garantizados. Este techo legal ha hecho que las gestoras se ajusten el cinturón. Y con la llegada de planes indexados y de gestoras boutique, que apuestan por tarifas aún más bajas, la competencia está subiendo el nivel. Para el ahorrador, esto se traduce en una mayor transparencia y en que el dinero que aporta tiene más probabilidades de crecer, en lugar de quedarse atrapado en comisiones.

Otro de los grandes debates es si los planes de pensiones son rentables. Y la respuesta, como siempre, depende. No es que el producto sea mágico o fallido per se, sino que todo recae en la calidad de la gestión. Según datos recientes de Inverco, en la última década, los planes de pensiones han tenido una rentabilidad media del 3% anual, frente al 1,8% de los fondos de inversión. No está nada mal. Ojo, estamos hablando de promedios, teniendo en cuenta que, gran parte de estos activos son de renta fija y muy conservadores. ¿Esto significa que los planes son mejores? No exactamente. Todo depende de lo que haya “dentro del recipiente”. Por ejemplo, los planes indexados, que replican índices de mercado con costes mínimos, están demostrando ser opciones muy competitivas. Así que, como con el vino, la clave está en elegir bien.

Hace no tanto, los planes de pensiones estaban prácticamente monopolizados por los grandes bancos. Eran un producto anclado a las hipotecas, con poco margen para la competencia y aún menos para la innovación. Pero eso ha cambiado. Las gestoras independientes y los “neobancos” están democratizando el mercado, ofreciendo productos más atractivos y accesibles. Esto no solo beneficia al ahorrador, que ahora tiene más opciones donde elegir, sino que también obliga a los actores tradicionales a ponerse las pilas. Al final, el resultado es un mercado más dinámico y competitivo.

Es cierto que los planes de pensiones han perdido parte de su atractivo fiscal y siguen cargando con la herencia de años de mala fama. Pero también es cierto que están evolucionando. Entre límites claros a las comisiones, una oferta más variada y gestoras que apuestan por la rentabilidad real, el panorama es mucho más interesante que hace una década.

Así que la próxima vez que alguien diga que los planes de pensiones no valen la pena, quizá sea hora de corregirle. No son perfectos, pero con un poco de atención y algo de criterio, pueden ser una pieza útil en el puzzle de tu estrategia de ahorro. Y quién sabe, tal vez hasta les cojas el gusto.

## 49. Planes de pensiones y fondos de inversión: ¿aliados o rivales?

Cuando hablamos de ahorro a largo plazo, los planes de pensiones y los fondos de inversión parecen entrar en una pelea constante por ver cuál es el producto más adecuado. Sin embargo, lejos de ser enemigos, pueden ser aliados estratégicos si sabemos utilizarlos correctamente.

En un artículo anterior ya hablamos de los planes de pensiones, pero vamos a repasar. Un plan de pensiones es un producto de ahorro diseñado específicamente para la jubilación. La idea es que vayas aportando dinero poco a poco durante tu vida laboral y lo rescates cuando te retires, ya sea de golpe, en pagos periódicos o una combinación de ambos. El gobierno te da incentivos fiscales (pocos) para ahorrar en ellos, pero hay una pega: no puedes tocar el dinero hasta que te jubiles (o en situaciones especiales, como paro de larga duración o enfermedad grave). Por otro lado, los fondos de inversión son más flexibles y hay una variedad mucho mayor. La ventaja es que puedes entrar y salir casi cuando quieras, pero no tienen los mismos beneficios fiscales que los planes de pensiones.

### ¿Y los fondos de inversión? ¿Son mejores?

Depende. Si necesitas flexibilidad, los fondos de inversión son como ese amigo que siempre está disponible para un café rápido. Puedes entrar y salir cuando quieras, y si decides cambiar de fondo, no pagas impuestos por ello, siempre y cuando traspases tu inversión a otro fondo. Además, los fondos de inversión ofrecen una variedad impresionante. ¿Quieres invertir en tecnología? Hay un fondo para eso. ¿Prefieres bonos del gobierno? También hay uno. ¿Te gustaría poner dinero en mercados emergentes? Claro que sí. La clave está en elegir el fondo que mejor se adapte a tus objetivos y tolerancia al riesgo.

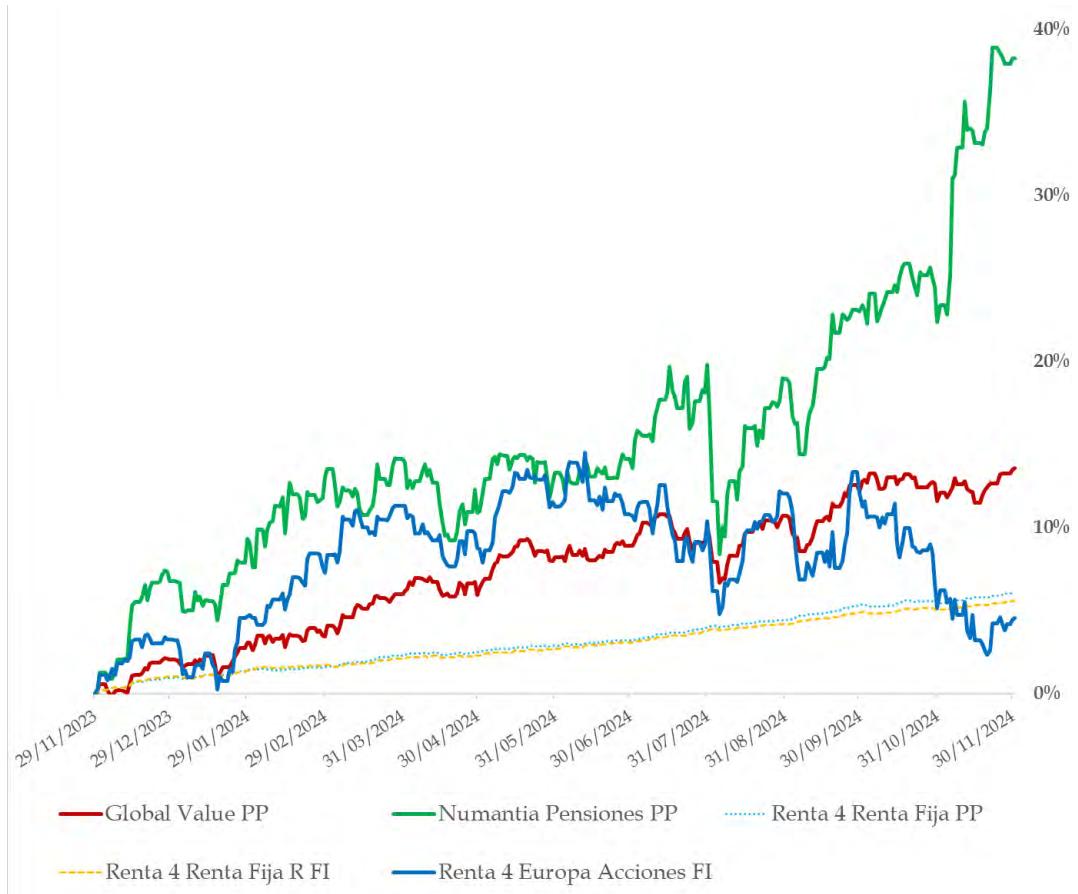
Para que quede más claro, echemos un vistazo a algunos productos específicos:

Nombre	Tipo de activo	Rtb 1 año	Rtb anualiz 3 años	Volatilid (3 años)	Sharpe (3 años)	Comisión Gestión
Global Value PP	PP Mixtos Global Agresivos	13,36%	4,50%	7,99	0,24	0,95%
Numantia Pensiones PP	PP Mixtos Europa Moderados	38,98%	9,52%	19,24	0,25	1,25%
Renta 4 Renta Fija PP	PP RF Europa	6,19%	1,00%	1,68	-0,39	0,85%
Renta 4 Renta Fija, FI	RF Diversificada C/P	5,67%	0,93%	1,82	-0,35	0,60%
Renta 4 Europa Acciones, FI	RV Europa	4,70%	-0,03%	15,78	-0,08	1,35%

Fuente: Carlos Arenas Laorga con datos de Morningstar Direct

¿Ves? De la gestora Renta 4 hay planes de pensiones que son bastante mejor que fondos de inversión...

Si estás pensando en la jubilación y puedes permitirte "olvidarte" del dinero por unos años, los planes de pensiones son una opción. Te beneficias de la deducción fiscal ahora y creas una red de seguridad para el futuro. Por otro lado, si necesitas flexibilidad o quieres invertir para objetivos más cercanos, los fondos de inversión pueden ser la respuesta. La clave está en definir tus metas financieras y tu tolerancia al riesgo antes de decidir. Pero recuerda que no tienes que elegir solo uno. Una estrategia inteligente podría ser usar un plan de pensiones para ahorrar para la jubilación y complementarlo con fondos de inversión para metas más inmediatas o diversificar aún más tus activos. Por ejemplo, podrías poner una parte de tu ahorro en el Numantia Pensiones PP para aprovechar sus rentabilidades y el beneficio fiscal, y al mismo tiempo invertir en un fondo como el Renta 4 Europa Acciones, FI para tener algo de exposición a la renta variable europea. Y como ves, los planes de pensiones no necesariamente son peores en rentabilidad... Ni mucho menos.



Fuente: Carlos Arenas Laorga con datos de Morningstar Direct

No se trata de elegir un producto perfecto (porque no existe), sino de construir una estrategia que funcione para ti. Los planes de pensiones han evolucionado mucho y ya no son los productos caros y opacos de hace unas décadas. El truco está en conocerte a ti mismo: tus objetivos, tu horizonte temporal y tu tolerancia al riesgo. Una vez tengas eso claro, puedes combinar ambos productos para aprovechar lo mejor de los dos mundos.

¿Quién dice que la planificación financiera tiene que ser aburrida? Con un poco de información y algo de disciplina, puedes construir una estrategia sólida que te permita disfrutar del presente mientras cuidas de tu futuro. ¡Es hora de tomar el control!

## 50. Informe de perspectivas de inversión 2025 de Estrategias de Inversión

El año 2025 se perfila como un periodo de retos y oportunidades para los inversores, marcado por los resultados electorales de este 2024 y el complejo panorama geopolítico. La moderación de la inflación y el inicio de un ciclo de relajación monetaria también configuran un entorno de posibles oportunidades. Las disruptciones tecnológicas son otro factor para tener en cuenta en la economía global que estará marcada, en buena medida, por las políticas de Trump y la posible desglobalización comercial.



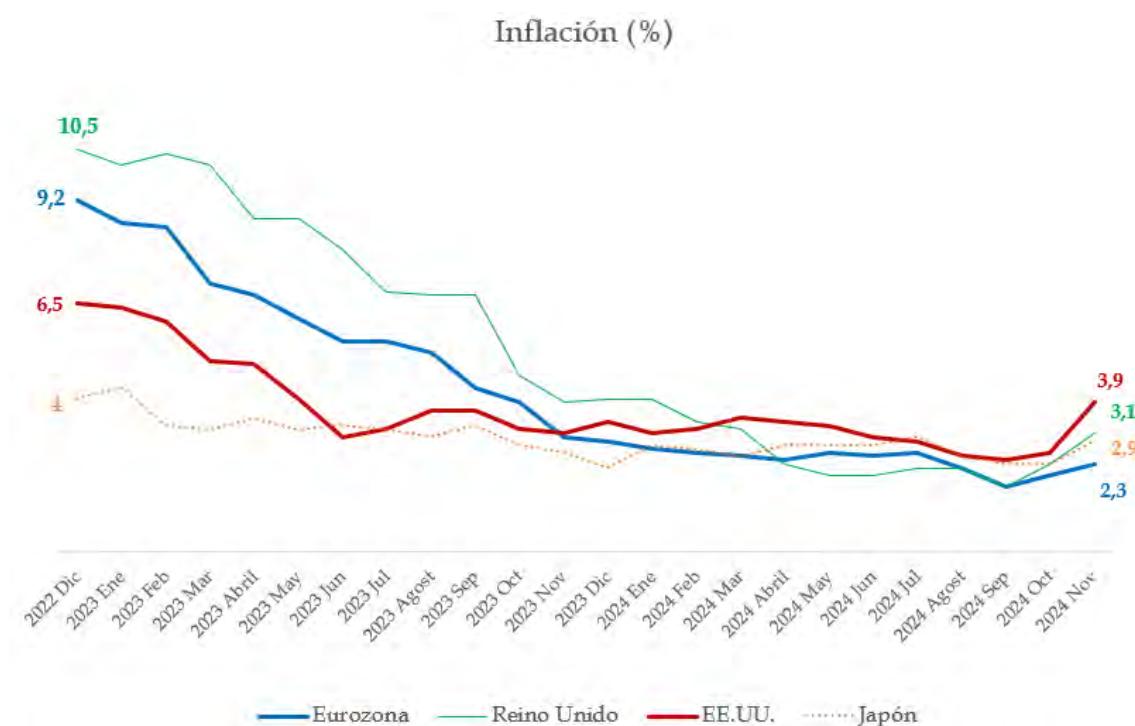
Fuente: Carlos Arenas Laorga con datos del FMI

### 1. Estados Unidos

Estados Unidos sigue demostrando una gran resistencia macroeconómica, consolidándose como el principal motor del crecimiento global. Quedan lejos los ecos de la recesión y del aterrizaje suave, que se han tornado en una mayor probabilidad de reflación. Las políticas fiscales expansivas impulsadas por la administración de Donald Trump, como recortes de impuestos y programas de infraestructura, van a ser determinantes para sostener el dinamismo económico.

Sin embargo, estas medidas también incrementan los riesgos inflacionarios y los desafíos fiscales, como el aumento de los déficits públicos y la posible volatilidad en los mercados financieros.

La inflación, tras alcanzar un pico del 9% en 2022, se ha moderado hasta entornos del 3% a finales de 2024, gracias a la política monetaria restrictiva de la Reserva Federal. Para 2025, se espera que la Fed adopte una postura menos agresiva, con recortes graduales de tipos de interés, favoreciendo la estabilidad económica y los mercados de renta fija. No obstante, el cambio al frente de la Fed y el efecto de las políticas de Trump determinarán qué senda tomará la Reserva Federal en los próximos trimestres. De hecho, no pocas voces sostienen que las políticas arancelarias de Donald Trump no van a resultar tan inflacionistas por la elasticidad de la demanda en los productos gravados. Si a esto le añadimos un departamento de eficiencia gubernamental que sea capaz de reducir el déficit, un estímulo por la bajada impositiva y una menor tasa de crecimiento de la oferta monetaria, podríamos ver un mayor control de la inflación unido a un dinamismo económico con un mayor PIB potencial. De hecho, la liquidez se ha reducido, como lo muestra la caída de la ratio M2/PIB.



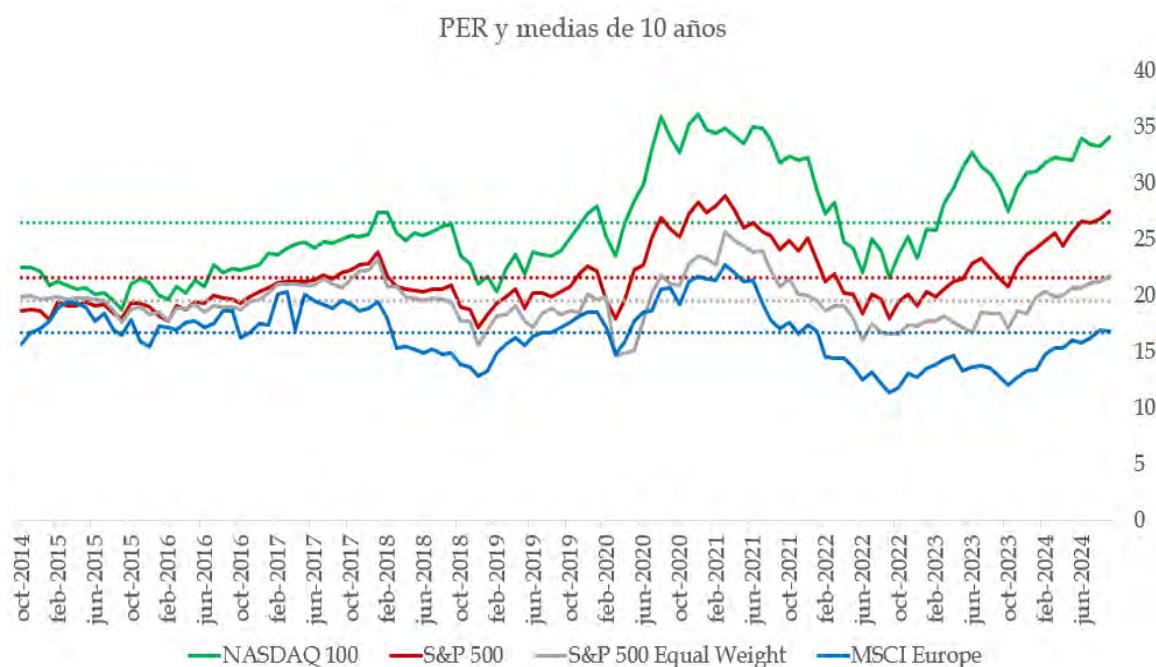
Fuente: Carlos Arenas Laorga

Asimismo, el mercado laboral se mantiene sólido, impulsando el consumo interno, con datos que no hacen alarma a los mercados.

## Renta variable

Las acciones estadounidenses continúan atrayendo inversores gracias a los beneficios empresariales sólidos y un entorno fiscal favorable. Destacan especialmente las pequeñas y medianas empresas vinculadas al consumo interno y a sectores tecnológicos emergentes, como la inteligencia artificial. Es en estas pequeñas y medianas compañías en donde vemos un mayor potencial.

Las grandes compañías estadounidenses que lideran el índice americano tienen unas valoraciones muy exigentes. Y, si bien pueden tener recorrido, nos decantamos por otras muchas que cotizan a PERes mucho más razonables (véase S&P 500 Equal Weight, por ejemplo). Aunque seguimos viendo oportunidades en el S&P 500 o el Nasdaq 100, analizar compañías con menor peso relativo en estos índices, así como otras empresas de menor capitalización como las del Russell 2000, será clave en el 2025.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

## Renta fija

Los bonos del Tesoro se consolidan como una herramienta esencial para la diversificación, ofreciendo rendimientos reales positivos. Los bonos corporativos *investment-grade* también presentan oportunidades atractivas en un entorno de tipos a la baja y potencial de crecimiento elevado en las compañías. Los vencimientos próximos de los bonos corporativos van a facilitar que se emitan nuevos títulos y poder tener un elenco de oportunidades muy amplio.

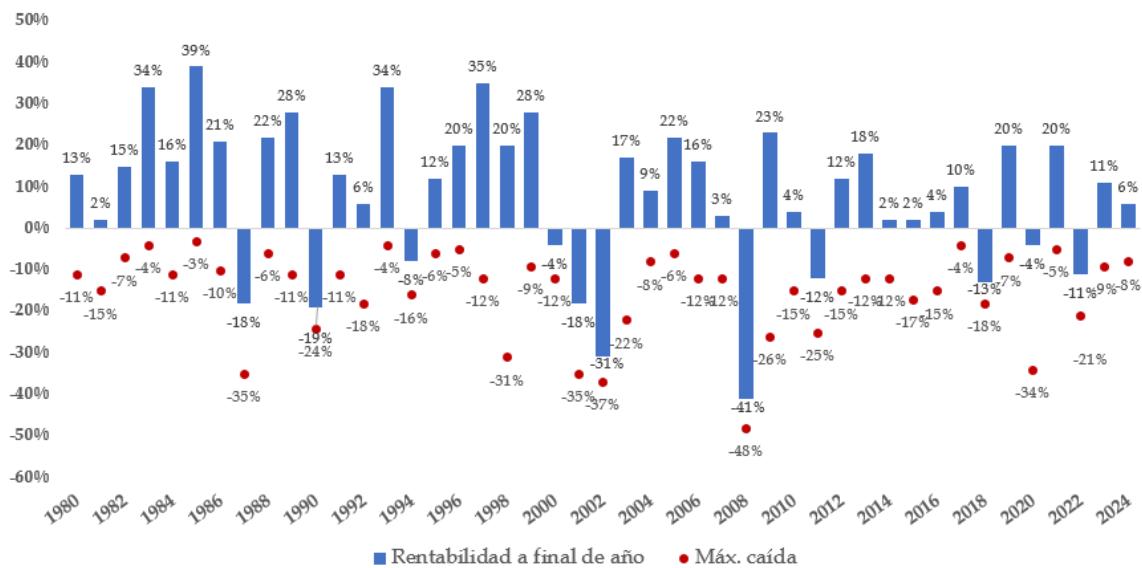
No vemos la necesidad de asumir riesgos de elevadas duraciones, sino que vemos potencial en las estrategias de curva que sean flexibles.

## 2. Europa

Europa tiene muchos retos estructurales de gran calado, incluyendo un crecimiento económico modesto y desequilibrios fiscales en países como Francia. Sin embargo, la región también se beneficia de políticas monetarias muy acomodaticias por parte del Banco Central Europeo (BCE), que prevé recortes adicionales de tipos en 2025 para estimular la actividad económica. Al contrario que en Estados Unidos, estas bajadas no corresponden a un control de la inflación, ya que es más moderada, sino a evitar que el crecimiento siga estancado. Esto no deja de ser preocupante cuando el mandato del BCE no es el crecimiento económico, sino el control de la inflación.

Por otro lado, Alemania, tradicional motor de la economía europea, atraviesa una transformación estructural debido a su dependencia energética y su modelo basado en exportaciones. Francia, otro motor tradicional de la economía europea, añade al riesgo político y de crecimiento alemán, tensiones fiscales que podrían limitar su capacidad de inversión.

### Rentabilidad y máxima caída anual MCSI Europe



Fuente: Carlos Arenas Laorga

### Renta variable

Las valoraciones de las acciones europeas siguen siendo atractivas, especialmente en sectores ligados a la transición energética y las tecnologías limpias. La renta variable de pequeñas y medianas empresas también ofrece oportunidades interesantes debido a sus bajas valoraciones. El MSCI Europe cotiza con un descuento del 40% frente al S&P 500. En parte, por buenas razones, pero no deja de ser una oportunidad, teniendo en cuenta las políticas conciliadoras de la administración Trump, que podría llegar a un acuerdo para terminar con el conflicto en Ucrania. Esto podría ser un catalizador de crecimiento esencial para la estancada economía europea.

Además, Estados Unidos cuenta con un arma adicional para controlar la inflación. Nos referimos al precio del petróleo. Como mayor productor mundial y el anuncio de incrementar los barriles diarios, esta reducción de precios en la energía, además de traducirse en un control adicional de la inflación en Estados Unidos, sería enormemente beneficioso para la industria europea, que podría recobrar cierta competitividad perdida desde el comienzo de la guerra de Rusia y Ucrania.

## Renta fija

Los bonos soberanos periféricos, como los de España e Italia, ofrecen perfiles de riesgo-rentabilidad atractivos gracias, en parte, al respaldo del BCE. Además, los bonos corporativos *investment-grade* europeos representan una oportunidad clave en el contexto de relajación monetaria.

Al igual que en la economía americana, vemos volatilidad en los mercados de renta fija, por lo que nos decantaríamos por estrategias flexibles y sin asumir demasiados riesgos. De hecho, los fondos de control de beta como los retornos absolutos en renta fija nos parecen que cobran especial relevancia para el próximo año.

## 3. Asia

La región de Asia presenta un panorama heterogéneo. India sobresale como un mercado emergente con sólidos fundamentos macroeconómicos, respaldados por reformas estructurales y sectores dinámicos como la manufactura y los servicios financieros. Aun así, las valoraciones ya son exigentes y el factor rupia puede comprometer buena parte de la rentabilidad en el país. Por otro lado, China tiene enormes riesgos debido a las tensiones comerciales y una política intervencionista que afecta la confianza de los inversores. El mayor control de las autoridades comunistas y el problema inmobiliario no dejan de ser un riesgo adicional que puede no compensar la oportunidad de comprar en unas valoraciones que son muy atractivas.

Por otro lado, la economía nipona sigue con buenas perspectivas y las tensiones en Corea del Sur y Taiwán hacen de la región un combinado que no pueda verse en su totalidad, sino ir descomponiendo las distintas economías una a una. Pero donde más oportunidades vemos en el conocido ASEAN, o Sudeste Asiático. Países como Vietnam, por ejemplo, saldrían muy beneficiados de las guerras comerciales de China, del aumento de la producción y de la atracción de inversiones.

## Renta variable

Pensamos que no se puede hablar de la región en términos genéricos, sino que hay que analizar mercados concretos. Algunos de ellos, como China, con muchos riesgos, pero valoraciones atractivas. Otros, como India, con valoraciones más ajustadas, pero mayor estabilidad, aun conociendo los riesgos de perder parte de la rentabilidad por la divisa. Por su parte, los mencionados países de Indochina pueden salir muy beneficiados del crecimiento que ya tienen unido a la deslocalización de producción de China.

## Renta fija

Los bonos soberanos y corporativos asiáticos destacan por sus diferenciales atractivos y su fortalecimiento crediticio. En particular, los bonos *high-yield* en la región ofrecen rendimientos competitivos. En cualquier caso, hay que mirar muy de cerca las distintas economías o compañías, porque la bajada de tipos de la Fed no tiene que causar necesariamente una ventaja para los menores costes de financiación de las economías emergentes si el dólar se sigue apreciando.

Nos sentimos cómodos en renta fija emergente asiática, tanto en moneda local como en *hard currency* (dependiendo de la región). Eso sí, como sucede en Europa y Estados Unidos, esperamos volatilidad.

## 51. Por qué la renta variable se llama así, casi seguro que no lo sabías...

Tradicionalmente, se ha asociado el término **renta variable** con la variabilidad en la cotización de los valores que forman parte de este tipo de activos, como las acciones. Esta interpretación ha sido la aceptada por inversores y analistas, consolidándose como la explicación más conocida. Sin embargo, esta explicación, aunque intuitiva, no es correcta. De hecho, el verdadero motivo detrás del nombre **renta variable** se encuentra en otro aspecto.

Antes de explicar el motivo real del término, conviene revisar un punto clave que pone en duda la interpretación tradicional. Aunque se ha pensado que la renta variable se define por la fluctuación en el precio de las acciones, también es cierto que los instrumentos de **renta fija** (como los bonos) también son susceptibles a la volatilidad del mercado. Un ejemplo reciente y contundente es el comportamiento de los bonos durante 2022, un año marcado por subidas récord en los tipos de interés que provocaron caídas enormes en el precio de muchos títulos de deuda. Los inversores que negociaron esos bonos en el mercado secundario experimentaron fluctuaciones en el valor de sus inversiones, algo que podría asociarse más fácilmente con la renta variable. Por lo tanto, si solo nos basáramos en la volatilidad de precios para definir la renta variable, también podría aplicarse este criterio a la renta fija. Y solo hemos mencionado 2022. Pero 2023 y 2024 tampoco se han quedado exentos de volatilidad en la renta fija.

La clave para entender por qué se llama **renta variable** radica en la naturaleza incierta de los flujos de ingresos que generan las acciones: **los dividendos**. Mientras que en la renta fija los pagos están predeterminados desde la emisión (los cupones tienen una cuantía fija y fechas de pago estipuladas), en la renta variable no ocurre lo mismo.

Las compañías emisoras de acciones no pueden garantizar de antemano los dividendos que repartirán (si es que deciden repartirlos). Los dividendos

dependen de los resultados financieros de la empresa, su política de reparto y las decisiones de su junta directiva. Esto introduce una variabilidad inherente a la renta que se genera por invertir en acciones.

En algunos casos, empresas que atraviesan dificultades pueden decidir no repartir dividendos durante años, mientras que otras pueden aumentar o disminuir el pago de dependiendo de sus beneficios. Esta característica —la **incertidumbre sobre los flujos de ingresos**— es lo que realmente da nombre a la renta variable.

Por el contrario, los activos de renta fija, como bonos gubernamentales o corporativos, se caracterizan por tener un **cupón fijo** o predecible. Desde el momento de la emisión, el emisor se compromete a pagar una cantidad específica de intereses en intervalos definidos y devolver el capital al vencimiento del título. Aunque su precio pueda fluctuar en el mercado secundario, los flujos de ingresos no varían si el inversor mantiene el bono hasta su vencimiento.

Este contraste es fundamental para entender la diferencia entre ambos tipos de activos:

- En la renta fija, el cupón está garantizado y definido, ofreciendo una mayor previsibilidad.
- En la renta variable, los ingresos (dividendos) son inciertos, lo que introduce un componente de variabilidad que da nombre a esta categoría.

Es normal que muchos inversores se sorprendan al descubrir que el término **renta variable** no se debe a la volatilidad de los precios, sino a la **variabilidad de los dividendos**. Durante décadas, hemos estado acostumbrados a relacionar la renta variable con las fluctuaciones de mercado debido a que es el aspecto más visible para los inversores en el día a día. Sin embargo, al profundizar en la esencia de estos instrumentos financieros, queda claro que la verdadera razón del nombre está vinculada a la naturaleza incierta de los ingresos que generan.

Entender esta diferencia no solo ayuda a romper con conceptos erróneos, sino también a tomar decisiones más informadas al elegir entre renta fija y renta variable, dependiendo del perfil de riesgo y los objetivos financieros de cada inversor.

### Activos post-elecciones: ¿qué ha pasado y qué nos está diciendo el mercado?

Desde las últimas elecciones en Estados Unidos, los diferentes activos han mostrado comportamientos variados que reflejan tanto las expectativas económicas como el entorno geopolítico. Analicemos qué ha sucedido con algunos de los más destacados y qué podría implicar para el futuro cercano.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

El Bitcoin ha registrado un alza impresionante de más del 40% desde las elecciones. Y más del 70% desde el 1 de noviembre. Este crecimiento viene por las declaraciones de Trump para favorecer el entorno de los criptoactivos, llegando incluso a sugerir la creación de un fondo de pago de deuda en Bitcoins y de que los inversores especulan con que la política monetaria de la Reserva Federal podría volverse más relajada, disminuyendo los tipos de interés. Además, la anticipación del próximo *halving* (evento que reduce a la mitad las

recompensas por minar) ha generado un optimismo renovado. Bitcoin sigue atrayendo a aquellos que buscan refugio frente a la inflación y la devaluación de las monedas *fiat*, consolidándose como "el oro digital" en un contexto de incertidumbre.

Tesla, con una revalorización también cercana al 40%, ha sido otro de los grandes ganadores. La narrativa en torno a los avances en inteligencia artificial ha alimentado el entusiasmo del mercado. Sin embargo, otras tecnológicas como Apple y NVIDIA han mostrado subidas más moderadas, reflejando una consolidación tras un año excepcional.

Las pequeñas y medianas empresas son otro de los activos que más se ha revalorizado (más del 10%). En un entorno de tipos a la baja y una posible reflación, este activo suele ser de los que recoge más las revalorizaciones.

Los bonos a largo plazo también han tenido un comportamiento positivo, impulsados por la expectativa de un descenso en los tipos de interés a medio plazo. Como es sabido, existe una relación inversa entre los tipos y los precios de los bonos. Cuando los tipos bajan, los bonos existentes, con mayores cupones, ganan valor. Sin embargo, los inversores también muestran cautela ante posibles repuntes inflacionarios, lo que ha limitado la apreciación de este activo.

El oro ha mantenido su protagonismo, superando los 2.500 dólares por onza en términos nominales. Pero desde la victoria de Trump ha sido uno de los pocos castigados, junto con los mercados emergentes (apreciación del dólar) y la sanidad. No obstante, ajustado por inflación, el oro aún está por debajo de sus máximos reales de 1980, lo que le da margen para una mayor revalorización.

Asset Class Total Returns desde 2011 a 06 diciembre 2024

ETF:	Activo	2011-24												2011-24		Variación desde 1 nov		
		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Acumulado	Anualizado	
BTG	Bitcoin (SBTC)	1473,0%	186,0%	580,0%	-58,0%	35,0%	125,0%	1331,0%	-73,0%	95,0%	301,0%	66,0%	-65,5%	155,8%	136,0%	330,0%	134,8%	18,6%
IWF	US Growth	7,3%	15,2%	33,1%	12,8%	5,5%	7,0%	30,0%	-1,7%	35,6%	38,1%	27,4%	-29,3%	42,6%	36,7%	74,3%	16,4%	11,9%
SPY	US Large Caps	1,9%	16,0%	32,7%	13,5%	1,2%	12,0%	21,7%	-4,5%	34,2%	18,4%	28,7%	-18,2%	26,2%	29,1%	52,5%	14,0%	9,8%
QQQ	US Nasdaq 100	5,4%	18,1%	36,8%	19,2%	9,5%	7,1%	32,7%	-0,1%	39,0%	48,6%	27,4%	-32,6%	54,0%	29,1%	99,6%	18,7%	9,8%
GLD	Gold	9,6%	6,0%	28,3%	2,2%	-10,7%	8,0%	12,8%	9,1%	17,0%	24,8%	-4,2%	0,8%	12,7%	27,1%	75,1%	4,1%	-5,0%
MDY	US Mid caps	-2,1%	17,8%	33,1%	9,4%	-2,5%	20,5%	15,9%	-11,3%	13,5%	15,8%	13,5%	24,5%	-13,3%	16,1%	21,0%	35,9%	11,1%
IWD	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%	20,2%	31,1%	19,6%	5,0%
IWM	US Small Caps	-4,4%	16,7%	38,7%	5,0%	-4,5%	21,6%	14,6%	-11,1%	25,4%	20,0%	-13,5%	-20,5%	16,0%	20,1%	26,9%	9,8%	10,0%
CWB	Convertible Bonds	-7,7%	15,9%	20,5%	7,7%	-0,8%	10,6%	15,7%	-2,0%	28,4%	53,4%	2,7%	-20,8%	34,5%	15,2%	74,5%	9,3%	7,4%
VNQ	US REITs	8,6%	17,8%	2,3%	30,4%	2,4%	8,6%	4,9%	-6,0%	18,0%	4,7%	40,5%	-26,2%	11,8%	11,4%	19,4%	8,1%	2,9%
PFF	Preferred Stocks	2,0%	17,8%	1,0%	14,0%	-4,3%	1,3%	8,1%	4,7%	15,5%	7,9%	7,2%	-18,2%	9,2%	10,4%	87,7%	4,6%	0,6%
EEM	EM Stocks	-18,8%	19,1%	-8,7%	-3,9%	-16,2%	10,9%	7,1%	-15,3%	18,2%	17,0%	-3,6%	-20,6%	9,0%	9,8%	22,5%	1,9%	-1,6%
HYG	High Yield Bonds	9,8%	11,7%	5,8%	1,9%	-5,0%	13,4%	6,1%	-2,0%	14,1%	4,5%	3,8%	-11,0%	11,5%	9,1%	93,0%	4,6%	2,0%
EMB	EM Bonds (USD)	7,7%	18,9%	-7,8%	6,1%	1,0%	9,9%	10,3%	-5,5%	15,5%	5,4%	-2,2%	-18,6%	10,6%	8,7%	65,1%	3,6%	3,1%
EFA	EAFFE 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%	8,2%	106,4%	5,3%	1,0%
BIL	US Cash	0,0%	0,0%	0,1%	-0,1%	0,1%	0,1%	0,7%	1,1%	0,2%	0,4%	-0,1%	1,4%	4,9%	4,9%	16,9%	1,1%	0,5%
LQD	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%	4,1%	68,2%	3,7%	2,9%
TIP	TIPS	15,3%	6,6%	-8,5%	3,8%	-1,8%	4,7%	2,9%	-1,4%	8,5%	10,8%	-3,7%	-12,2%	3,8%	3,7%	42,8%	2,0%	1,2%
BND	US Total Bond Market	7,7%	3,5%	-2,1%	5,8%	0,6%	2,5%	3,6%	-0,1%	8,5%	7,7%	-1,9%	-13,1%	5,7%	3,6%	35,3%	2,2%	2,0%
DBC	Commodities	-2,6%	3,5%	-7,6%	-28,1%	-27,6%	18,6%	4,9%	-11,6%	18,8%	-7,8%	41,4%	19,3%	-6,2%	-0,6%	-13,5%	-1,0%	-2,0%
TLT	Long Duration Treasuries	34,0%	7,6%	-13,4%	27,3%	-1,8%	1,2%	9,2%	-2,6%	14,1%	18,2%	-4,6%	-31,2%	2,8%	-1,0%	45,8%	2,7%	4,1%
Mayor rentabilidad		BTC	BTC	BTC	VNQ	BTC	BTC	BTC	BTC	BTC	BTC	BTC	DBC	BTC	BTC	BTC	BTC	
Menor rentabilidad		EEM	BIL	GLD	BTC	DBC	BIL	BIL	BTC	BTC	DBC	TLT	BTC	DBC	TLT	DBC	DBC	
% de activos en positivo		62%	95%	52%	71%	38%	100%	100%	5%	100%	90%	67%	10%	95%	90%	95%	95%	

Fuente: Carlos Arenas Laorga

Los mercados están en una etapa de transición, con los inversores evaluando el impacto de las políticas económicas y monetarias futuras. La incertidumbre sigue siendo alta, pero las elecciones también han renovado la esperanza en algunos sectores.

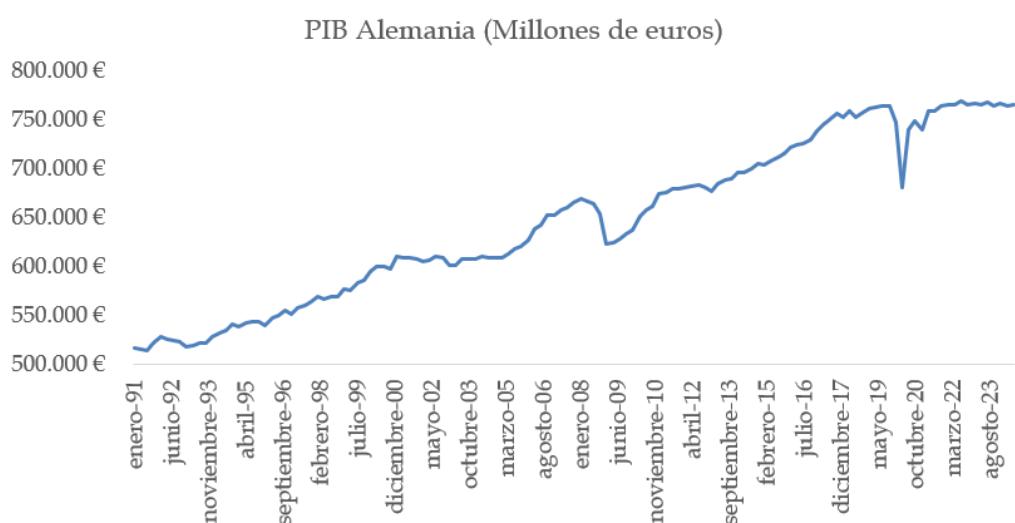
Es momento de actuar con prudencia, diversificar carteras y mantener una perspectiva de largo plazo. Mientras algunos activos como Bitcoin y las tecnológicas lideran el camino, otros como la renta fija y el oro ofrecen refugio. La clave estará en saber combinar distintas opciones según nuestro perfil y objetivos.

¿Listos para el próximo capítulo del mercado?

## 52. Riesgos en Europa, el Bundesbank avisa

El reciente informe del Bundesbank sobre la economía alemana alerta con una radiografía inquietante sobre la situación actual del motor económico de Europa. Con previsiones de crecimiento del PIB real que apenas alcanzan un 0,2% en 2025 y una mejora muy limitada al 0,8% y 0,9% en 2026 y 2027, respectivamente, el mensaje no puede ser más claro: la economía alemana está atascada.

El Bundesbank no se guarda palabras al describir la situación: "cada vez resulta más evidente que la economía alemana se enfrenta no solo a vientos en contra persistentes, sino también a considerables problemas estructurales". Entre las causas de este panorama destacan varios elementos interrelacionados, que van desde la crisis energética hasta la creciente competencia global.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

Uno de los factores más discutidos es la **crisis energética**. Alemania, durante décadas, se benefició de un acceso privilegiado a energía barata procedente de Rusia. Sin embargo, la guerra en Ucrania ha interrumpido este flujo, **elevando considerablemente los costes energéticos y erosionando una de las bases del modelo industrial alemán**. Esto se combina con los desafíos inherentes a la **transición hacia una economía neutra en carbono**, que ha puesto de manifiesto la falta de competitividad de Alemania en sectores emergentes como los vehículos eléctricos. Mientras la Unión Europea restringe la producción de **vehículos de combustión**, un terreno donde Alemania era líder, el país no logra

consolidar una ventaja en tecnologías sostenibles. Un tiro en el pie, para entendernos. Eso sí, con una pistola sostenible.

El **envejecimiento de la población** también ocupa un lugar destacado en el informe. Menos personas jóvenes ingresan al mercado laboral, mientras que una población mayor demanda bienes y servicios que no necesariamente coinciden con las capacidades productivas tradicionales del país. Este desajuste demográfico contribuye a los desequilibrios económicos y complica aún más la tarea de revitalizar la economía.

La **regulación excesiva** también está en la mira del Bundesbank, que la describe como una carga para las empresas. Esta situación limita la capacidad de innovación y crecimiento del tejido empresarial europeo, afectando especialmente a sectores clave de la economía alemana. Además, el aumento del proteccionismo a nivel mundial y la creciente competencia de mercados emergentes, particularmente China, han reducido la cuota de mercado alemana en industrias como la automoción, la química y la ingeniería mecánica. La tradicional exportadora economía alemana ve cómo mengua su capacidad.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

En el ámbito de las políticas monetarias, el Bundesbank señala que las acciones del Banco Central Europeo, centradas en reducir los tipos de interés, no son suficientes para abordar los problemas estructurales subyacentes. "Bajar los tipos de interés no servirá de mucho para reanimar el crecimiento económico de

Alemania", señala el informe, subrayando que el estancamiento requiere soluciones más allá de la política monetaria.

Por otra parte, las perspectivas inflacionarias también generan preocupación. Se prevé que la inflación alcance el 2,4% en 2025, manteniéndose por encima del objetivo del 2% del BCE antes de converger gradualmente en los años siguientes. Esto pone de relieve la necesidad de estabilizar la economía para evitar una presión adicional sobre los consumidores y las empresas.

Las implicaciones de este estancamiento trascienden las fronteras de Alemania. Como principal economía de la Eurozona, los problemas estructurales de Alemania amenazan con arrastrar a toda la región.

El mensaje del Bundesbank es claro: Alemania necesita reformas estructurales profundas y urgentes para adaptarse a un entorno global cambiante. La tramposa transición verde, la mejora de la competitividad en sectores emergentes y la reducción de las cargas regulatorias son elementos cruciales para garantizar un futuro económico más prometedor. Sin una acción decidida, el estancamiento podría convertirse en una constante, con repercusiones negativas tanto para Alemania como para la Eurozona en su conjunto.

### 53. Informe sobre el Boletín Económico 2024/T4 del Banco de España

Hace unos días el Banco de España publicó el Boletín Económico 2024/T4, detallando perspectivas macroeconómicas para España y analizando algunos de los principales retos y vulnerabilidades de nuestra economía. Si quieras estar al día, te lo resumimos en 7 puntos.

#### 1. Contexto global

El **crecimiento de la economía mundial** se mantiene **moderado y heterogéneo**. Sectores como los servicios muestran mayor dinamismo frente a la debilidad persistente en las manufacturas. "La economía mundial creció en el tercer trimestre a un ritmo similar al del precedente, y se mantuvo un comportamiento muy heterogéneo por sectores y geografías".

En cuanto a la **inflación**, aunque se observan avances en el proceso de desinflación, las presiones inflacionistas en servicios **continúan mostrando resistencia a la baja**. Esto podría ralentizar el impacto de las políticas monetarias recientes: "El proceso de desinflación se ha consolidado a escala global, si bien las presiones inflacionistas en los servicios continúan mostrando una cierta resistencia".

#### 2. Crecimiento del PIB en España

En el tercer trimestre de 2024, el PIB español registró un crecimiento del **0,8% intertrimestral**. En términos interanuales, el avance fue del **3,4%**, gracias principalmente al impulso de la demanda interna.

Para el cuarto trimestre, se espera un crecimiento firme del PIB, situado entre el **0,6% y el 0,7% intertrimestral**, respaldado por indicadores de empleo, consumo y confianza. Sin embargo, **estas previsiones podrían ser optimistas si persisten ciertos riesgos estructurales como la debilidad de la inversión empresarial**.

#### 3. Consumo privado e inversión

El **consumo privado sigue siendo el principal motor del crecimiento**, con tasas intertrimestrales cercanas al **1%**. Este dinamismo está sustentado por la mejora del mercado laboral, las condiciones financieras más favorables y un alto nivel de ahorro familiar acumulado. "Se espera que el consumo de las familias siga siendo uno de los principales soportes del crecimiento".

En contraste, la inversión empresarial ha mostrado un crecimiento peligrosamente bajo, situándose **1,6 puntos porcentuales por debajo de su nivel previo a la pandemia**.

#### 4. Sector exterior

Las **exportaciones han mantenido un buen desempeño**, creciendo a un ritmo interanual del **5,1%** en el tercer trimestre, impulsadas por los servicios (+13,4%). Sin embargo, el **aumento de las importaciones** ha moderado la contribución neta de la demanda externa. "Las exportaciones avanzaron a una robusta tasa interanual del 5,1 %, impulsadas por los servicios" (p. 24).

#### 5. Proyecciones macroeconómicas

El Banco de España revisó al alza sus proyecciones para el PIB en 2024, estimando un crecimiento del **3,1%**, seguido de una desaceleración gradual hasta el **1,7% en 2027**. Aunque positivo, **este escenario está condicionado** al cumplimiento de ciertos supuestos fiscales y estructurales, que no están del todo claros.

La **inflación**, que ya hemos mencionado en el contexto global, se prevé que modere gradualmente: **2,9% en 2024, 2,1% en 2025 y 1,7% en 2026**. Estos niveles, aunque alentadores, podrían verse afectados por tensiones geopolíticas o choques de oferta.

#### 6. Desafíos fiscales

Uno de los principales retos es el **déficit público**, que podría superar el **3% del PIB en 2024** debido a los gastos extraordinarios asociados a las inundaciones (DANA). Además, el cumplimiento del Plan Fiscal y Estructural de Medio Plazo requerirá un ajuste fiscal adicional, estimado en torno a **1-2 puntos porcentuales**.

**del PIB.** Este ajuste, si no se diseña cuidadosamente, podría tener un impacto negativo en el crecimiento económico. Además, aunque esto no lo menciona explícitamente el informe del Banco de España, puede suponer un **riesgo de incumplimiento de Protocolo Excesivo de Déficit**.

## 7. Riesgos e incertidumbres

En el ámbito internacional, el **proteccionismo comercial de Estados Unidos** y las tensiones geopolíticas representan riesgos a la baja para la economía española. Internamente, la incertidumbre sobre la inversión empresarial y las reformas estructurales necesarias podría frenar el crecimiento. De hecho -de nuevo no lo dice el Banco de España- el ajuste necesario conllevará mayores impuestos a una ya asfixiada ciudadanía o recortes del gasto. Según la senda del Gobierno es mucho más plausible esta segunda opción.

Además, los riesgos asociados al envejecimiento poblacional y la sostenibilidad del sistema de pensiones continúan siendo cuestiones críticas que requieren atención urgente. Da qué pensar (y no para cosas positivas) que el propio Banco de España diga esto. Recordemos que lo dirige Escrivá, otro ex ministro de Inclusión, **Seguridad Social** y Migraciones.

## 54. La mejor economía del mundo en 2024 es España... o no.

### Análisis del ranking de *The Economist*

El reciente reconocimiento de España como "la mejor economía del mundo" según *The Economist* ha despertado tanto orgullo como escepticismo. Este título no implica que España sea la nación más rica o con mayor bienestar absoluto, sino que destaca por su desempeño relativo a lo largo del año. ¿Has oído alabanzas y críticas por igual? Es normal, unos se fijan en el titular y otros en la letra pequeña. Por mi parte y, tras analizar la metodología del ranking, me preocupa que se saque pecho por esta noticia. Me enorgullece este título de mejor economía del 2024, pero hay tantos alfileres que prefiero que no nos den este reconocimiento. Deberían ser una ristra de posibles mejoras. No vaya a ser que ahora nos lo creamos y no hagamos los deberes.

#### ¿Qué mide el ranking de *The Economist*?

El ranking se basa en un índice compuesto por cinco variables que reflejan el "dinamismo" económico.

- **Crecimiento del PIB:** mide el aumento de la producción económica. Mucho cuidado porque quienes tienen tasas de crecimiento elevado suelen ser economías no muy avanzadas, como China hace años. Actualmente estarían por delante de España países como Bielorrusia, Malta, Albania, o Kosovo. Así que cuidado con este indicador. Me alegra enormemente este reconocimiento, pero ni tanto ni tan calvo. En 2021, España fue clasificada como la peor economía avanzada del mundo desde el inicio de la pandemia por este mismo ranking.
- **Revalorización del mercado bursátil:** indica la confianza de los inversores en el país. También cuidado con este otro indicador. Las compañías de un país pueden obtener los beneficios de otros lugares de fuera del propio país. Concretamente, en España, más del 60% de las compañías del Ibex 35 obtienen más del 50% de sus *revenues* de fuera del país.
- **Evolución de la inflación subyacente:** evalúa la estabilidad de los precios sin considerar elementos volátiles. En España no hace falta saber demasiado de

economía. Con hacer la compra sabemos que tenemos un problema. La inflación acumulada desde noviembre de 2020 a noviembre de 2024 es del 19,1%. Pero si nos vamos al día a día... Aceite de oliva (153,9%), huevos (46,1%), leche entera (46,0%), chocolate (43,4%), harinas y otros cereales (43,0%), azúcar (41,1%), otros productos de panadería (40,7%), cacao y chocolate (40,0%), arroz (38,4%), pastas alimenticias (35,2%), café (28,8%), frutas frescas o refrigeradas (26,0%), etc. ¡Que os voy a contar que no hayáis sufrido en la compra!

- **Evolución de la tasa de paro:** considera la capacidad de la economía para generar empleo. Ojo, estamos hablando de España, la peor tasa de desempleo de la Unión Europea y la peor también de la OCDE más que duplicando la media. Además, no olvidemos que se tienen en cuenta los fijos discontinuos.
- **Saldo presupuestario primario:** refleja la sostenibilidad fiscal al analizar ingresos y gastos públicos, excluyendo el pago de intereses de la deuda. Sostenibilidad que ha criticado el Banco de España en su último informe.

En fin, que no es oro todo lo que reluce. España, no obstante, sobresale especialmente en dos variables: el crecimiento del PIB y la reducción de la tasa de paro. Sin embargo, la letra pequeña revela que estos logros están fuertemente influenciados por el aumento de la población trabajadora extranjera.

## Análisis detallado de las cifras

### 1. Crecimiento del PIB

Entre el 2T 2019 y el 2T 2024, el PIB real de España creció un 6,6%. A primera vista, este dato es alentador, pero la composición de este crecimiento revela matices importantes. Y no entremos en el PIB per cápita, porque si no, salimos deprimidos de este artículo.

### 2. Aumento de la población ocupada

Durante el mismo período, el número de trabajadores ocupados creció en 1.739.000 personas. De estos, solo 388.000 corresponden a trabajadores españoles, mientras que 1.351.000 empleos fueron ocupados por extranjeros.

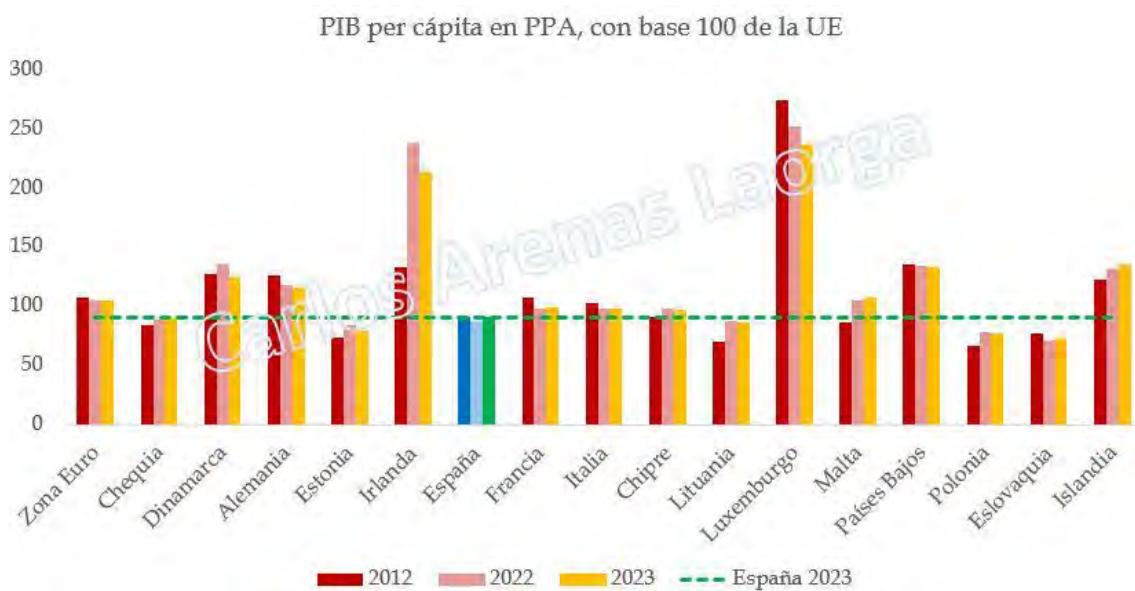
Por el contrario, el empleo entre los trabajadores de nuestro país creció apenas un 2,4%.

### 3. Productividad y distribución del PIB

La productividad aparente del trabajo, que mide el PIB generado por cada trabajador, ha disminuido ligeramente desde 2019. Además, el PIB generado por trabajadores españoles apenas creció un 0,2% en el mismo período, mientras que el producido por trabajadores extranjeros aumentó un 36,4%, pasando de 52.500 millones a 71.600 millones de euros. Es decir, casi todo ha sido generado por no españoles.

#### ¿Qué implica este crecimiento?

Si bien el crecimiento económico y la creación de empleo son logros que no hay que desdeñar, el hecho de que los beneficios de este crecimiento no esté llegando a la población española es motivo de preocupación; o por lo menos a mí me preocupa. Las familias españolas no han experimentado un aumento en sus ingresos reales porque apenas ha existido. A veces, una imagen vale más que mil informes...



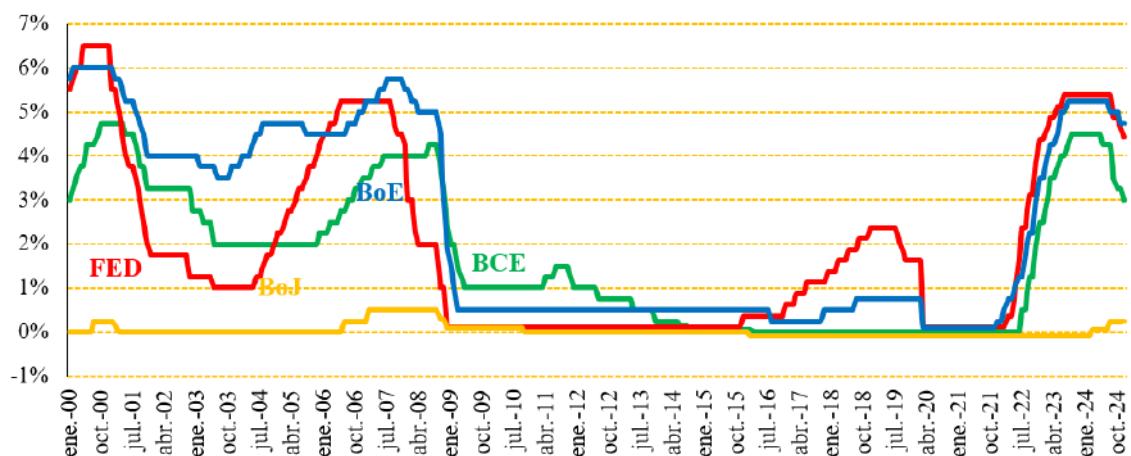
Fuente: Carlos Arenas Laorga

## 55. La Fed baja tipos y el mercado se lo toma mal

La Reserva Federal de Estados Unidos (Fed) ha cumplido con las expectativas del mercado al anunciar un recorte de 25 puntos básicos en los tipos de interés, situándolos en el rango del 4,25% al 4,5%. Este movimiento es el tercer ajuste consecutivo desde septiembre, cuando se iniciaron las bajadas de tipos.

La decisión de la Fed se produce en un entorno donde los indicadores recientes sugieren que la actividad económica ha mantenido un crecimiento estable, sobre todo en Estados Unidos. Sin embargo, desde principios de año, el mercado laboral ha mostrado signos de desaceleración, con un aumento en la tasa de desempleo, aunque se mantiene en niveles bajos. La inflación ha avanzado hacia el objetivo del 2% establecido por la Fed, pero aún se considera ligeramente elevada. Habrá que ver el efecto de las políticas de Trump.

Tipos de interés bancos centrales



Fuente: Carlos Arenas Laorga

A pesar de este recorte, la Fed ha indicado que quiere desacelerar el ritmo de las reducciones de tipos en el futuro. Las proyecciones actuales sugieren solo dos recortes adicionales en 2025 y otros dos en 2026, reflejando una postura más cautelosa ante las condiciones económicas y las posibles presiones inflacionarias. Algunas gestoras vaticinan, incluso, posibles subidas para el 2026. Este anuncio ha sido un jarro de agua fría para los mercados.

La respuesta de los mercados ha sido de caídas importantes. Las bolsas europeas han registrado descensos, pero las caídas en Estados Unidos han sido muy serias.

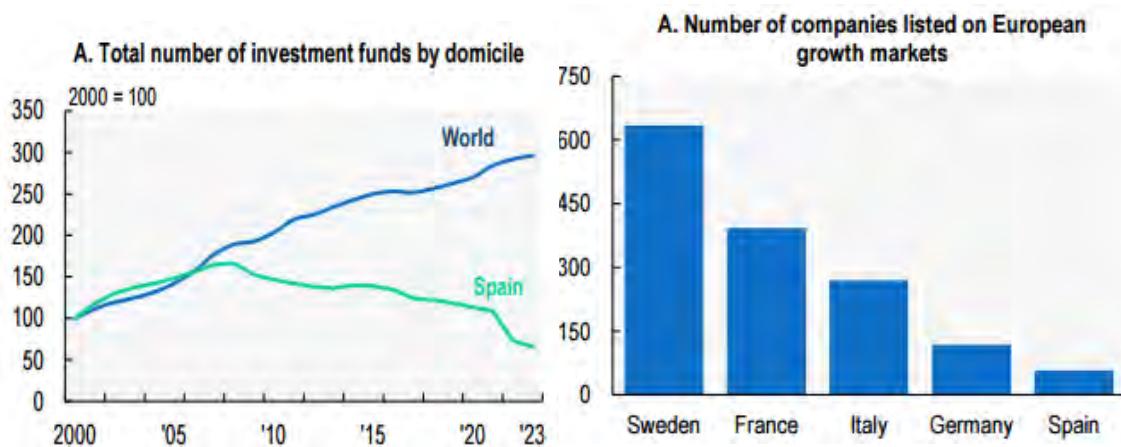
El S&P 500 se desplomó un 2,95% y el Nasdaq más de un 3,5%. Acciones como Tesla han caído más de un 8%.

La decisión no fue unánime dentro del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC). Beth Hammack votó en contra del recorte, prefiriendo mantener los tipos en el rango de 4,50%-4,75%, lo que refleja las diferencias internas sobre la dirección adecuada de la política monetaria.

El presidente de la Fed, Jerome Powell, ha enfatizado que, aunque la inflación ha disminuido, aún permanece elevada, lo que justifica un enfoque prudente para futuros recortes. La Fed se mantiene abierta a ajustar su política en función de los datos económicos y los acontecimientos internacionales, subrayando su compromiso con el objetivo de estabilidad de precios y máximo empleo.

## 56. España necesita activar sus mercados de capital: las recomendaciones de la OCDE

El informe de la *OCDE Capital Market Review of Spain 2024* pone en evidencia las carencias estructurales de los mercados de capital en España, destacando cómo estas limitaciones frenan el crecimiento económico y la competitividad empresarial. La OCDE no se anda con tapujos, es clara y directa. Con una economía altamente dependiente del financiamiento bancario y una participación insuficiente en los mercados de capital, España tiene un reto crucial: crear un entorno más atractivo para inversores y empresas. De los retos y propuestas que propone el informe, nos quedamos con los 4 que consideramos más importantes. Además, añadimos unos gráficos del informe que merece la pena ver para entender el calado profundo de las reformas que tenemos que hacer.



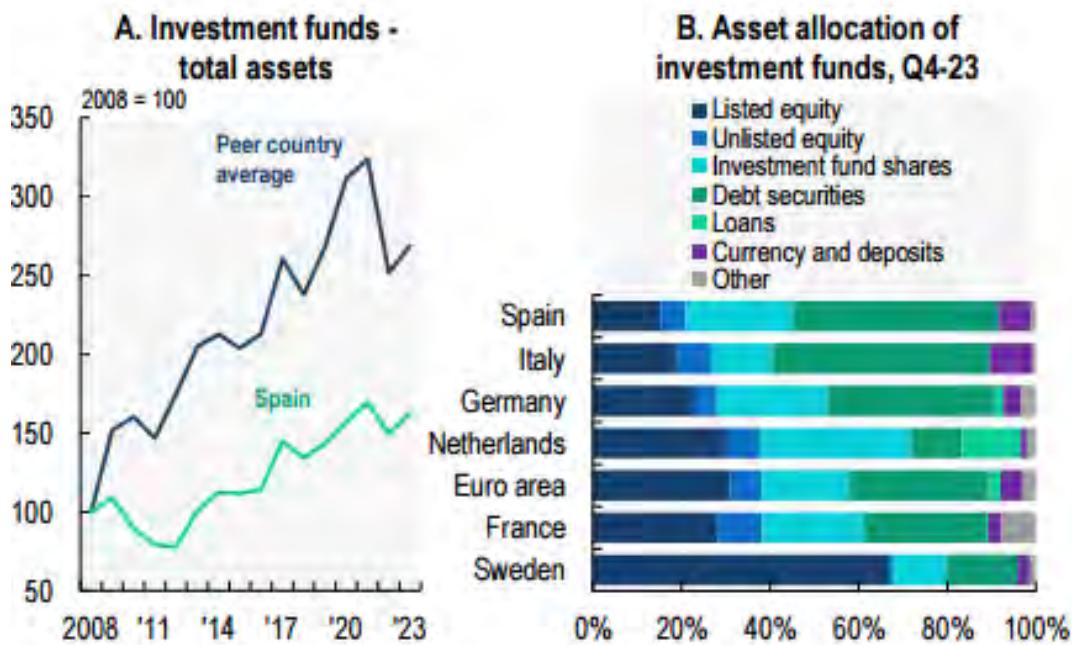
Fuente: OCDE Capital Market Review of Spain 2024

### 1. Una mayor participación de los hogares en los mercados de capital

Uno de los problemas más graves es la baja participación de los hogares españoles en los mercados de capital. A diferencia de otros países europeos, donde los ciudadanos invierten en acciones, bonos y fondos, en España los activos financieros de las familias están desproporcionadamente concentrados en bienes inmuebles y depósitos bancarios. Ya sabemos, ladrillo y depósitos, la consecuencia de una bajísima educación financiera. Esto limita el dinamismo del

mercado y reduce las oportunidades de generación de riqueza. Para revertir esta tendencia, la OCDE propone:

- **Crear cuentas de ahorro para la inversión:** estas cuentas permitirían a los ciudadanos invertir en diferentes activos con ventajas fiscales, como una simplificación en la tributación de las plusvalías. Serían una herramienta clave para diversificar el ahorro familiar y canalizarlo hacia el mercado de valores.
- **Fomentar la educación financiera:** las bajas tasas de alfabetización financiera en España dificultan que los ciudadanos entiendan las ventajas de la inversión. Campañas educativas y programas dirigidos a jóvenes y adultos podrían transformar esta realidad y aumentar la confianza en los mercados de capital. Aquí estamos haciendo un esfuerzo especial desde Estrategias de Inversión para ayudar a todos los ciudadanos a formarse de una manera sencilla y cómoda.



Fuente: OCDE Capital Market Review of Spain 2024

## 2. Reforzar el sector de fondos de inversión y de pensiones

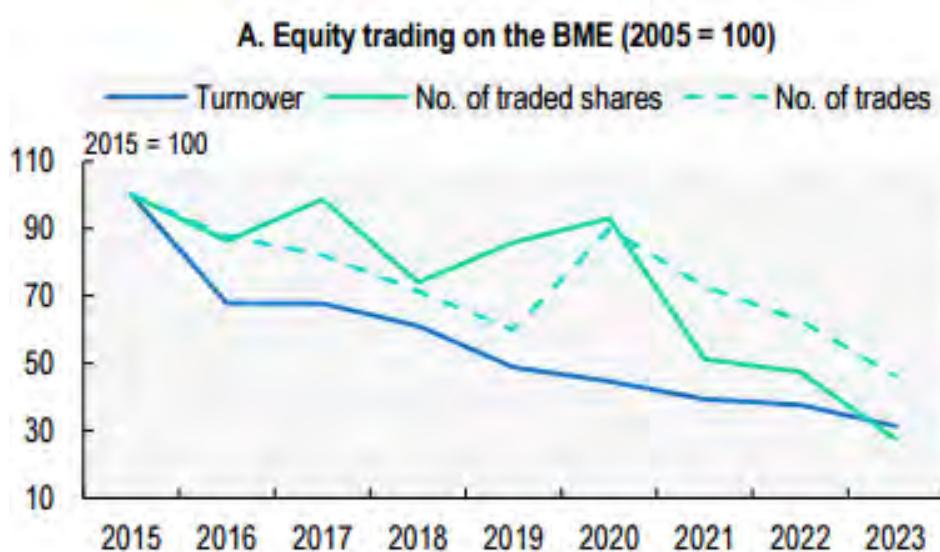
El informe destaca que los fondos de pensiones en España están de capa caída, representando apenas el 2,5% del PIB, muy por debajo de la media europea. Esto no solo debilita la seguridad financiera de los jubilados, sino que también reduce

la capacidad del sistema de pensiones para actuar como inversor institucional en los mercados de capital. Para revertir esta situación, la OCDE sugiere:

- **Aumentar los incentivos fiscales:** incrementar las deducciones por aportaciones a planes de pensiones personales, especialmente para aquellos no cubiertos por un plan empresarial, lo que fomentaría el ahorro a largo plazo.
- **Revisar los límites de aportaciones:** la OCDE recomienda eliminar los límites actuales o, al menos, incrementarlos de manera significativa, especialmente para los trabajadores autónomos.

### 3. Facilitar el acceso de las PYMES a los mercados de capital

En España, el 99% de las empresas son pequeñas y medianas (PYMES), que generan más de dos tercios del empleo y cerca del 60% del valor agregado de la economía. Las empresas españolas se apoyan fuertemente en préstamos bancarios para su financiación, representando estos el 90% del financiamiento de deuda a finales de 2023. Este alto nivel de dependencia limita las opciones de financiación y la diversificación del riesgo para las empresas. Además, estas empresas tienen enormes dificultades para acceder a los mercados de capital, lo que restringe su capacidad de crecer e innovar.



Fuente: OCDE Capital Market Review of Spain 2024

Desde el año 2000, 107 empresas han salido a bolsa en el mercado principal en España, mientras que 200 empresas han salido de la bolsa. Las recomendaciones de la OCDE incluyen:

- **Establecer una cooperación público-privada:** una colaboración entre cámaras de comercio, operadores de bolsa y asociaciones de capital privado podría proporcionar a las PYMES la información y los recursos necesarios para aprovechar el financiamiento basado en el mercado.
- **Reducir barreras regulatorias:** permitir que las PYMES transiten más fácilmente del Mercado Alternativo Bursátil (MAB) a mercados regulados, eliminando requisitos innecesarios.
- **Fomentar la cobertura informativa de las PYMES:** apoyar a analistas independientes y firmas de investigación para que generen estudios sobre estas empresas, aumentando su visibilidad ante posibles inversores.

#### 4. Incrementar la actividad de los inversores institucionales

El informe subraya la importancia de los inversores institucionales (fondos de pensiones, aseguradoras y fondos de inversión) como pilares de los mercados de capital. Sin embargo, en España, estos actores están poco desarrollados y sus inversiones en capital corporativo son mínimas. Las recomendaciones incluyen:

- **Reducir restricciones regulatorias:** permitir una mayor diversificación de las carteras de estos fondos, incluyendo activos de mayor riesgo como acciones.
- **Extender beneficios fiscales a más productos:** por ejemplo, facilitar que los ETFs disfruten de regímenes fiscales favorables, aumentando su atractivo para los inversores.

La OCDE advierte que estas reformas deben hacerse de manera coordinada y no aislada. España necesita un enfoque mucho más promercado que combine mejoras regulatorias, incentivos fiscales y programas educativos. Solo así se podrá desbloquear el potencial de los mercados de capital y permitir que jueguen

un papel central en el crecimiento económico y la sostenibilidad financiera del país.

Con estas estrategias, España no solo fortalecerá sus mercados de capital, sino que también abrirá nuevas oportunidades para empresas, inversores y ciudadanos, contribuyendo a una economía más dinámica y competitiva. Desde Estrategias de Inversión no podemos estar más de acuerdo con este informe de la OCDE y, en la parte que nos toca, pondremos toda la carne en el asador para ayudar a que España mejore en todos los apartados que sugiere la OCDE, apoyando, en primer lugar, el desarrollo de los mercados de capitales y la educación financiera.

## Glosario de términos financieros

- asset allocation, 24, 25
- benchmark, 11, 13
- beta, 35, 156, 188
- bonos, 3, 26, 31, 37, 38, 40, 52, 53, 54, 59, 72, 74, 84, 85, 89, 101, 125, 126, 137, 154, 161, 162, 163, 164, 166, 180, 186, 188, 189, 191, 192, 194, 207
- caída, 1, 2, 6, 19, 20, 21, 31, 32, 34, 35, 38, 40, 43, 44, 50, 55, 56, 57, 72, 76, 79, 84, 85, 93, 96, 97, 100, 101, 105, 107, 108, 110, 111, 112, 121, 123, 128, 130, 131, 132, 133, 134, 135, 140, 146, 157, 162, 165, 175, 176, 184, 191, 205, 208
- capitalización, 9, 69, 108, 185
- cupón, 192
- diversificación, 45, 69, 70, 71, 72, 73, 74, 75, 88, 106, 107, 109, 147, 161, 162, 165, 175, 176, 186, 209, 210
- duración, 31, 53, 125, 127, 153, 157, 161, 174, 180
- ETF, 14, 15, 16, 17, 18, 59, 70
- gestión activa, 1, 9, 10, 11, 13, 14, 73, 121, 162
- gestión pasiva, 1, 9, 10, 73
- growth*, 6, 13, 31, 70, 117, 118, 119, 120, 125
- high yield*, 31, 161, 162, 163, 164
- horizonte temporal, 9, 182
- indexar, 7, 9, 107, 121, 177, 178
- interés compuesto, 1, 27, 28, 30, 32
- inversión, 1, 3, 5, 11, 14, 19, 22, 23, 26, 27, 55, 58, 59, 60, 61, 62, 64, 67, 72, 73, 75, 79, 80, 87, 88, 89, 90, 91, 94, 95, 98, 107, 117, 120, 128, 131, 133, 139, 141, 144, 145, 155, 156, 157, 161, 162, 163, 165, 167, 177, 178, 180, 181, 183, 187, 199, 200, 201, 208, 210
- investment grade*, 31
- large cap*, 11
- large caps*, 69
- mid caps*, 70
- PER, 23, 103, 149, 150, 151, 152, 153, 175
- renta fija, 1, 2, 3, 23, 25, 26, 31, 32, 40, 42, 44, 79, 84, 99, 101, 115, 117, 120, 125, 148, 157, 161, 164, 165, 166, 167, 168, 177, 178, 184, 188, 190, 191, 192, 193, 195
- renta variable, 1, 3, 11, 12, 23, 25, 26, 40, 42, 43, 44, 69, 71, 80, 85, 92, 99, 101, 147, 152, 156, 157, 161, 165, 166, 167, 168, 177, 181, 187, 191, 192, 193
- rentabilidad, 1, 3, 7, 9, 19, 20, 23, 25, 27, 28, 30, 31, 32, 40, 43, 44, 45, 47, 51, 52, 53, 62, 63, 64, 65, 66, 67, 69, 70, 71, 97, 98, 100, 103, 106, 107, 110, 112, 121, 123, 126, 134, 137, 153, 161, 164, 165, 166, 167, 168, 174, 175, 178, 181, 188, 189
- riesgo, 3, 11, 25, 26, 35, 40, 42, 46, 52, 54, 56, 70, 72, 74, 75, 80, 81, 83, 84, 85, 93, 99, 106, 107, 114, 115, 120, 121, 122, 123, 134, 144, 148, 153, 155, 157, 161, 162, 164, 167, 180, 181, 182, 187, 188, 189, 193, 201, 209, 210
- sharpe*, 157
- small caps*, 69, 70, 71, 108
- spread*, 14, 15, 52, 121
- TIRes, 31, 34, 38
- value*, 12, 13, 16, 58, 62
- volatilidad, 35, 72, 77, 79, 81, 88, 99, 100, 101, 111, 112, 123, 131, 133, 134, 138, 140, 145, 146, 148, 157, 161, 162, 168, 175, 184, 188, 190, 191, 192
- Conceptos y finanzas personales, 19
- yield*, 115, 161, 189

# SUSCRÍBETE A ESTRATEGIAS DE INVERSIÓN PREMIUM

[www.estrategiasdeinversion.com](http://www.estrategiasdeinversion.com)