



CARTA TRIMESTRAL
1T2025

GSM&B Agencia
de Valores

Este primer trimestre de 2025 está siendo mucho más complicado de lo que muchos pensábamos. Empezábamos el año con cierto optimismo ante las noticias de que Trump quería empezar a recortar el gasto público de la mano de Musk, sabiendo que iba a haber una bajada de impuestos tanto a particulares en IRPF como a empresas en IS y con proyectos de inversión mil millones centrados en hacer de Estados Unidos la casa de la tecnología.

Sin embargo, la realidad ha sido otra distinta. Resulta que la verdadera capacidad de Musk de recortar el gasto está siendo muy limitada por los intereses políticos y de los lobbies. La bajada de impuestos sigue sobre la mesa, pero lamentablemente ha pesado mucho más la mala decisión de Trump de empezar a imponer aranceles a todo el mundo. Al parecer, su intención real no es hacer de Estados Unidos la casa de la tecnología, si no la fábrica del mundo (otra vez).

Esto, que políticamente es muy fácil de vender, económicamente es un desastre que nos salpica a todos. Así lo están reflejando los mercados y, por ello, esta carta trimestral va a tratar especialmente sobre este tema. Veremos primero la evolución que Estados Unidos ha estado teniendo en los últimos años.

Muchos insisten en que debido a que Estados Unidos ya no es el principal exportador de la mayoría de los países como sí lo era en el año 2000, Estados Unidos está mucho peor ahora o está claramente en una situación de debilidad frente a China (el actual principal exportador de la mayoría de los países).

Hablaremos del lastre que suponen los aranceles y cualquier tipo de política proteccionista.

Trataremos también el problema de la deuda pública de Estados Unidos. El Tesoro público tiene que refinanciar este año más de 9,2 billones (millones de millones) y, estando los tipos como están, el gasto en intereses se dispararía, empeorando así la grave situación deficitaria de Estados Unidos. Aquí mencionaremos el caso de Japón, cuyo problema con la deuda lleva siendo “crítico” décadas, pero aun así ahí sigue.

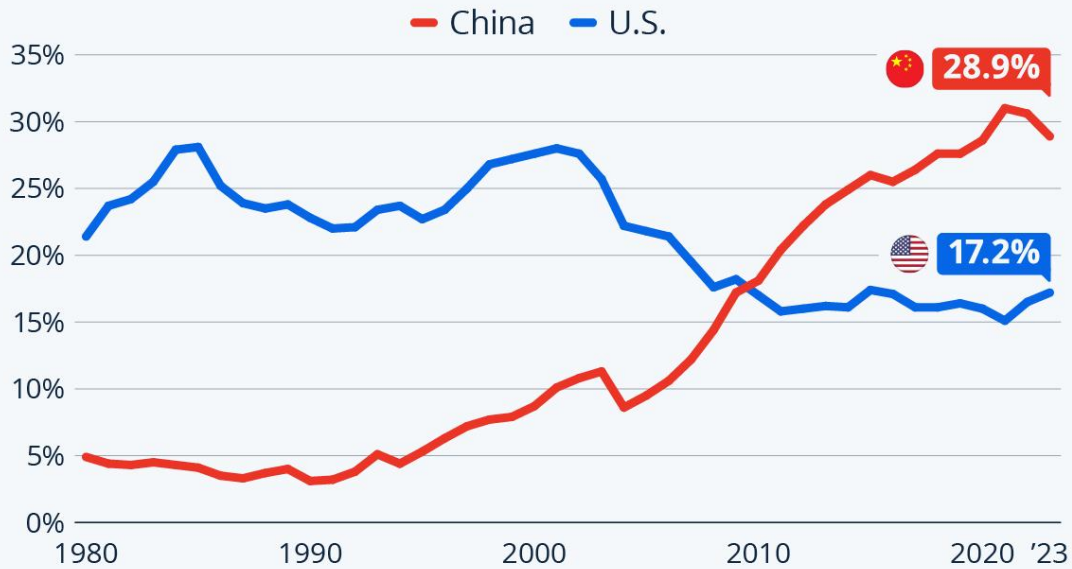
No nos olvidamos de Europa, quien también ha anunciado en este primer trimestre planes que pueden influir directamente en el crecimiento económico dentro de la Unión Europea.

Por último, hablaremos también de los movimientos actuales en los mercados y de maneras de poder gestionar la ansiedad y el miedo fruto de esta volatilidad. No obstante, permíteme que me adelante a modo de conclusión de esta introducción. El problema no está en los mercados, los mercados son simplemente números que reflejan las expectativas de millones de personas. El problema está, como siempre, en que nuestro cerebro activa ese lado reptiliano que despierta en nosotros una sensación de peligro y estrés similar al que despertaba hace 10.000 años en la sabana. Tenemos que ser capaces de domesticar este lado salvaje y primitivo y también intentaremos ayudar con esto en esta carta trimestral.

La “decadencia” de Estados Unidos

Made in China vs. Made in America

China's and the United States' share of global manufacturing output*



* Output measured on a value-added basis in current U.S. dollars. Prior to 2004, Chinese data includes mining and utilities.

Source: United Nations Statistics Division



Empecemos por ver este gráfico, donde se ve de manera clara que, efectivamente, Estados Unidos ha perdido terreno en la producción manufacturera global. Aquí ya se ve cómo a pesar de que Estados Unidos mantuvo su peso desde el año 80 hasta el 2000, China ya venía creciendo desde entonces y lo ha seguido haciendo durante los últimos 25 años.

Veamos ahora este otro gráfico:

Global Trade Dominance: U.S. vs. China

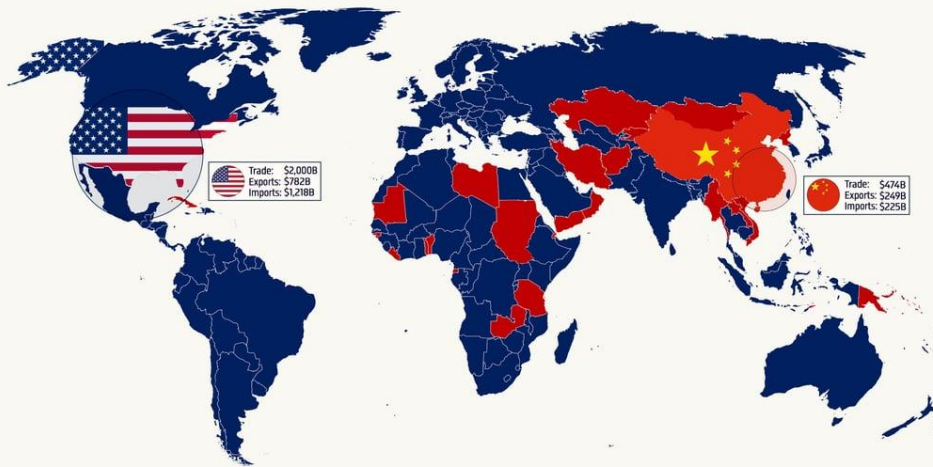
In 2000, U.S. trade totaled \$2.0 trillion—more than four times China's \$474 billion. From 2000 to 2024, U.S. trade expanded by 167% (4.2% CAGR), while China's trade surged by 1,200% (11.3% CAGR), surpassing the U.S. in 2012. By 2024, total trade reached \$5.3 trillion for the U.S. and \$6.2 trillion for China.



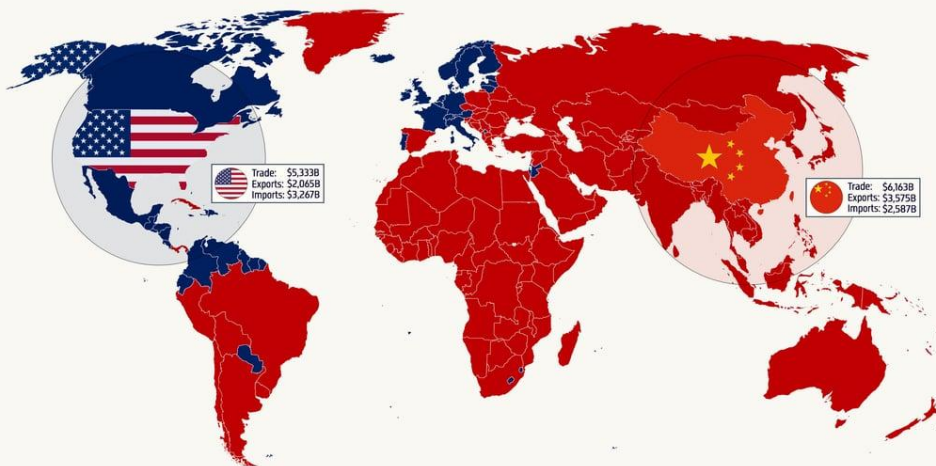
○ Trade (\$100 Billion)

2000

■ U.S. as the Larger Trading Partner
■ China as the Larger Trading Partner



2024



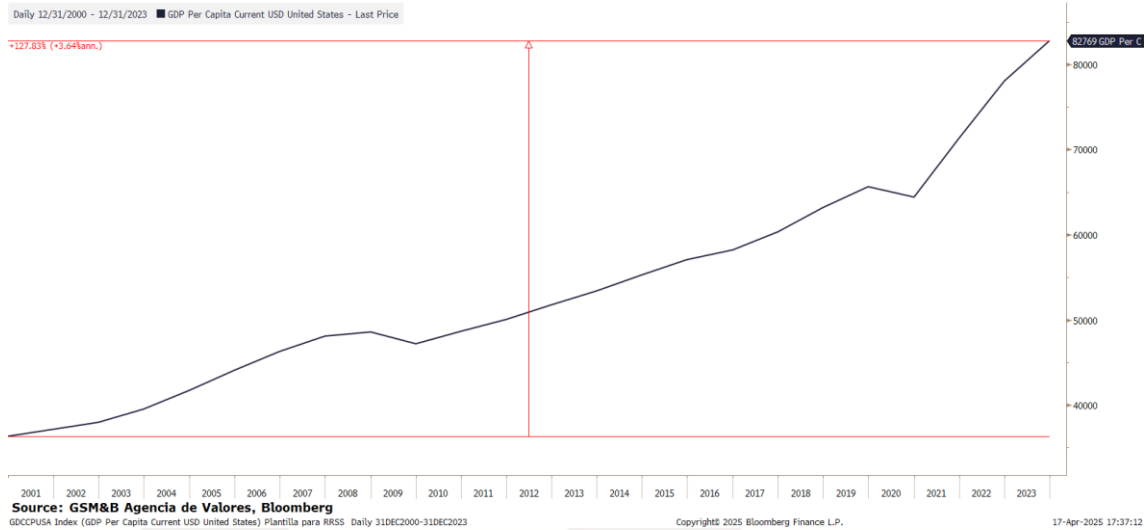
Merchandise trade = exports plus imports
The data on U.S. trade partners is sourced from the U.S. Census Bureau and data on China's trade partners comes from the General Administration of Customs.

Sources: U.S. Census, Customs of China Research and visualization: Ehsan Soltani www.econovis.net @econovisuals EV

Aquí se ve claramente la decadencia de Estados Unidos y cómo China le ha comido la tostada. Por lo que, aparentemente, Trump tiene razón, Estados Unidos está en problemas y hace falta que alguien empiece a solucionarlos.

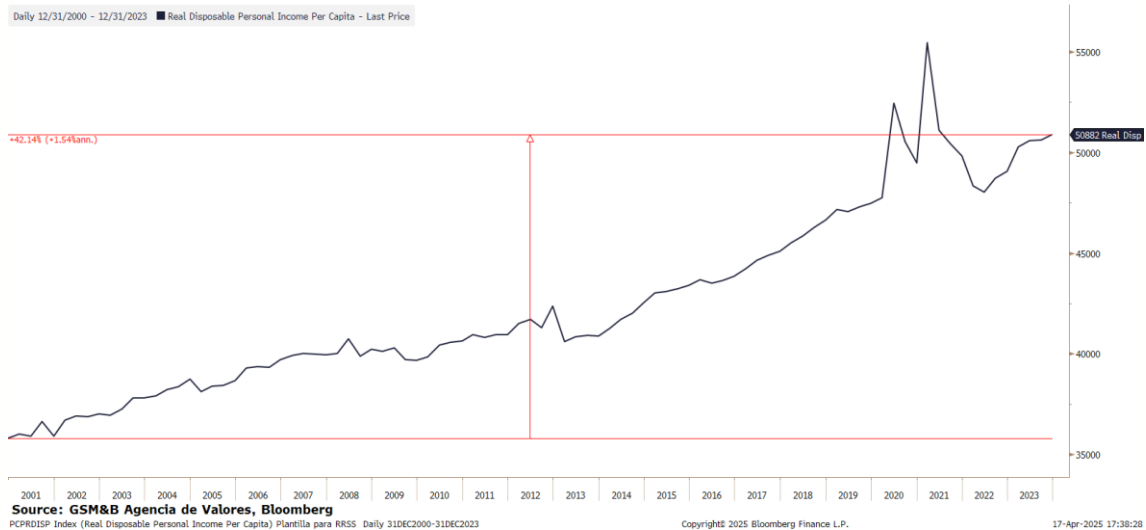
Sin embargo, cuando entramos en las tripas de la situación actual de Estados Unidos, lo cierto es que estos últimos 25 años han sido de todos menos de decadencia. La situación actual es ahora mejor que nunca y lo ha sido de manera creciente en estos últimos 25 años. Lo podemos ver de varias formas, con el PIB per cápita, que han crecido a una tasa del 3,64% en términos reales:

El PIB per cápita en términos reales ha crecido a una tasa del 3,64% anualizada



También lo podemos ver en forma de ingresos, que han crecido a una tasa del 1,54% también en términos reales:

Los ingresos han crecido a una tasa real del 1,54% anualizada

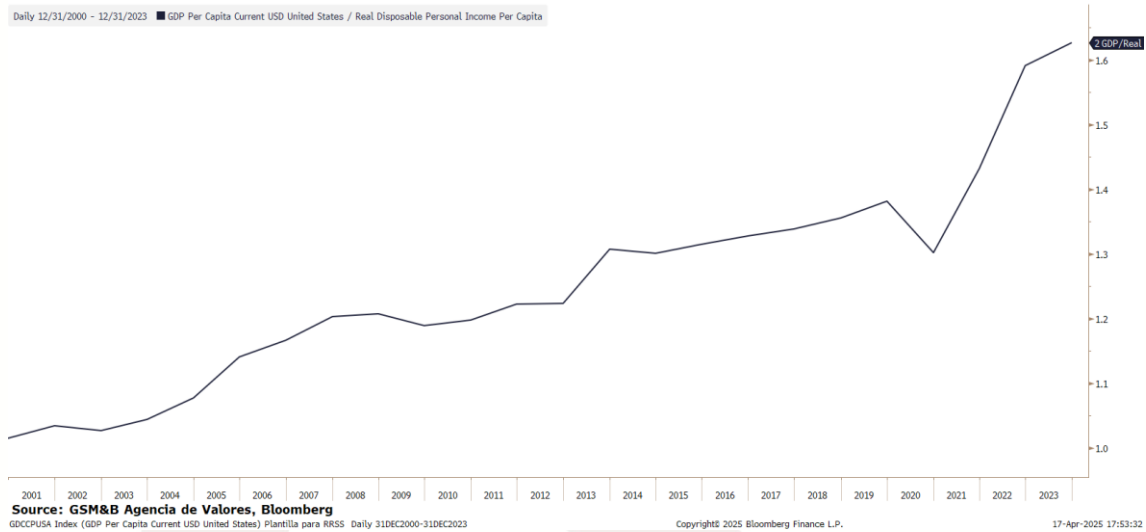


Esto significa que, una vez descontada la inflación, el crecimiento ha sido positivo o, dicho de otro modo, que los estadounidenses generan el doble de riqueza ahora que la

que generaban hace 25 años y que tienen un poder adquisitivo un 50% mayor ahora que el que tenían hace 25 años.

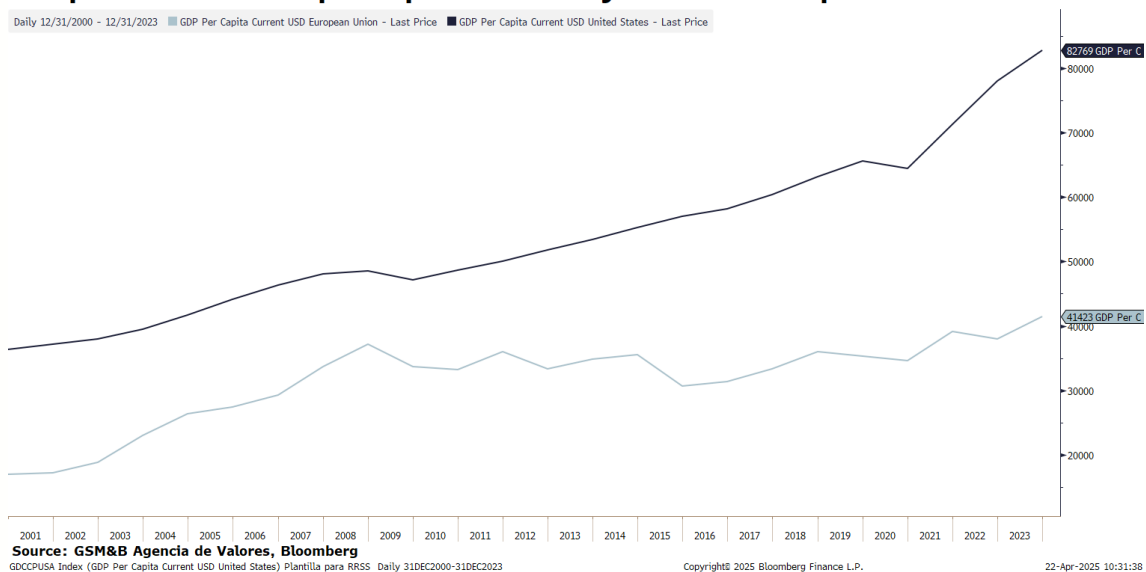
Y, sorprendentemente, lo han hecho en una época de decadencia donde China le ha comido la tostada como fábrica del mundo. La razón de esto es sencilla de entender. Estados Unidos ha dejado de ser la fábrica del mundo para ser la principal desarrolladora de tecnología del mundo. Si tenemos en cuenta que el crecimiento de la producción total del país ha crecido a un ritmo más rápido que los ingresos percibidos por los ciudadanos, esto supone que la productividad del país ha aumentado.

La productividad del país se ha prácticamente duplicado

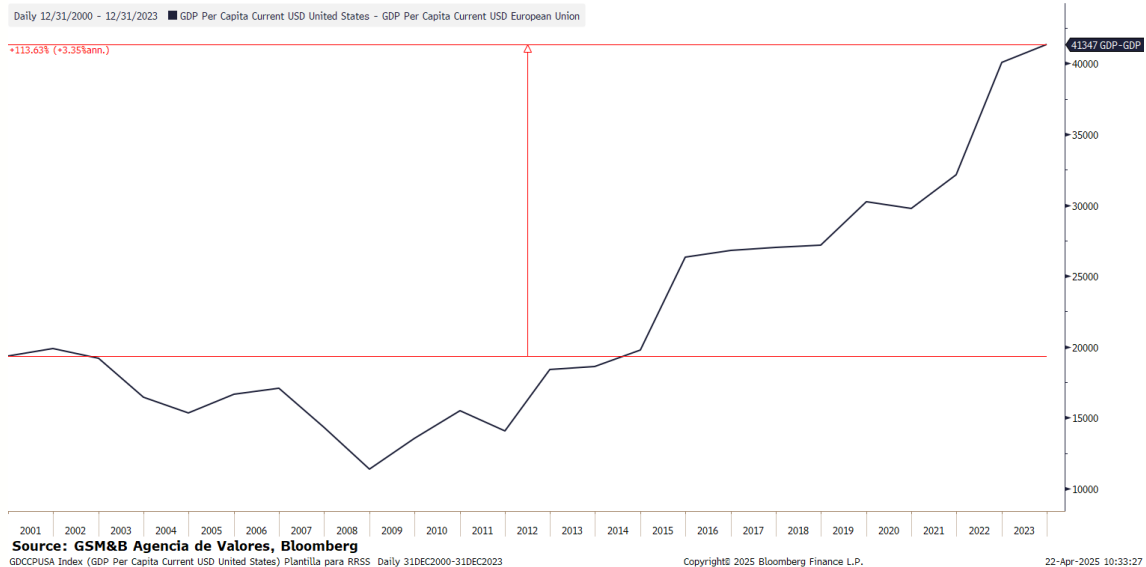


¿Y qué quiere decir todo esto? Que Estados Unidos es ahora mucho más rico que antes. De hecho, si comparamos esta evolución con la situación europea, vemos que la diferencia de riqueza entre nosotros y los estadounidenses no ha dejado de ampliarse prácticamente en los últimos 25 años.

Comparación del PIB per capita de EEUU y la Unión Europea



La diferencia entre ambos PIB per cápita se ha duplicado



Viendo esto se aprecia que la diferencia entre el PIB per cápita entre Estados Unidos y Europa es ahora del doble de lo que era hace 25 años. Por tanto, objetivamente Estados Unidos no solo no ha vivido 25 años de decadencia como muchos parecen decir, si no más bien lo contrario. Estados Unidos ha vivido 25 años de transformación que le ha permitido convertirse hoy en un país más rico, más productivo y con una posición mucho más ventajosa en el mapa geopolítico.

Y, entonces, ¿por qué Donald Trump está insistiendo tanto en que el resto del mundo ha estado tratando fatal a Estados Unidos? O, mejor dicho, ¿cómo puede ser que los ciudadanos estadounidenses hayan comprado este discurso? Bueno, pues como hacen todos los populistas, con argumentos que rozan la mentira.

Todo movimiento ideológico parte de un problema visible y perceptible frente al cual un héroe presenta una solución simple y sencilla. Aunque es cierto que el PIB per cápita se ha prácticamente duplicado en los últimos 25 años, este crecimiento no ha sido homogéneo en todo el país. De hecho, hay estados cuyo PIB per cápita es similar al que podemos tener aquí en Europa.

Precisamente en estos estados es donde es más visible y perceptible este problema de estancamiento o incluso “decadencia”. Es importante entender también que, cuando todo el país va bien, menos tú, esa percepción de decadencia se vuelve incluso más fuerte, por lo que es comprensible que muchos estadounidenses se hayan visto identificados por estos problemas.

Si, ante este problema, se planta un “héroe” carismático, con fuerza, capaz de hacer lo que sea por solucionar ese problema y diciendo lo que “nadie se atreve a decir” (por no decir mentiras), que además nos plantea una solución tan sencilla como poner aranceles a todo el mundo y ya está, nos encontramos en una situación como la actual.

Sin embargo, como vamos a ver ahora, esta solución a un problema inexistente lo que puede traer es, de hecho, problemas reales.

Las consecuencias de una menor globalización

Supongamos que nos quedamos en una isla desierta tú y yo. A ti se te da mejor pescar, mientras que a mí se me da mejor trepar a los árboles y coger fruta. Si decidimos no cooperar probablemente yo no consiga pescar lo suficiente y comeré muy poco pescado, mientras que tú no conseguirás trepar a los árboles más altos y tendrás que conformarte solo con la fruta que puedas coger.

Lo normal sería que, al final, yo solo comiera fruta y tú pescados. Primero porque tú me quitarás la mayoría de los peces y yo a ti la mayoría de las frutas. Pero también porque para qué voy a malgastar tiempo pescando si no se me da bien y puedo simplemente dedicarme a coger fruta. Lo mismo pensarías tú, pero al revés.

El resultado es que tú y yo nos especializaríamos en la producción de unos bienes. En este punto, sería cuestión de tiempo que tú y yo habláramos y dijéramos: oye, por qué no hacemos una cosa, ¿tú te encargas de pescar todo lo que puedas y yo de recoger todas las frutas que pueda y al final del día intercambiamos? De este modo tanto tú como yo comeremos frutas y pescados.

Veámoslo con números. Si dedicaras el día entero a pescar, serías capaz de pescar 100 peces. Si yo dedicara el día entero a recolectar fruta sería capaz de recoger 100 frutas. Vamos a suponer que son perfectamente equivalentes 100 peces y 100 piezas de fruta. El problema está en que yo necesito comer peces y tú fruta, por lo que no puedo dedicar el día entero a recolectar fruta y tú tampoco a pescar.

Por ello, dedicamos la mitad del día a recoger fruta y a pescar. En mi mitad de día yo soy capaz de recoger 50 piezas de fruta, mientras que tú apenas coges 20. A la hora de pescar, en mi otra mitad del día yo solo consigo pescar 20 peces mientras que tú pescas 50. Por tanto, al cabo del día yo he recogido 50 frutas y 20 peces y tú 50 peces y 20 frutas. Cada uno tenemos 70 alimentos.

Lo que ganaríamos si nos coordináramos es que yo podría recolectar todo el día y tú pescar todo el día y al final del día intercambiar. Así, yo recolectaría 100 piezas de fruta y tú 100 peces. Sea como sea que decidamos hacer el cambio, lo cierto es que antes solo éramos capaces de producir 140 alimentos entre los dos (70 cada uno), mientras que ahora hemos producido 200 (100 cada uno). Dicho de otro modo, ahora somos más ricos gracias a que nos hemos centrado en aquello que somos buenos y hemos decidido comerciar.

Ahora cambiemos un poco la historia. Ya no somos tú y yo, ahora es una aldea de pescadores con barcos, cañas y redes donde tú eres el rey y otra aldea de recolectores con estructuras, herramientas y habilidades para plantar frutas y verduras donde yo soy el rey.

La situación es parecida, si mi aldea se especializa en recolectar y la tuya es pescar tanto mis aldeanos como los tuyos podrán ser más ricos ya que todos podrán disfrutar

tanto de frutas y verduras como de pescado. Sin embargo, esta decisión afectaría negativamente a una parte de nuestras respectivas aldeas. Si permitimos que tu pescado entre en mi aldea y mis frutas y verduras en la tuya, tanto mis pescadores como tus recolectores verán una competencia que les desplazará y les impedirá vender sus bienes.

Para estos aldeanos, la situación está siendo desfavorable y puede que para muchos no sea fácil cambiar de especialización. Mis pescadores ya tienen un dinero invertido en barcos y toda una vida de experiencia y conocimientos. Para hacerse recolectores necesitarían tierras, herramientas y años de conocimientos. Lo mismo les ocurriría a tus recolectores, quienes ahora no podrían tan fácilmente dedicarse a la pesca.

Es entonces cuando surgen las presiones de estos habitantes, quienes podrían darnos problemas si decidimos no hacerles caso. Vamos a suponer que, por mi parte, decido hacerles caso. Con el fin de proteger a mis pescadores voy a poner trabas a que tus pescadores vendan tu pescado en mi aldea. En concreto, voy a cobrar un impuesto por cada pescado que sea vendido de alguien de tu aldea. De este modo, los pescados de mis pescadores serán relativamente más atractivos y mis pescadores podrán competir en igualdad de condiciones.

El primer efecto lo podemos identificar rápidamente. Mis aldeanos ahora tendrán que decidir entre pagar más por un pescado de mejor calidad o pagar lo mismo de antes por un pescado de peor calidad. El disfrute de mis aldeanos ahora es menor y, por tanto, podemos decir que son menos ricos.

Para tus aldeanos también tendrá un efecto. Ahora venderán menos pescado en mi aldea y, por tanto, tendrán menos ingresos. Tus aldeanos también serán menos ricos y como consecuencia de segunda derivada, consumirán menos frutas y verduras. Por lo que esto también afectará a mis aldeanos recolectores, quienes ahora verán que venden menos frutas y verduras en tu aldea.

Obviamente, tus aldeanos no tardarán en tocar la puerta de tu casa para pedirte explicaciones y justicia, ya que todo esto viene por mi culpa. No sería raro que tu decisión fuera la de aplicar impuestos a las frutas y verduras que mis aldeanos vendan en tu aldea. Esto, por desgracia, agravaría aun más el problema ya que ahora tus aldeanos tienen que pagar más por mis frutas y verduras o consumir tus frutas y verduras de peor calidad.

En definitiva, hemos acabado en una situación donde la riqueza y el bienestar tanto de mis aldeanos como de los tuyos es peor que antes. Esta es la consecuencia más directa de lo contrario a la cooperación, el proteccionismo.

Aterrizando ahora todo esto a la realidad las consecuencias son las mismas. Desde que acabara la segunda guerra mundial y el comercio empezara a abrirse en todo el mundo cada país se ha especializado en unas pocas cosas. Ya sea por tener recursos únicos en forma de materias primas, por tener una mano de obra más barata, por tener una divisa más débil o por tener un conocimiento muy avanzado, cada país se ha acabado especializando.

Esto ha permitido que cada país ofrezca lo que mejor hace y el mundo entero se ha beneficiado de ello (dentro de lo que ha podido). Así, la asignación del capital ha sido mucho más eficiente invirtiéndose en aquello en lo que de verdad somos buenos y siendo cada vez mejores en ello, permitiéndonos aumentar la productividad y, por tanto, generar más riqueza.

Sin embargo, las últimas dos décadas han sido décadas donde hemos empezado a ver signos de retroceso en el comercio internacional. Del mismo modo que a nosotros como reyes de nuestras respectivas aldeas nos presionaban para proteger a nuestros aldeanos, unos pequeños sectores se han ido manifestando para forzar a que los estados les protejan. Ahora esto se está intensificando y está en riesgo la dirección y las tendencias de crecimiento que hasta ahora estábamos viendo.

Muchos dicen que vivimos obsesionados con el crecimiento, que no siempre es cuestión de crecer a toda costa, que a veces conviene incluso frenar para no dejar a nadie atrás. Si nunca habías escuchado nada de esto probablemente estés de acuerdo, pero lamentablemente no es tan sencillo.

El crecimiento es el estado natural de la humanidad. Ninguno de nosotros quiere estar tal y como está ahora, todos buscamos estar en una situación mejor. No tiene por qué ser económicamente, puede que sea de salud, de tiempo, de tranquilidad. Sea como sea, siempre buscamos un mejor estado que el actual. La economía la componen personas y, por tanto, adopta esta misma naturaleza de búsqueda del crecimiento constante.

Lo que muchos no tienen en cuenta es lo que Darwin consiguió demostrar con su teoría. Darwin no dijo lo que dijo para desmentir a la iglesia de que veníamos de Adán y de Eva. Darwin simplemente descubrió que en un mundo cambiante como el que vivimos, solo sobrevive el que mejor se adapta al entorno. Por tanto, la solución no está en frenar y esperar a que las circunstancias vuelvan a cambiar para que los que se han quedado atrás puedan alcanzar al resto. La solución está en dejar libertad suficiente para que, cuando cambie el entorno, todos podamos adaptarnos lo antes y lo mejor posible.

Lamentablemente, lo que Trump pretende con todo esto es precisamente lo contrario. Busca manipular todo lo posible las circunstancias para que así el entorno se adapte mejor a aquellos que no han sido capaces de adaptarse. Y, lamentablemente también, las consecuencias las vamos a pagar todos del mismo modo que tu aldea y la mía pagaron las consecuencias de nuestras políticas proteccionistas.

Y no solo hablamos de consecuencias directas sobre el consumo. Hablamos de consecuencias que pueden notarse en el largo plazo. Como decíamos, el hecho de poder especializarse permite también que el capital y los recursos se inviertan de la manera más eficiente posible. Si en mi aldea somos recolectores mis investigadores se centrarán en encontrar la forma de poder plantar y recolectar frutas y verduras más rápido, de mejor calidad o a un menor precio. Ahí se invertirán los recursos de mi aldea y el resultado será mucho mejor que si mis aldeanos invierten en nuevas formas de pescar, simplemente porque no somos buenos en ello.

Hoy Estados Unidos es la principal potencia tecnológica, pero esto no ha ocurrido de la noche a la mañana. A principios del año 2000 vivimos una de las mayores burbujas especulativas debido al entusiasmo alrededor de las empresas relacionadas con internet. En aquel entonces, la tecnología ya estaba tomando forma de producto, pero el descubrimiento se remonta a décadas anteriores. Y no ha sido hasta hace apenas 15 años que internet empezó a tomar un peso relevante en nuestras vidas. Esto ha sido gracias a toda la inversión en desarrollo de infraestructura que se ha hecho, especialmente, en Estados Unidos.

Por tanto, la posición actual de Estados Unidos se debe a unos descubrimientos hechos hace más de 40 años, pero el verdadero culpable está en la inversión que en todos estos años se ha hecho. Esta inversión se ha realizado porque el libre comercio lo ha permitido, liberando recursos de otros sectores donde Estados Unidos estaba menos especializado y concentrando el capital en este tipo de servicios donde sí que se estaba especializando.

Pensemos ahora cómo sería nuestro día a día si Estados Unidos no hubiera hecho estas inversiones. Pensemos en cómo serían nuestros coches si, en lugar de dejar que Alemania se especialice en su producción, cada país tuviera que fabricar sus propios coches. Extrapolemos esto a todo y pensemos en que todo el desarrollo tecnológico que tenemos hoy lo tenemos gracias a que un país especializado ha invertido durante décadas en hacer mejor lo que mejor sabe hacer.

Que diferente sería nuestra vida sin la globalización y qué diferente pinta el futuro si seguimos retrocediendo en el libre comercio...

El otro gran problema de Estados Unidos

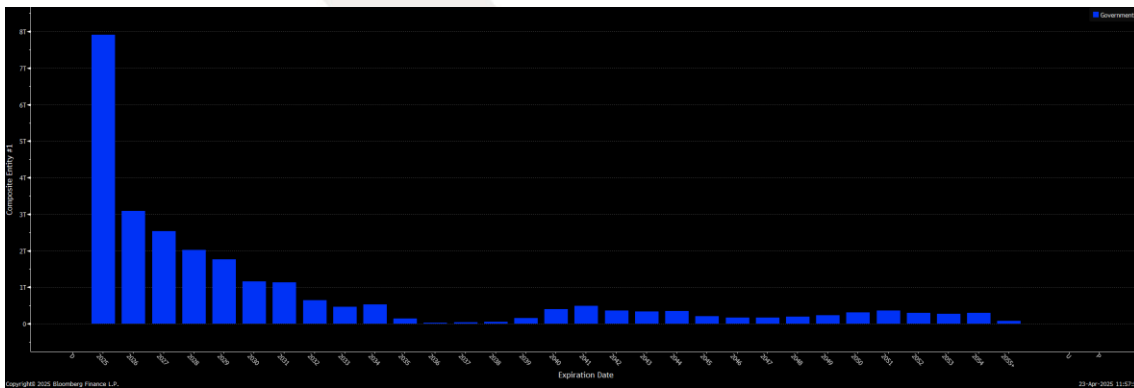
Hay otro problema que debe de estar preocupando y mucho a Trump, pero especialmente a Scott Bessent, actual secretario del Tesoro de Estados Unidos. El endeudamiento de Estados Unidos ha alcanzado cotas excepcionalmente elevadas y, lamentablemente, tiene pinta de que seguirá aumentando ya que el déficit de Estados Unidos es ni más ni menos que del 6% del PIB, uno de los más elevados de los países avanzados.

Hablamos de déficit cuando los gastos públicos superan los ingresos públicos. Si hablamos de una empresa, sería las pérdidas que durante un año contable ha tenido. La diferencia es que un país no quiebra tan fácilmente como una empresa. Una empresa que, sistemáticamente, entra en pérdidas simplemente acabará por perder la confianza de los inversores y tendrá que cerrar la persiana. Un país o, dicho de otro modo, el país cuya moneda es la moneda de reserva internacional, muy mal lo tiene que hacer para que tenga que cerrar la persiana. Simplemente, las pérdidas las financia con deuda y pasa el problema al futuro. Además, un gobierno puede aumentar los ingresos "a voluntad". Simplemente sube los impuestos y, dado que son impuestos, no hay más remedio que pagarlos.

Bien, pues el futuro ha llegado ya y ahora no es tan sencillo seguir posponiéndolo. Los tipos empezaron a subir con fuerza en 2022 fruto de la crisis inflacionista provocada por la reapertura del mundo tras el covid. Ante esto, la anterior secretaria del Tesoro, Janet Yellen, decidió refinanciar los vencimientos con deuda a corto plazo con letras del tesoro principalmente.

Esta decisión se tomó porque, con los tipos como estaban, si emitían deuda a largo plazo eso supondría comprometer unos gastos de deuda muy altos a largo plazo. Lo que se esperaba era a que los tipos bajaran para entonces emitir deuda a largo plazo más barata y, al menos, que los gastos de deuda no se dispararan.

El problema es que se ha estado creando una montaña de vencimientos que ahora le toca afrontar a Bessent. Este año vencen ni más ni menos que 9,2 billones de dólares lo cual supone el 25% del total de la deuda del Tesoro. Como decía, este problema ya no se puede posponer porque lo único que haríamos sería hacer más grande una bola que acabará por aplastarlo todo.



Esta es la montaña de deuda que Estados Unidos tiene que afrontar este año. La mayor parte son letras del tesoro con vencimientos inferiores a 1 año. Como hemos explicado anteriormente, esta era la estrategia que Yellen estaba llevando a cabo ante la imposibilidad de poner financiar a más largo plazo con las condiciones actuales.

Sin embargo, si seguimos haciendo eso, esta montaña se hará más y más grande. Por ejemplo, supongamos que financiamos de nuevo esta deuda que vence este año con un vencimiento promedio de 2 años. El año que viene tendremos otros 3 billones de dólares y el siguiente más de 2,5 billones de dólares más lo que refinanciamos este año.

Estamos empujando una bola de nieve montaña arriba y haciéndola cada vez más grande. Tenemos la ciudad a los pies de la montaña y ahora la bola es tan grande que si cae destrozará todo, pero la solución tampoco puede ser seguir empujándola y haciéndola más grande. Lo que desean Bessent y Trump es que pronto la colina cambie de pendiente y poder dejar de empujar la bola, es decir, aparcar el problema durante algunos años más.

Esto se traduce en que lo que desean Bessent y Trump es que los tipos bajen. ¿Hasta dónde tienen que bajar? Actualmente, Estados Unidos tiene un coste promedio de la

deuda de un 3,20%. Por tanto, si los tipos cayeran, por debajo de ese nivel el tesoro podría refinanciar a más largo plazo comprometiéndose a pagar un tipo promedio similar al actual durante los próximos años.

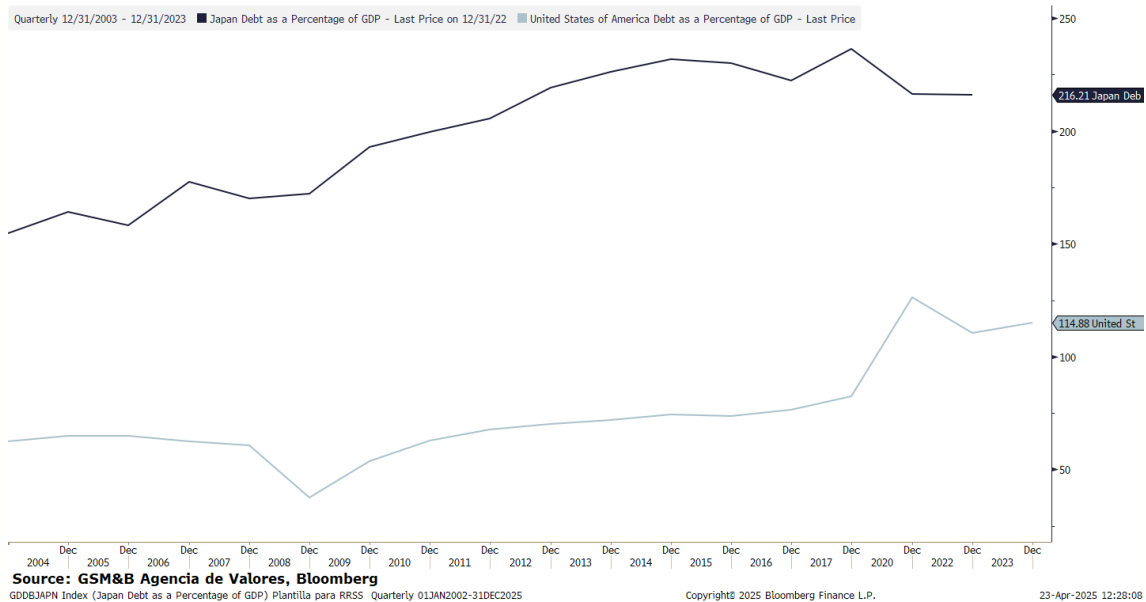
Sin embargo, la montaña parece que va a seguir inclinándose incluso más. La postura de Trump está dándole más dolores de cabeza a Bessent. Desde que tomara la decisión de imponer aranceles a todo el mundo los tipos han subido más de 50 pb y el dólar se ha desplomado.

Además, el mercado sabe que la oferta de bonos este año se va a disparar y esto también podría estar detrás del movimiento al alza de los tipos. La pregunta no solo es cómo va a refinanciar esta montaña de deuda el Tesoro, si no las consecuencias que puede tener en el mercado la forma en que la refinancien.

Esto hace que la incertidumbre y la preocupación sean muy altas. La solución podría ser replicar (dentro de lo posible) el modelo japonés.

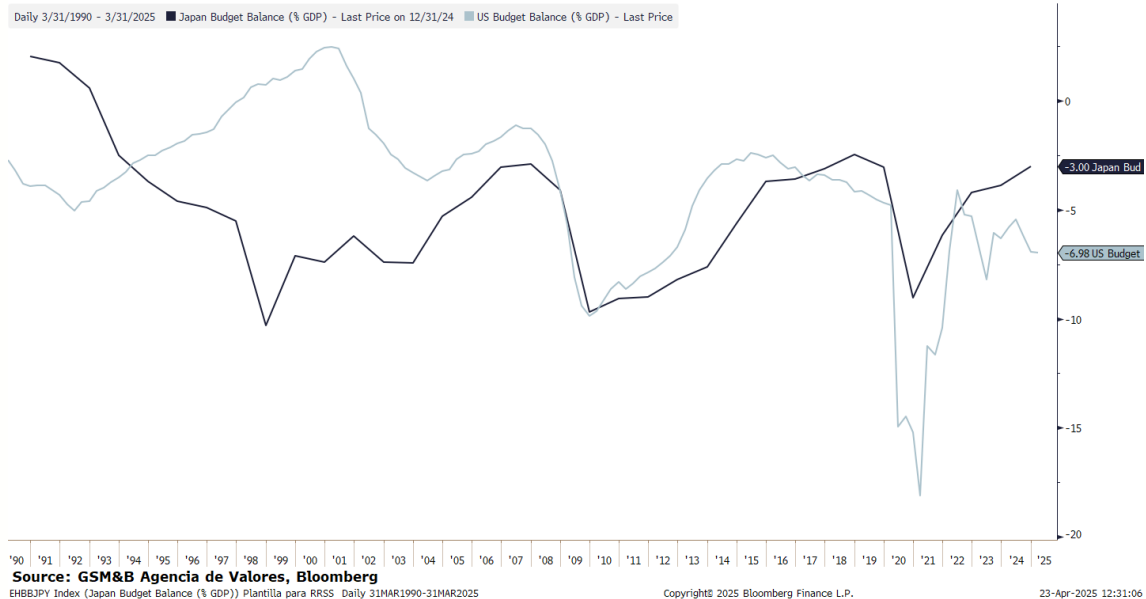
Japón es el país del mundo con mayor deuda sobre PIB. Prácticamente duplica el endeudamiento relativo de Estados Unidos.

Comparación de endeudamiento entre EEUU y Japón



Si comparamos los déficits, la cosa tampoco dista mucho. Ambos países viven en un déficit estructural y, aunque en la actualidad el déficit de Estados Unidos es mucho mayor que el de Japón, podemos decir que están en una situación muy similar.

La situación con los déficits es relativamente similar entre EEUU y Japón



Por tanto, si Japón lleva más de 30 años con un endeudamiento superior al 150% del PIB y creciente hasta el punto actual en el que supera el 200% del PIB, ¿por qué nos preocupamos de que ahora Estados Unidos pueda entrar en problemas?

La diferencia es que prácticamente el 90% de la deuda pública japonesa está en manos de los japoneses. El mayor poseedor es el Banco de Japón, mientras que el resto lo poseen bancos de japoneses y los propios japoneses.

En el caso de Estados Unidos, la dependencia de la inversión extranjera es mucho mayor y, por tanto, una pérdida de la confianza se traducirá en mayor volatilidad de los bonos y de los tipos.

Si eso ocurre, la respuesta natural sería que la Fed acudiera al rescate, comprando todos esos bonos que se están vendiendo e inyectando liquidez en el mercado. Sin embargo, esto no es tan sencillo ya que puede tener serias implicaciones sobre el valor del dólar y provocar una inflación monetaria. Otra solución para el corto plazo sería que la Fed bajara los tipos, algo que no va a ocurrir a menos que venga una recesión.

A medio plazo el futuro no pinta tan mal. Los avances tecnológicos recientes están empezando a generar toda una oleada de innovación que, sin duda, permitirá que la productividad aumente y, con ella, la riqueza. Una forma también de reducir el endeudamiento es a través del crecimiento y, si las circunstancias lo permiten, esta puede ser una salida no solo para Estados Unidos, también para Europa.

El rearme europeo y el Euro Digital

Aunque Donald Trump, por desgracia, a acaparado la mayoría de los titulares durante todo este primer trimestre, en Europa también han pasado cosas, cosas importantes. Recordemos que, cuando Trump se posicionó como intermediario entre Rusia y

Inscrito en el Registro Mercantil de Alicante, Tomo 3476, Folio nº A-122708, Inscripción 1 C.I.F.A-54609203

Ucrania, quedó claro que lo que realmente quería Trump era acabar cuanto antes con la guerra para poder recoger los trozos que quedaran.

A partir de este momento Europa entendió que Rusia podría ser una amenaza y que Estados Unidos no iba a pararle los pies, más bien al contrario, incluso le estaba incentivando, diciéndole que mientras luego llegasen a un acuerdo no pasaba nada.

Por esto mismo, los líderes europeos, incluido Reino Unido, decidieron coordinarse y pensar un plan de rearme que desincentive a Rusia de cualquier plan que pueda tener de seguir acercándose a Europa.

En concreto, la Unión Europea ha propuesto un plan de inversión para los próximos 5 años donde pretende gastar hasta 800.000 millones de euros. Puede que estas cifras ya no sorprendan a nadie, por ello creo que conviene poner un poco en perspectiva la magnitud de este plan.

El proyecto Manhattan fue un proyecto que desarrolló el gobierno de Estados Unidos para el desarrollo de la bomba nuclear. Hizo falta la construcción de todo un pueblo desde cero y de la contratación y manutención de hasta 130.000 personas entre ingenieros, científicos, militares y operarios civiles durante más de 3 años. Como ves, no hablamos de un proyecto cualquiera.

La inversión total fue de 2 mil millones de dólares, que a fecha de hoy teniendo en cuenta el efecto de la inflación equivaldrían a unos 27 mil millones de dólares. Es cierto que esto duró solo 3 años y medio aproximadamente. Para poder ser justos vamos a mirar el gasto que hubieran tenido si el proyecto se hubiera prolongado 1 año y medio más. En total serían 38 mil millones de dólares actuales, lo cual supone apenas un 4% del gasto que pretende hacer la Unión Europea en defensa.

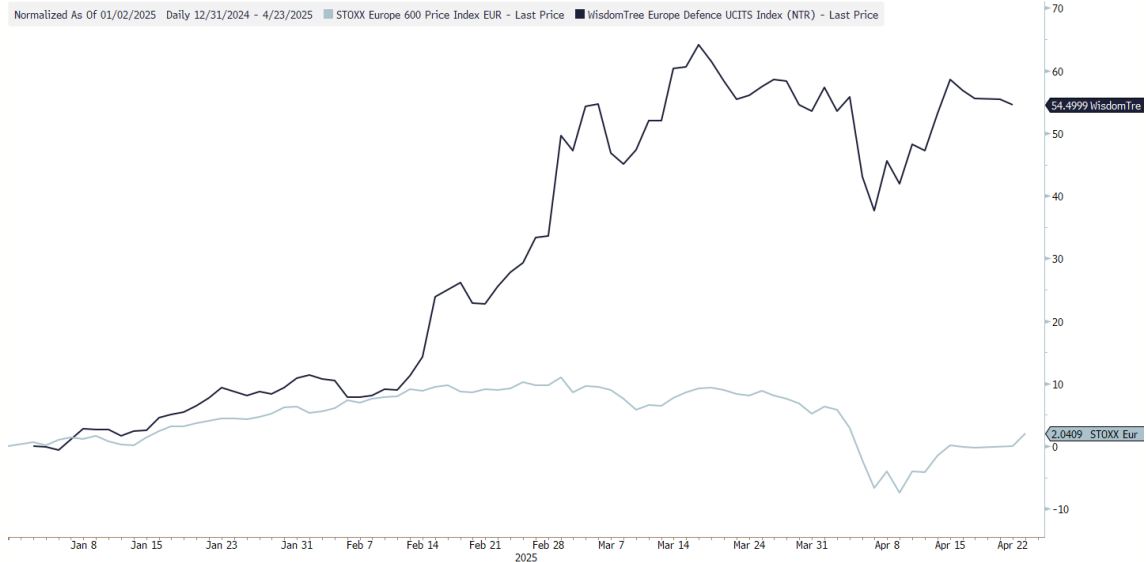
Veamos otro ejemplo, el de la estación espacial internacional (ISS). Este proyecto fue un proyecto mucho más largo. Si contamos desde que se empezó a investigar son más de 25 años, mientras que si contamos solo años en los que se construyó esta estación internacional hablamos de 11 años. Aquí colaboraron hasta 5 agencias espaciales y contaron con miles de ingenieros y científicos, así como 279 astronautas que tuvieron que volar al espacio.

En total, la ISS costó unos 150 mil millones de dólares desde 1998 que se empezó a construir hasta 2011, pero aquí no se incluyen todos los gastos de desarrollo desde que surgieran los primeros diseños en 1984. Sea como sea, vemos que sigue siendo una cantidad muy inferior a esos 800.000 millones de euros que la Unión Europea pretende gastar en tan solo 5 años.

Pensemos en todo el empleo que podría generar esto y el desarrollo tecnológico que podríamos vivir gracias a estos planes. Hablamos de que Europa podría posicionarse como un claro referente en tecnología y desarrollo militar gracias a estas inversiones, lo cual podría revivir el crecimiento en un continente que parece que hace años que ha tirado la toalla.

Las bolsas ya han reflejado este movimiento. Si observamos el comportamiento de aquellas empresas relacionadas con la defensa vemos que este plan es muy bueno directamente para ellos.

En lo que llevamos de año las empresas de defensa están disparadas



Sin embargo, no solo para ellos. Cuando el dinero se concentra y se invierte en estas cantidades (ya sea por financiación pública o privada) tarde o temprano acaba distribuyéndose y llegando al resto de la economía.

Para entenderlo, vamos a simplificar este proyecto. Vamos a suponer que se va a destinar todo a la producción de tanques. Como imaginarás, el primer beneficiado será aquel que produzca tanques, pero no solo él. Si quiere poder producir todos los tanques que se requieren necesitará aumentar su capacidad de producción. Probablemente tenga que construir nuevas plantas de fabricación y contratar a mucha más gente.

Para la producción de estas plantas de fabricación se contratarán ingenieros y promotores que se encarguen de todo, los cuales a su vez también contratarán a mucha gente. En este proceso de construcción de las nuevas plantas de fabricación se demandará también muchos materiales, por lo que los encargados de extraer, procesar y enviar todos esos materiales también verán un fuerte aumento en sus ventas y, probablemente, también necesiten acelerar su ritmo de producción.

Lo mismo ocurrirá cuando todas las plantas de fabricación estén listas y todo el personal nuevo contratado, hará falta un flujo constante de materias primas que será muy superior al actual, por lo que también los proveedores del productor de tanques necesitarán aumentar su producción.

Como ves, de forma indirecta otros sectores se van beneficiando por fases de estas inversiones y todos ellos demandan recursos, entre ellos trabajadores. Tanto si estos trabajadores ya estaban trabajando en otro sitio y se han cambiado de trabajo por unas

mejores condiciones, como si son personas que buscaban trabajo, lo que está claro es que ahora habrá más dinero en manos de estos trabajadores.

Esto se traduce en mayor capacidad de gasto por lo que lo más normal es que aumente el consumo. Habrá más demanda de coches, de casas, de bienes de consumo, etc. Como vemos, poco a poco este dinero va cambiando de manos y se va distribuyendo en la economía.

Además, cuando hablamos de estas cantidades y un plazo de 5 años puede que el tejido industrial y empresarial cambie y nazca una nueva industria que permanezca después de estos 5 años y que pueda dar el impulso que necesita Europa.

Probablemente hayas visto en algún momento memes donde se ve a China y a Estados Unidos compitiendo por ver quien toma la delantera en la carrera de la IA, en la carrera de colonizar planetas, en la carrera de computación cuántica, etc, mientras Europa se dedica a ponerle una especie de imperdible a los tapones de las botellas de plástico.

Esto es lo que es hoy Europa, nos llaman el viejo continente por varias razones y una de ellas es por nuestra cultura de persona mayor, de ver la vida pasar y de buscar el menor número de problemas. Necesitamos dinamismo y puede que con este proyecto lo consigamos.

Por otro lado, tenemos el Euro Digital. Esta es una iniciativa que no es nueva ni para nada innovadora. En China ya tienen su Yuan Digital. En principio lo que pretende solucionar la Unión Europea son los problemas de pagos dentro de la Zona Euro. Hasta ahora los pagos son tramitados por empresas como Visa o Mastercard, quienes emiten tarjetas y son los encargados de coordinarse con los bancos. Lo que la Unión Europea quiere es simplemente democratizar y eliminar intermediarios en los pagos.

Más allá de eso, no cambia gran cosa. No tiene nada que ver con lo que ofrecen otras criptomonedas privadas o completamente descentralizadas como Bitcoin. Aquí hablamos de que el Euro Digital será una moneda que emitirá el BCE y que será un pasivo para él del mismo modo que ocurre ahora con el euro.

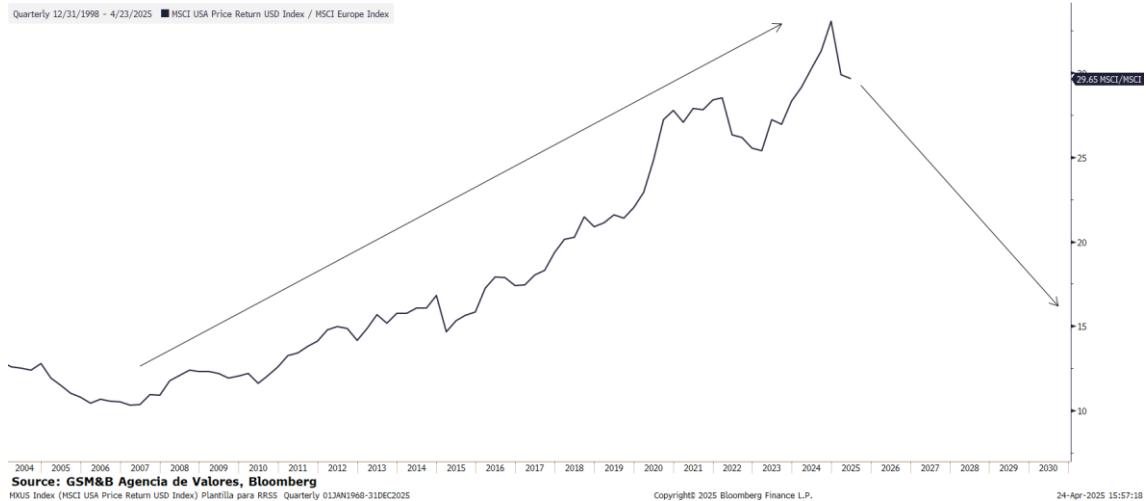
Sin embargo, esto ofrece flexibilidad, coordinación y un marco regulatorio común que da pie a otras iniciativas empresariales relacionadas con el mundo Fintech. Puede parecer una tontería, pero el dinero, en el fondo, es una infraestructura más. Es el medio por el cual se intercambia valor y, del mismo modo que unas buenas autopistas son mejores para el transporte de mercancías, un buen dinero es mejor para las transacciones comerciales, financieras y de todo tipo.

Por ahora, esto del Euro Digital es un proyecto en fase de preparación. Se espera que para finales de este año se pueda tomar una decisión formal acompañada de una aprobación por parte del Parlamento Europeo. A partir de ahí entraremos en un proceso de implementación progresivo. Y, aunque tampoco es algo nuevo, ya que lleva desarrollándose desde 2023, creo que es muy relevante para ver el futuro de Europa entender que dos industrias tan potentes como la financiera y la de defensa van a vivir

un auge espectacular los próximos 5 años que pueden hacer que Europa cambie completamente de rumbo.

Ahora, teniendo en cuenta los problemas que enfrenta Estados Unidos y las oportunidades que se le están abriendo a Europa, no sería raro pensar que este gráfico puede que empiece a cambiar.

¿El comienzo de una nueva era para Europa?



Lo que estamos viendo aquí es el gráfico del ratio entre el MSCI United States y el MSCI Europe. Desde la gran crisis de 2008 Estados Unidos ha estado mostrando un comportamiento relativo a Europa claramente mejor. Ahora, teniendo en cuenta estos factores, podríamos estar ante una reversión a la media.

Lamentablemente, parece que este camino no será fácil. Durante los próximos años tendremos que aguantar a nuestro amigo Trump y a sus secuaces. Viendo cómo han empezado, parece que no va a ser una legislatura fácil para los inversores. Por ello, me gustaría acabar esta carta trimestral con unos pequeños consejos pensados para navegar momentos turbulentos como estos.

Domina la inversión dominándote a ti primero

Aunque nuestra sociedad, nuestro día a día y nuestros problemas disten mucho de los que podríamos encontrarnos hace miles de años, lo cierto es que nuestro cerebro es prácticamente idéntico al que teníamos entonces. Lo único que ha cambiado es aquello que nos genera esa sensación de peligro, pero la reacción es muy similar.

Nuestro cerebro todavía no se ha adaptado a los problemas del presente. No es capaz de relativizarlos y entender que no es comparable una situación en la que nuestras inversiones han caído un 15/20 o incluso un 40% con una situación en la que escuchamos a un león cerca.

Viéndolo con perspectiva, podemos pensar que claramente son situaciones muy diferentes. Cada uno tendrá una tolerancia al riesgo, pero la mayoría es consciente de

que el riesgo de que haya caídas temporales en nuestras inversiones es muy elevado. Y ojo, esto no quiere decir que exista un riesgo elevado de perder dinero, quiere decir que hay una elevada probabilidad de ver caídas temporales en el valor de nuestras inversiones.

En cambio, si nos viéramos en una situación en la que escuchamos a un león cerca, pero no sabemos dónde está. Nuestra percepción de que estamos en peligro será muy real y nuestra vida estará en riesgo.

Ambas situaciones son muy diferentes desde un punto de vista objetivo y racional. Pero nuestro cerebro actúa de forma similar. Desencadena en nosotros una secuencia que nos prepara para afrontar el peligro, ya sea huyendo, escondiéndonos, intentando enfrentarnos, como sea.

Cuando vemos esas pérdidas en nuestra cartera de inversiones resulta inevitable sentir ese dolor de estómago, esa preocupación, ese enfado. Todo esto son síntomas del estrés y la ansiedad que nuestro cerebro ha generado ante esta situación como mecanismo de defensa. Nos está preparando para afrontar esta situación.

El problema es que, como decía antes, quizá está exagerando ya que es una reacción similar a la que tendría si nos viéramos en la situación del león. Por ello, dado que no podemos controlar esto, vamos a intentar al menos encontrar mecanismos que nos impidan tomar decisiones de las que luego nos podamos arrepentir.

Lo primero que vamos a hacer es poner una barrera entre nuestros impulsos y nuestras decisiones. Si podemos actuar por impulso, lo más normal es que cuando nos vengan estas reacciones involuntarias, nos cueste mucho contenernos y tomemos malas decisiones.

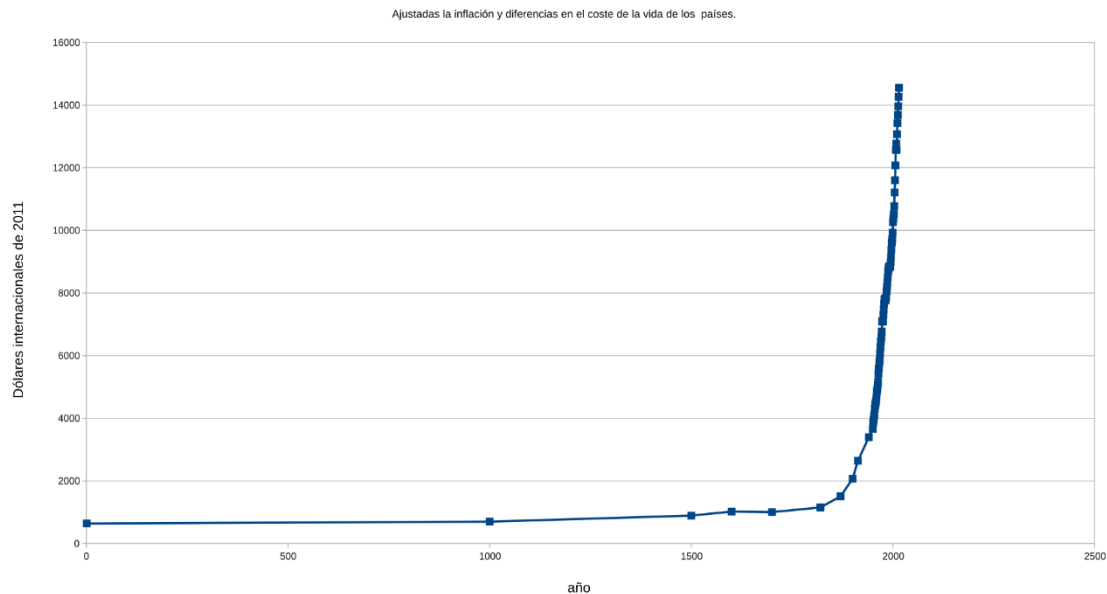
Es por esto que contar con un asesor financiero es clave. Si cuando te venga un impulso en lugar de actuar nos llamas no solo impedirás tomar una mala decisión probablemente irreversible, si no que también saldrás de la llamada más calmado.

Déjanos que seamos nosotros los que nos pongamos al frente de esta emocionalidad inevitable. Tus inversiones no tienen la culpa de que los humanos seamos así y lo peor es que no lo van a pagar tus inversiones, si no tú mismo en el futuro. Cuando vuelvas a mirar los mercados semanas o meses después y veas que no era para tanto te arrepentirás y será entonces cuando sientas que igual deberías de haberte apoyado en tu asesor financiero.

Lo segundo que tienes que hacer es entender cómo funciona el mundo y, sobre todo, cómo funcionamos las personas. Antes lo decíamos, el ser humano siempre busca una mejor situación y eso empuja a la sociedad a seguir mejorando. El incentivo está claro, si consigues mejorar la vida de las personas estas estarán dispuestas a pagarte por ello. Por suerte, aunque la tendencia no es muy optimista, seguimos viviendo en un mundo capitalista que motiva a muchas personas a hacer de este mundo un lugar mejor.

Esto nos permite afirmar que el mundo hoy es mucho mejor que hace 10 años y lleva siéndolo así casi ininterrumpidamente durante toda la historia de la humanidad, pero especialmente a raíz de los siglos XVIII y XIX, cuando la revolución industrial inició una era de innovaciones y aumentos de productividad que han provocado un crecimiento exponencial.

Evolución de la renta per cápita mundial en los dos últimos milenios



Aunque este es un gráfico desactualizado sirve igualmente para ver la tendencia del PIB per cápita mundial. ¿Qué motivos hay para pensar que las cosas van a ser diferentes en los próximos 10 o 20 años? Si lo pensamos, las oportunidades ahora son incluso mayores que entonces y, por tanto, el crecimiento debería de seguir siendo el mismo o mayor incluso que hasta ahora.

Además, tenemos una ventaja como inversores. Uno de los problemas que tiene, por ejemplo, la digitalización y la irrupción de la IA en el mundo laboral es que amenaza directamente muchos puestos de trabajo. Ya a día de hoy sería difícil saber si estas palabras están siendo escritas por una IA como ChatGPT o no. Sin embargo, como inversores nos da igual porque siempre podremos invertir en aquellas empresas que creamos que se van a aprovechar de esto.

Literalmente, podemos invertir en aquello que amenaza nuestro trabajo. Pensemos lo que implicaría esto, pasaríamos de ser empleados de una empresa a propietarios de una empresa que tiene como cliente a nuestra actual empresa. Visto así no parece tan dramático.

Lo que pretendo decir es que hay motivos para mantener el optimismo en el medio/largo plazo, por lo que cuando vengan mal dadas como las que pueden estar viniendo ahora para muchos, simplemente pensemos en el futuro y tengamos paciencia.

Por último, creo que lo que, ante todo, debemos de hacer es tratar de aprender de nuestros errores. Muchos probablemente estén sufriendo más de la cuenta porque han asumido un riesgo excesivo en sus carteras. El papel aquí de los asesores es fundamental.

Puede que muchos de los que lean esta carta piensen: ¿qué dice este tío de los próximos 10 o 20 años, si yo necesito el dinero en 2 años? Si es tu situación y las pérdidas que has sufrido son excesivas, tal vez el error haya venido por asumir más riesgo del que deberíamos.

Nosotros tratamos siempre de encontrarle un propósito a cada inversión. Puede que tengas uno o varios objetivos, cada uno con un horizonte temporal y, por tanto, cada uno con una capacidad de asumir un riesgo. Por ejemplo, si del total de nuestras inversiones, parte van para la jubilación y parte van para reformar la casa, nosotros lo que haremos será crear una cartera con un perfil de riesgo y un horizonte temporal para la jubilación y otra cartera diferente con otro perfil de riesgo y otro horizonte temporal para la reforma.

De este modo, cuando vengan situaciones como esta, tendrás a salvo tu objetivo de más corto plazo porque la cartera estará enfocada en la preservación del capital y no en el crecimiento.

Por ello, evalúa tus objetivos, reflexiona sobre tu verdadera tolerancia al riesgo y tratemos de evitar que algo como esto pueda volver a ocurrir. El mercado es así y ten por seguro que volverá a ocurrir situaciones como esta, no hay nada que podamos hacer para evitarlo. Lo que sí que podemos hacer es impedir que ponga en riesgo nuestros objetivos.

Conclusión

El futuro, como siempre, ofrece tanto oportunidades como amenazas. De nosotros depende cómo queremos ver el vaso, si medio lleno o medio vacío. Si lo vemos medio vacío y nos limitamos a ver solo lo malo estaremos dejando pasar muchas oportunidades que nos permitirían mejorar nuestra situación.

Por ello, nosotros preferimos siempre verlo medio lleno y tratar de ver lo bueno de cada situación. Puestos a elegir, preferimos tener sesgo optimista que sesgo pesimista. Ojo, esto no quiere decir que seamos unos idealistas y que demos la espalda a los riesgos. Somos conscientes de ello como habrás podido observar en esta carta a inversores. Sin embargo, una vez entendemos lo que puede estar pasando, preferimos ver qué puede salir beneficiado o reforzado frente a que puede salir perjudicado o debilitado.

En la actualidad, nuestro posicionamiento está sobreponderado en Europa. Creemos que la visibilidad es mayor desde un punto de vista económico y geopolítico. En concreto, estamos posicionándonos dentro del factor value, pues creemos que las empresas en crecimiento son más dependientes del comercio internacional y, por tanto, pueden sufrir más si las cosas siguen complicándose.