Paradigma Stable Return

Ayudando a los inversores a
proteger y aumentar su capital

¡Hay que pensarlo! & Leer o ver | Enero 24 a octubre 26

a&g GLOBAL INVESTORS



Bernardo Barreto

Miembro del Comité de Inversión

Bernardo cuenta con más de 20 años de experiencia, principalmente invirtiendo globalmente en múltiples clases de activos desde Londres. Ha trabajado para firmas como McKinsey & Co, Barclays Capital, Ontario Teachers' Pension Plan y Jetstone AM. Obtuvo su MBA de la Harvard Business School en el 2008, graduándose con Distinción



Miguel Mayo

Miembro del Comité de Inversión

Miguel comenzó su carrera en la gestión de inversiones en el BBVA en 1996. Desde entonces ha trabajado principalmente en Londres gestionando mandatos de inversión en Goldman Sachs AM, CSFB, VEA, Tudor Capital e Idalion Capital. Obtuvo su MBA de The Wharton School en el 2000, graduándose como Palmer Scholar.



Germán Molina

Miembro del Comité de Inversión

Germán comenzó su carrera en CSFB en 2003, seguido de VEA. Fue también gestor cuantitativo y socio en Tudor Capital e Idalion Capital. Obtuvo su MA en Economía y su Doctorado en Estadística en la Universidad de Duke (2003) con beca Fulbright. Su trabajo en estadística computacional fue premiado por la American Society for Quality.

El presente documento ha sido elaborado por A&G Fondos, SGIIC, S.A. y contiene información relativa a cifras y hechos de mercado. Todos los datos contenidos en este documento están elaborados con exactitud, salvo error u omisión tipográficos.

El update de final de mes tiene 3 secciones:

01. **Update de mercado** – comentarios de la actividad del mercado, de las decisiones de gestión implementadas en la cartera y de las rentabilidades durante el periodo.
02. **Hay que pensarlo** – ideas que desafían la perspectiva común – "Lo que nos mete en problemas no es lo que no sabemos. Es lo que sabemos con certeza y que simplemente no es así" origen desconocido, pero comúnmente atribuido a Mark Twain.
03. **Leer o ver** - una recomendación de un libro, video o podcast que nos haya parecido particularmente interesante y enriquecedor.

Abajo tenemos todos los 02. ¡Hay que pensarlo! enviados en 2024, 2025 y 2026.

Esperamos que encuentren valiosas estas ideas y por favor, no duden en comunicarse con cualquier pregunta, comentario o crítica. Saludos cordiales,

Comité de Inversión Paradigma Stable Return

Índice

02. ¡Hay que pensarlo! 3
- ¿Un balance del Fed más grande es bueno para los mercados? 3
- ¿La creación de moneda genera inflación? 4
- ¿Cuál es la causa de la hiperinflación? 5
- ¿Cuáles son los factores que más contribuyen para un envejecimiento saludable? 6
- ¿Son los mejores de los mejores gestores, los mejores gestores para mí? 8
- Elecciones en EE. UU.: ¿Puede un medallista de bronce ganar la carrera? 10
- La Ilusión de la Certeza 13
- ¿Los tipos de interés más altos reducen la inflación y los tipos más bajos la aumentan? 13
- China: ¿Relajar las condiciones de crédito desbloqueará el crecimiento? 15
- Mirando al Futuro: Implicaciones Fiscales de Trump o Harris 17
- El perro se les comió los deberes 19
- Un largo paseo sobre ventanas rotas 23
- Una solución dorada 25
- El superpoder del futuro 28
- Sistema Operativo de EE.UU.: actualización silenciosa en marcha 30
- 15m de vitamina S salva vidas 33
- Conquistar la casa del dinero 35
- Hombros de gigantes 38
- ¿A quién deberíamos agradecerle el avión? 40
- 10.000 horas para llegar a la excelencia o a ninguna parte 42
- Inventando el desayuno 44
- Quién controla el dinero 46
- Misma fiebre, causas distintas 48

02.

¡Hay que pensarlo!

¿Un balance del Fed más grande es bueno para los mercados?

Perspectiva más común:

Balance del Fed más grande, mercado arriba. Balance del Fed más pequeño, mercado abajo.

O sea, la expansión del balance de Fed aumenta la liquidez introducida por el Fed en los mercados, y por consecuencia empuja los mercados cuesta arriba. Esto fue lo que observamos por ejemplo durante el período pos-covid.

El reverso de este efecto es que, una reducción del balance del Fed, disminuye la liquidez introducida por el Fed, y por consecuencia empuja los mercados cuesta abajo.

Perspectiva alternativa:

El tamaño del balance del Fed no define la liquidez introducida por el Fed en los mercados. Hay que mirar más en detalle y analizar individualmente los flujos. O sea, es más importante como el Fed está utilizando en balance que el tamaño del balance.

Veamos dos casos concretos en que un aumento del balance del Fed es una reducción de liquidez con impacto negativo en los mercados.

- El aumento causado por un aumento de la Treasury General Account (la "cuenta de deposito" que el Treasury tiene en el Fed) resultante del Treasury recaudar más impuestos que gastos
- El aumento causado por un aumento de la Reverse Repo Facility que es utilizada por los fondos monetarios como una inversión que alternativa a bonos del gobierno (fue inventada post-covid por el Fed para disminuir los efectos del exceso de liquidez y falta de bonos del gobierno en el mercado)

Los reversos de estos dos casos (reducción de la TGA por aumento del déficit y reducción de la Reverse Repo Facility) reducen el balance del Fed, pero aumentan liquidez.

En la situación actual tenemos algunos flujos que en la margen están introduciendo liquidez en el mercado.

- Existencia del "Bank term funding program" que permite a los bancos convertir bonos que no pueden vender en liquidez que pueden utilizar para dar préstamos a la economía. El programa permite a los bancos pedir préstamos al Fed dando como colateral bonos que son valorados por el Fed al precio nominal y no valoración de mercado. Actualmente los bonos valen menos de lo que están valorados en los balances de los bancos y venderlos obligaría los bancos a reconocer pérdidas que no aguantarían.
- Reducción agresiva de la Reverse Repo Facility resultante de política de emisión de deuda por parte del Treasury que redujo drásticamente los bonos y aumentó las letras (de 80-20% bonos-letras para 28-72% bonos-letras). La diferencia entre emitir bonos y letras es relevante porque los bonos los compran más los fondos que no dan crédito (p.ej., fondos de pensiones) y que utilizan los depósitos que ya tienen para pagar esos bonos, dejando su balance constante. Las letras por su lado, las compran más las instituciones de crédito que mecánicamente crean depósitos nuevos para comprar las letras y así aumentan su balance aumentando la liquidez.

En resumen:

El tamaño de los balances de los bancos centrales puede que tenga un impacto directo en los mercados. Pero es importante entender como el Fed está utilizando su balance.

¡Hay que pensarlo!

¿La creación de moneda genera inflación?

Perspectiva más común:

En el caso de hoy no hay sólo una perspectiva común. Hay dos perspectivas, o escuelas de pensamiento, opuestas y hay que elegir la tribu/culto a que se pertenece.

- La primera reza que la creación de moneda directamente genera inflación y no genera crecimiento. Hay solamente más dinero para comprar los mismos productos (el mismo PIB real). Entonces cada producto tendrá un precio más elevado. Los de esta tribu llevan años luchando contra Quantitative Easing y culpan el reciente periodo inflacionario en la expansión irresponsable de los balances de los bancos centrales.
- La segunda reza que la creación de moneda no genera inflación. Como se observó en Japón en las últimas décadas o en EUA y Europa post 2008, cuando los bancos centrales expandieron sus balances, pero no generaron inflación. Para los de esta tribu, QE soluciona muchas cosas y no tiene consecuencias inflacionarias. Para estos la causa del reciente periodo inflacionario fue la disrupción de las cadenas de suministro y la desglobalización de la producción.

Es curioso que ninguna de las escuelas consiga, con su "modelo", explicar los datos económicos de los períodos 2008-2019 (QE con inflación baja) y 2020-2024 (QE con alta inflación).

Empíricamente parece que ninguno de estos dos modelos/cultos funciona bien. ¿Será que hay otra manera de pensar?

Perspectiva alternativa:

Para empezar, hay que recordar que, como mencionado en el anterior update, el tamaño de los balances de los bancos centrales no es el factor más importante para entender la creación de moneda y aumento de liquidez. Hay mucho más que entender.

Pero, sin entrar en detalles de cómo se puede entender creación monetaria (lo hablaremos en otro comentario) vamos proponer un modelo alternativo que responda, para períodos distintos (2008-19 y 2020-24), a la pregunta: "La creación de moneda genera inflación? ".

¡La respuesta de este modelo alternativo es "depende"!

En un caso "Sí", en otro caso "Sí, pero" y en otro caso "No". Depende de para qué fue utilizado el nuevo dinero creado.

- Sí genera inflación - Este es el caso más intuitivo y concuerda con la primera tribu. Pero esto solo pasa cuando la creación monetaria es direccionada para el consumo. Esto explica el período 2020-24, en que el aumento de la masa monetaria por los bancos centrales fue utilizado para financiar los déficits públicos utilizados en subsidios. Ojo, que la pieza clave no son los balances de los bancos centrales pero el aumento del déficit publico utilizado en subsidios al consumo. El resultado sería igual si el

financiamiento hubiera sido por otra forma. En el día-a-día, este fenómeno inflacionario también se da cuando los bancos aumentan sus préstamos al consumo. Según este tercer modelo, cuando hay un aumento generalizado del crédito al consumo (sea por vía pública o privada) el resultado será inflación con PIB real constante.

- Sí genera inflación, pero no de los precios de consumidor, sino que los precios de los activos - Aquí la creación monetaria es direccionada para adquirir activos existentes. Esto explica fácilmente el período 2008-19. En este período este tipo de crédito "asset-backed" aumentó sustancialmente, no sólo por el QE de los bancos centrales, pero también por el impacto de las reglas de balance de los bancos y de las aseguradoras (Basel y Solvency). En el día-a-día este fenómeno se ve bien cuando un banco emite un préstamo para la compra de una casa o un edificio que ya existe o un préstamo sobre la cartera del cliente. En todos estos casos el stock de activos sigue igual, pero se emite más dinero para comprar el stock existente. Según este modelo, el resultado de este proceso es un aumento de los precios de los activos sin cambio de PIB real o inflación.
- No, no genera inflación - Esto pasa cuando la creación monetaria está direccionada para inversiones que van a potencial creación de valor en la economía. Por ejemplo, cuando un banco emite un préstamo para la creación de una nueva unidad fabril o expansión de un negocio, o cuando el gobierno utiliza el déficit financiado por QE para invertir productivamente. De notar que en el caso de los bancos la regulación de Basel incentiva más la emisión de créditos "asset-backed" que este tipo de préstamos de creación de valor. Según este modelo, el resultado de este proceso es un aumento del PIB real sin crear inflación.

En resumen:

Un "modelo" es una simplificación de un mundo complejo que nos permite más fácilmente entender la economía.

Para entender el impacto que la creación de dinero tiene en la inflación podemos seguir tres modelos distintos. En uno, el nuevo dinero siempre genera inflación, en otro el nuevo dinero nunca genera inflación, y en el modelo alternativo depende de cómo se utiliza el nuevo dinero. Es necesario elegir cual nos resulta más útil para entender el mundo.

¡Hay que pensarlo!

¿Cuál es la causa de la hiperinflación?

Este mes abordamos el tema de la hiperinflación. Un escenario poco común y extremo, pero verdaderamente drástico cuando pasa. O sea, un escenario que a pesar de remoto es siempre necesario considerar ya que lleva a la falencia del sistema económico normal.

Perspectiva más común:

La causa principal de la hiperinflación (p.ej., en Alemania entre la primera y segunda guerra mundial) es la creación excesiva de dinero, o sea un aumento excesivo de la oferta monetaria. El corolario de esta perspectiva es que para evitar una crisis inflacionaria extrema basta al banco central controlar la oferta monetaria (p.ej., vía subidas de tipos, restricciones al crédito o quantitative tightening). Como estas medidas están todas al alcance fácil de los bancos centrales, el riesgo de hiperinflación es bastante fácil de

gestionar y poco preocupante. Basta tener bancos centrales independientes y el riesgo es prácticamente despreciable.

Perspectiva alternativa:

Nueva pesquisa de Dr. Ingo Sauer apunta como la principal causa de la hiperinflación, la pérdida de credibilidad del banco central. Más específicamente, el potencial de insolvencia del banco central.

Si, insolvencia de un banco central. Una cosa normalmente asumida como imposible de pasar porque un banco central tiene obligaciones en la moneda que emite. Así que le basta imprimir su moneda para cumplir sus obligaciones. Pero si es imposible que un banco central sea insolvente, entonces el valor de los activos que tiene también no es relevante. Resulta curioso que, en la práctica, al mercado si le interesa el valor de las reservas de los bancos centrales.

O sea, la posibilidad de insolvencia no existe en la teoría económica de los monetaristas, pero si existe en la economía real. ("En teoría, no hay diferencia entre práctica y teoría. En la práctica, si la hay." — Yogi Berra)

Existiendo la posibilidad de insolvencia, entonces el valor de los activos (la reserva) de los bancos centrales pasa a ser bastante relevante. El riesgo de esta reserva perder valor o ser cambiada por activos de menor valor resulta en un aumento de la vulnerabilidad del banco central. Este riesgo de insolvencia lleva a una fuga de capitales y cambio por parte de la población de la moneda en riesgo por otra moneda más creíble (o activos o oro). Este éxodo de moneda local para otras, origina una fuerte devaluación de la moneda local que tiene como consecuencia automática una subida de precios, ya que nadie quiere esa moneda.

Este fue el mecanismo observado en Alemania cuando el Reichsbank perdió mitad de sus reservas de oro y que originó la hiperinflación alemana. (De notar según Sauer, que después del período estabilización del tipo de cambio y de la inflación en Alemania la oferta monetaria se multiplicó sin causar la reaparición de hiperinflación)

En resumen:

Para entender lo que lleva a un escenario desastroso de hiperinflación puede ser insuficiente mirar solamente a la independencia de un banco central y la expansión monetaria. Por si acaso, hay también que estudiar los activos en el balance del banco central. Y si esos activos son deuda, si los acreedores son fiables.

¡Hay que pensarlo!

¿Cuáles son los factores que más contribuyen para un envejecimiento saludable?

Perspectiva más común:

Si quieres vivir una vida larga y saludable, primero debes centrarte en cuidar tu cuerpo.

Afortunadamente para esto, hemos tenido mucha investigación médica que puede orientarnos en la dirección correcta. Algunas de las cosas más comunes a tener en cuenta y seguir son:

- Mantener niveles saludables de presión arterial, índice de masa corporal, colesterol y azúcar en la sangre.

- Seguir hábitos dietéticos saludables, consumir cantidades bajas de alcohol y evitar fumar y consumir drogas.
- Participar en actividad física regular, dormir adecuadamente y manejar el estrés.

Puede parecer una larga lista de tareas por hacer, pero son cosas que sabemos cómo hacer. Por lo tanto, el camino puede ser difícil de seguir a veces, pero al menos está claro.

Perspectiva alternativa:

Si deseas vivir una vida larga y saludable, primero debes enfocarte en cuidar tus relaciones.

En 1938, Harvard comenzó a seguir la salud de 268 estudiantes de segundo año con el objetivo de realizar un estudio longitudinal que revelara pistas sobre cómo llevar vidas saludables y felices. Este se convirtió en uno de los estudios más largos del mundo sobre la vida adulta. Durante más de 80 años, ha estado recopilando datos sobre individuos de diferentes orígenes socioeconómicos y vidas muy diferentes (la "muestra" incluía, por ejemplo, a JFK y al Estrangulador de Boston). Los datos fueron recopilados a lo largo de sus vidas por diferentes generaciones de investigadores.

Las conclusiones de este estudio comenzaron a ser publicadas recientemente y algunas son esperadas, pero otras son sorprendentes. Te dejaré con las palabras de dos de los directores del estudio.

George Vaillant, director del Estudio de Desarrollo Adulto de Harvard de 1974 a 2004, psiquiatra:

- "Cuando comenzó el estudio, a nadie le importaba la empatía o el apego. Pero la clave para envejecer de manera saludable son las relaciones, relaciones, relaciones".
- Robert Waldinger, director actual del Estudio de Desarrollo Adulto de Harvard, psiquiatra del Hospital General de Massachusetts, profesor de psiquiatría en la Facultad de Medicina de Harvard:
- "El hallazgo sorprendente es que nuestras relaciones y qué tan felices somos en ellas tienen una influencia poderosa en nuestra salud".
- "Cuando reunimos todo lo que sabíamos sobre ellos a los 50 años, no eran sus niveles de colesterol de mediana edad lo que predecía cómo iban a envejecer, sino qué tan satisfechos estaban en sus relaciones. Las personas más satisfechas en sus relaciones a los 50 años fueron las más saludables a los 80".
- "Aquellos que mantuvieron relaciones cálidas vivieron más tiempo y más felices, y los solitarios a menudo murieron antes. La soledad mata. Es tan poderosa como el tabaquismo o el alcoholismo".
- "Cuidar de tu cuerpo es importante, pero atender tus relaciones también es una forma de autocuidado. Eso, creo, es la revelación".

En resumen:

Mientras somos bombardeados con consejos, médicos y de otro tipo, sobre cómo mejorar la salud de nuestro cuerpo, aparentemente necesitamos prestar mucha atención a nuestra salud mental, y más específicamente a nuestras relaciones. Esto puede parecer algo extraño de escuchar después de haber sido "educados" en una cultura que pone tanto énfasis en el individualismo y la superación personal. Sin embargo, no deberíamos estar totalmente sorprendidos, ya que los seres humanos son animales sociales por naturaleza. Necesitamos una comunidad para prosperar.

Como dijo Arnold Schwarzenegger, "el hombre hecho a sí mismo es un mito".

Si esta importancia de las "relaciones" es realmente cierta, ¿deberíamos cambiar cómo ponderamos las opciones de cómo pasamos nuestro tiempo?

¡Hay que pensarlo!

(por cierto, este "secreto" sobre las relaciones podrá estar saliendo a la luz y puede ser la razón detrás del rápido crecimiento de deportes con un alto componente social como el pádel y el pickleball)

¿Son los mejores de los mejores gestores, los mejores gestores para mí?

Perspectiva más común:

La selección de gestores, según Scott D. Stewart, CFA, escribiendo para la CFA Institute Research Foundation, es "un paso final en el establecimiento e implementación de un plan de inversión integral". En esta etapa, la asignación de activos generalmente ya se ha decidido y se seleccionan gestores de inversiones para acceder a las exposiciones/betas deseadas. Por lo tanto, la selección de gestores tiene un doble mandato:

- asegurar la implementación de la asignación de activos definida
- acceder a un rendimiento superior adicional frente a los índices de referencia en la asignación de activos

Una tarea que de ninguna manera es simple.

El proceso de selección de gestores es complejo y multifacético. Algunos de los factores más comunes que se tienen en cuenta son los tangibles 4 P's (personas, proceso/filosofía, portfolio y performance). Pero hay muchos otros factores a explorar, incluyendo los intangibles 4 P's (pasión, perspectiva, propósito y progreso). Analizar todos estos factores en una amplia gama de clases de activos, estilos de inversión y una gran cantidad de posibles gestores es una tarea desalentadora que requiere un esfuerzo continuo a gran escala.

Y como todos los esfuerzos a gran escala, requiere un enfoque láser para ser logrado. Y, afortunadamente, el doble mandato es claro en señalar lo que se necesita hacer:

- encontrar al menos un gestor para acceder a cada "caja" de exposición y seguir la asignación de activos definida
- para cada "caja", encontrar al gestor o gestores que más superen el índice de referencia de esa caja

Esta claridad tiene grandes beneficios para enfocar la mente y dirige:

- los importes de inversión entre los gestores en la cartera, impulsados por las asignaciones definidas
- la lista de gestores recomendados, usualmente clasificados por sus retornos excedentes frente a sus índices de referencia específicos; las medidas generalmente preferidas para clasificar a los gestores son el rendimiento absoluto o el rendimiento ajustado por riesgo (information ratio: retorno excedente/riesgo activo).

De notar que esta lista es igualmente aplicable a todos los mandatos con diferentes asignaciones de activos. La asignación de activos impulsa los importes de inversión y dirige estos importes a los gestores recomendados que encajan en cada "caja de exposición". Es un proceso de inversión simple y efectivo, y que puede fácilmente ser replicado para múltiples carteras distintas.

Perspectiva alternativa:

¿Qué pasaría si la selección de gestores se viera como una parte integral de un proceso holístico de construcción de cartera y se hiciera junto con la asignación de activos?

- Primero, comencemos por entender que cuando un inversor invierte con un gestor activo, en realidad está pagando por dos servicios:
- acceder a los retornos del índice de referencia que sigue el gestor
- acceder a los retornos excedentes producidos por invertir de manera diferente al índice de referencia, es decir, el riesgo activo

Esto también se aplica en el enfoque tradicional anterior, ya que la lista de gestores recomendados se centra básicamente en maximizar los retornos excedentes por "caja de exposición".

Pero en este enfoque alternativo, estos retornos excedentes se consideran una parte integral de la construcción holística de la cartera. El enfoque ahora es que los retornos excedentes de los gestores contribuyan al rendimiento de la cartera en su conjunto, no solo a cada "caja de exposición" específica, junto con todos los retornos del índice de referencia. Como los nutrientes en los alimentos, las piezas para construir un coche o los jugadores en un equipo, lo que ahora nos importa es la contribución al conjunto.

Por lo tanto, en este enfoque alternativo, los gestores ya no se clasifican por su rendimiento superior. Ahora, los gestores se clasificarán por la contribución que sus retornos excedentes hacen a la cartera. Ahora consideramos el impacto de diversificación de los retornos excedentes de cada gestor. Y esto puede impactar significativamente en la selección de gestores.

Por ejemplo, un gestor con un rendimiento superior positivo y bajo (bajo en la clasificación tradicional) pero con retornos excedentes altamente negativamente correlacionados con la cartera puede ser un gestor extremadamente deseable para la cartera. Invertir en tal gestor proporciona grandes beneficios de diversificación a un costo muy bajo y puede "reemplazar" la inversión en activos que diversifican menos y cuestan más en términos de retornos perdidos.

El ejemplo inverso es un gestor alto en la simple clasificación de rendimiento superior (uno de los mejores de los mejores), pero cuyos retornos excedentes están altamente correlacionados con la cartera, se revelará como no muy bienvenido, ya que su rendimiento superior genera un mayor riesgo para la cartera (incluso si sus retornos excedentes no están correlacionados con su propio índice de referencia, es la contribución a la cartera lo que importa). Este mejor de los mejores no es realmente el mejor para esta cartera.

La consecuencia clara de este enfoque es que la selección de gestores se convierte en una función aún más generadora de valor. Pero también se convierte en una función que entregas diferentes "mejores gestores" dependiendo de los mandatos y las diferentes asignaciones de activos.

Integrar la selección de gestores y la asignación de activos trae grandes beneficios a las carteras, pero requiere una capa adicional de trabajo, análisis y personalización.

En resumen:

Tradicionalmente, la selección de gestores y la asignación de activos operan en silos y, por lo tanto, los gestores se clasifican únicamente en función del tamaño de sus retornos excedentes esperados.

Integrar la selección de gestores y la asignación de activos abre la posibilidad de capturar intencionalmente los beneficios de la diversificación en una cartera holística.

Con esto, los gestores se clasifican en función de su contribución general riesgo-recompensa a la cartera y los rendimientos de la cartera pueden mejorarse significativamente.

¡Hay que pensarlo!

Elecciones en EE. UU.: ¿Puede un medallista de bronce ganar la carrera?

Antes de profundizar en la nota de este mes, debemos confesar que comenzamos a escribir esta pieza antes del reciente debate presidencial. Debido a la cobertura mediática resultante, hemos decidido no publicar parte del texto original. El texto eliminado cubría una de las dos "perspectivas alternativas" que habíamos preparado. Esta trataba sobre un posible reemplazo de Biden como candidato demócrata. Eliminamos esta sección ya que, entre nuestros escritos originales y hoy, esta "perspectiva alternativa" se ha vuelto más corriente y, por lo tanto, ya no lo suficientemente alternativa como para ser digna de destacar como una posible sorpresa.

Solo el futuro dirá si la otra "perspectiva alternativa" que se muestra a continuación también se volverá común en las próximas semanas o meses.

Otra nota importante es que la idea de este mes no se trata de la alta probabilidad de que ocurra un evento. Estamos escribiendo sobre la posibilidad de que ocurra un evento salvaje y sorprendente. Las sorpresas salvajes y los eventos extremos son muy poco comunes, pero pueden tener un alto impacto, por lo que es mejor considerar estos eventos raros y prepararse para ellos.

Perspectiva más común:

El próximo presidente de EE. UU. será un presidente de segundo mandato. Será Joe Biden o Donald Trump. De aquí al día de las elecciones la probabilidad de que uno gane la presidencia frente al otro cambiará con el tiempo. Pero, cualesquiera que sean esas probabilidades en cualquier momento, juntas sumarán el 100%.

Después del reciente debate, ahora también tenemos una nueva perspectiva común en la que Joe Biden es reemplazado por otro candidato presidencial demócrata. Quién será ese candidato está siendo ampliamente debatido dentro del partido demócrata y a través de múltiples medios de comunicación y podcasts por políticos y expertos.

Otra perspectiva menos común, pero aún no totalmente sorprendente, es que el partido republicano reemplace a Donald Trump como su candidato. Las causas podrían ser una enfermedad repentina o algún impedimento legal. Es un escenario poco probable, pero aún dentro del campo esperado.

En cualquiera de estos escenarios, una cosa es inmutable: quienquiera que sean los candidatos demócrata y republicano, las probabilidades entre ellos siempre suman el 100%.

En otras palabras, el próximo presidente de EE. UU. será quien gane las elecciones. Y, ese será el candidato republicano o el demócrata.

Perspectiva alternativa:

Antes de profundizar en esta perspectiva alternativa, es importante repasar un par de especificidades de la elección presidencial de EE. UU. La selección del presidente de EE. UU. NO se hace directamente por los votantes, sino por un colegio electoral. En este colegio electoral, cada estado tiene un número de votos vinculado a su número de senadores (2 por estado) y representantes en el Congreso (vinculados al tamaño

de la población de cada estado), y Washington DC obtiene tantos como el estado menos representado (3 votos).

En general, todos los votos de cada estado van al ganador del voto popular en ese estado. El candidato que obtiene 270 o más de los posibles 538 votos electorales es elegido presidente.

En elecciones anteriores, este desajuste entre el voto popular y los votos del colegio electoral ha sido ampliamente comentado. Y, en las elecciones de 2016, también se discutió la posibilidad de que los votos electorales de un estado se emitieran en contra del voto popular. Por lo tanto, estas son todas discusiones bien documentadas y "sorpresas" esperadas.

La especificidad que nos interesa es la aparentemente mundana necesidad de tener 270 votos electorales.

En un sistema bipartidista, donde cada estado emite su voto para el candidato republicano o demócrata, se garantiza que uno de los candidatos obtendrá más de 270 votos. Pero, EE. UU. no es un sistema bipartidista puro y los independientes pueden postularse para presidente. Entonces, ¿qué sucede si un tercer candidato gana suficientes estados para impedir que algún candidato alcance la marca de 270?

Si esto sucede, no hay que preocuparse por una crisis institucional en EE. UU. Hay un plan para eso. Un proceso claro y establecido desde los 1800s. Si ningún candidato alcanza el mínimo de 270, el presidente es seleccionado por una elección contingente (vista por última vez en 1826).

Y aquí es donde las cosas pueden dar un giro en 2024 y volverse potencialmente muy sorprendentes.

En una elección contingente, los votos del colegio electoral se vuelven irrelevantes. Para seleccionar al presidente, ahora está a cargo la Cámara de Representantes. Aquí, cada estado debe votar en bloque por uno de los 3 candidatos más votados (1 voto por estado independientemente de la población y los representantes de ese estado).

Aplicando esto a las elecciones de 2024, un evento sorprendente se convierte en una posibilidad real.

Lo más probable es que Robert F. Kennedy Jr. sea el tercer candidato más votado detrás de los candidatos republicano y demócrata. El medallista de bronce en esta carrera presidencial. Pero, independientemente de cuán rezagado termine la carrera, si puede impedir que otro candidato obtenga el mínimo de 270, puede convertirse en un posible ganador.

Esto dependerá naturalmente de cuán ajustada sea la cuenta de votos electorales entre los candidatos republicano y demócrata y de cuántos votos electorales pueda ganar. En un caso extremo de empate de 269 votos electorales para republicanos y demócratas, incluso puede convertirse en un posible ganador sin ganar un solo estado. Tal como estamos, este no es un resultado muy probable y, por lo tanto, Kennedy necesitará ganar algunos estados.

Esto en sí mismo sería obviamente una sorpresa, ya que tendría que vencer directamente a los candidatos bipartidistas en algunos estados. Pero con una participación histórica de aproximadamente 2/3, puede intentar convencer al 1/3 ausente de que se presente y vote por él. Los ausentes generalmente no son atendidos por los partidos principales, ya que no están en las bases de datos políticas, están menos comprometidos y no tienden a mover la aguja. Sin embargo, como vimos en el Reino Unido en el referéndum del Brexit, pueden ser bastante impactantes si se les convence de votar. Otra palanca que Robert F. Kennedy Jr. puede utilizar es el descontento con los dos candidatos principales. Puede tomar el voto de protesta no-Trump/otro no-Biden/otro. Estos votos de protesta pueden acumularse y al final hacer una gran diferencia. Basta mirar cómo ha cambiado el panorama político europeo en estos últimos años.

Esperamos que a estas alturas le hayamos convencido de que existe la posibilidad de que ocurra una elección contingente. Es un evento con una baja probabilidad, pero mucho mayor que el 0%, por lo que vale la pena investigarlo.

Tener una elección contingente no significa que un independiente pueda ganar fácilmente ese proceso. Incluso si gana un par de estados, estará muy por detrás del número de estados ganados por los candidatos republicano y demócrata.

La forma "más natural" de intentar llegar a la presidencia dentro del sistema de votos electorales habría sido que el candidato con más votos electorales negociara ganar algunos votos extra y superara el mínimo de 270. Pero en una elección contingente, los votos electorales ahora son irrelevantes. Para convertirse en presidente, un candidato necesita tener el apoyo de 26 de los 50 estados, independientemente del tamaño.

Es una carrera completamente nueva. En esta carrera de "un estado un voto", el candidato republicano tiene una gran ventaja sobre el candidato demócrata (en comparación con el sistema de votos electorales) ya que el partido demócrata es más fuerte en estados muy poblados. Según las encuestas actuales, es probable que el partido republicano tenga una mayoría de representantes en 21 de los 50 estados, mientras que el partido demócrata solo en 16 de los 50. Sin embargo, si ningún partido puede obtener una mayoría clara en 26 estados, la política partidista actual no funciona bien para republicanos y demócratas por igual.

Hacer que un representante de la Cámara "cruce la línea" para votar por alguien a quien han vilipendiado y nombrado como enemigo jurado será extremadamente difícil. Robert F. Kennedy Jr. tiene una ventaja en esta "nueva carrera", ya que no representa al enemigo para los demócratas (fue un demócrata) ni para los republicanos (algunas políticas alineadas en la reducción de la regulación y la intervención estatal). Tampoco necesita mover a muchos representantes, ya que puede "negociar" con los representantes de los estados menos poblados (de recordar que es un estado un voto). Teóricamente, solo necesitaría persuadir a los 60 representantes de la Cámara (solo el 14% del total de 435) que pueden controlar los votos de los 26 estados menos poblados. En la práctica, necesitaría convencer a más, ya que por cada uno de los 6 estados que solo tienen 1 representante que no puede persuadir, necesitaría convencer a 4 o 5 representantes de los estados que ocupan el puesto 27 al 32 en población. Pero, en cualquier caso, será un pequeño porcentaje del número total de representantes.

Hay que tener en cuenta que Robert F. Kennedy Jr. obviamente no será una elección automática. Antes de que eso suceda, los republicanos y los demócratas primero lucharán para romper el estancamiento a su favor. Solo después de agotar todas las posibles opciones para elegir a su candidato, Robert F. Kennedy Jr. será una posible solución. Esto significa que EE. UU. probablemente tendría que soportar un largo período de inestabilidad política y crisis antes de poder cambiar a una solución de Robert F. Kennedy Jr..

Al final, después de una intensa lucha entre los medallistas de oro y plata, el medallista de bronce podría ser el único que quede en pie para ganar la carrera.

Sabemos que esto suena muy improbable y lo es. Pero el sistema electoral de EE. UU. ha proporcionado otras sorpresas en el pasado reciente, aunque en las primarias del partido. Por ejemplo, Donald Trump, Barack Obama, Bill Clinton y George W. Bush (en lugar de Jeb Bush) estaban lejos de ser favoritos para ser los candidatos de sus respectivos partidos, y mucho menos ganar las elecciones presidenciales.

Ahora, una pregunta que aún persiste. Si este escenario improbable se produce, ¿quién será el vicepresidente de Robert F. Kennedy Jr.? Nuevamente, esto no es como "tiempos normales". En una elección contingente, el vicepresidente no se vota con el presidente. Aquí el vicepresidente tiene una "carrera" separada y es votado por los senadores (1 voto por senador y los senadores pueden votar independientemente, no en bloque por estado). Siguiendo la distribución actual del partido en el Senado y los datos de las encuestas para las elecciones de 2024, el escenario más probable es que el Senado termine

apoyando a un candidato republicano. Por lo tanto, el vicepresidente podría terminar siendo Donald Trump.

En resumen:

La perspectiva común se centra en la lucha entre los candidatos republicano y demócrata hasta el día de las elecciones. Ese día, se emitirán los votos y, eventualmente, algunos días después, el recuento habrá terminado y uno de esos dos candidatos será nominado presidente. Y eso es todo para los próximos 4 años.

Una perspectiva alternativa es considerar el escenario menos probable pero posible de tener una sorpresa salvaje. Una que incluya un período de inestabilidad política e intensa lucha entre los dos partidos, y que pueda terminar con Robert F. Kennedy Jr. como presidente y con Donald Trump como vicepresidente.

¡Hay que pensarlo!

La Ilusión de la Certeza

- El tema original para la nota de este mes era el impacto de la emisión de deuda gubernamental. Sin embargo, tras la reciente turbulencia en el mercado, pensamos que sería más relevante sustituir la nota de este mes por una recomendación de lectura de un memorando escrito recientemente por Howard Marks (cofundador de Oaktree Capital Management, el mayor inversor mundial en valores en dificultades).
- Este memorando aborda el tema, aún algo controvertido, de no tener certezas sobre el futuro y de no poner demasiada fe en las previsiones. Es, de hecho, la naturaleza humana buscar la comodidad de la certeza. Sin embargo, cuando se trata de previsiones, quizás sea mejor seguir las sabias palabras de John Kenneth Galbraith cuando dice: "Hay dos tipos de pronosticadores: los que no saben y los que no saben que no saben."
- Es importante recordar que la previsión no debe confundirse con la construcción de escenarios. La previsión trata de trabajar para llegar a una visión más certera del futuro y prepararse para ese futuro previsto. La construcción de escenarios consiste en trabajar para imaginar diferentes caminos para el futuro y estar preparado para el que finalmente llegue. La diferencia parece sutil, pero, en la práctica, conduce a enfoques drásticamente diferentes para invertir.
- Puede leer el memorando aquí: https://www.oaktreecapital.com/docs/oaktreecaplibraries/memos/the-folly-of-certainty.pdf?sfvrsn=b4be5566_2

¿Los tipos de interés más altos reducen la inflación y los tipos más bajos la aumentan?

Perspectiva más común:

Actualmente nos encontramos en un punto de inflexión en la política monetaria tanto en EE. UU. como en Europa, transitando de un ciclo de aumento de tipos de interés a uno de reducción. La expectativa más común es que los tipos de interés más bajos estimulan el crecimiento e incrementan las presiones inflacionarias. Por el contrario, se cree que los tipos de interés más altos desaceleran el crecimiento y

reducen las presiones inflacionarias. El mecanismo a través del cual se considera que los tipos de interés influyen en la inflación es principalmente mediante crédito. Los tipos más bajos hacen que pedir prestado sea más barato y abundante porque alientan a individuos y empresas a asumir más préstamos debido al costo reducido del capital. Lo contrario sucede con tipos más altos. Por lo tanto, los bancos centrales modulan los tipos de interés para influir en la abundancia de crédito (creación de dinero), lo cual a su vez impacta la demanda y, posteriormente, la inflación. Este mecanismo ha sido objeto de estudio extensivo y es ampliamente aceptado como efectivo.

Perspectiva alternativa:

En nuestra nota de febrero de 2024 titulada "¿La creación de moneda genera inflación?" repasamos diferentes formas de pensar sobre la creación de dinero y la inflación (recomendamos una rápida relectura de esa nota). En esa nota mencionamos que la creación de dinero dirigida hacia el consumo genera presiones inflacionarias. También mencionamos que esta creación de dinero puede provenir de un aumento en el crédito privado o de un aumento en el gasto gubernamental.

- Aquí tenemos el primer desafío a la perspectiva común anterior. Debido a que el gasto gubernamental puede impactar la inflación, puede compensar el efecto de la expansión o contracción del crédito privado resultante de un cambio en los tipos de interés. Esto simplemente significa que la política monetaria puede ser contrarrestada por una política fiscal dirigida. Esto es algo muy intuitivo, pero es una profunda contradicción de la visión común.

- Un segundo problema con el mecanismo de transmisión tipos-crédito-inflación es que asume que tipos más bajos impulsan la expansión del crédito aumentando tanto la demanda como la oferta de préstamos. Sin embargo, la experiencia muestra que los hogares y empresas sobre endeudados no necesariamente aumentan su demanda de crédito con tipos más bajos; a menudo prefieren pagar deudas existentes con el efectivo liberado de los pagos de intereses más bajos sobre la deuda existente. Por lo tanto, tipos más bajos pueden llevar a la reducción de los saldos de préstamos—esencialmente, destrucción de dinero, que tiene implicaciones deflacionarias. Adicionalmente, desde el lado de la oferta, la disposición de los bancos a prestar puede estar restringida por su apetito de riesgo y la salud de sus balances, lo que significa que tipos más bajos pueden no llevar a un aumento en los préstamos. Estas rupturas indican una debilidad significativa en el mecanismo comúnmente asumido.

- Un tercer problema con la perspectiva común surge de no considerar las características de los acuerdos de préstamo existentes antes de los ajustes de tipos. Por ejemplo, en EE. UU., las hipotecas son típicamente contratos a tasa fija de largo plazo que incluyen una opción de refinanciamiento. Esto significa que, mientras los acreedores no enfrentan pagos más altos cuando los tipos suben, pueden refinanciar a tipos más bajos cuando los tipos caen, creando una respuesta asimétrica a los cambios de tipos. Este aspecto fue evidente ya que el consumidor estadounidense sintió menos impacto del esperado durante las recientes subidas de tipos. Las corporaciones financiadas con bonos a tasa fija de larga madurez tienen una respuesta asimétrica similar a los cambios de tipos. Es por eso que estas empresas manejaron las recientes subidas de tipos con menos dificultad, negando los recortes esperados.

- Si ha llegado hasta aquí, le espera una sorpresa. El cuarto problema que deseamos destacar está lejos de ser convencional y probablemente es el más significativo al enmarcar la política monetaria en el mundo actual y para comprender no solo los desarrollos económicos de EE. UU., sino también la política monetaria contraria de Japón (manteniendo tipos bajos mientras otros países desarrollados las subían). Nuestro pensamiento económico actual sobre la inflación está muy influenciado por la oleada más reciente de inflación todavía arraigada en nuestra memoria colectiva, es decir, la década de 1970. Un período altamente inflacionario que fue resultado de un rápido crecimiento en los préstamos bancarios. Luego, Paul Volcker aplastó famosa y dolorosamente la inflación con tipos muy altos. Esta

es la comparación más utilizada para la situación actual. Sin embargo, esta comparación omite una variable clave que puede influir enormemente en el mecanismo tipos-inflación, que es el tamaño de la deuda gubernamental. En la década de 1970, la deuda/PIB en EE. UU. estaba alrededor del 40% al 50%, mientras que hoy está por encima del 120% y Japón ha estado por encima del 200% durante los últimos 15 años. Pero, ¿por qué es esto relevante? Los aumentos en los tipos de interés por parte del banco central (para enfriar los préstamos y la creación de dinero) tienen el efecto de aumentar cuánto gasta el gobierno en pagos de intereses a medida que financia sus déficits y refinancia su deuda. Cuando el punto de partida es una alta deuda/PIB, entonces ese gasto de interés se eleva rápidamente y representa un gasto gubernamental adicional significativo y un aumento en el déficit gubernamental. Como hemos argumentado antes, cualquier aumento en el gasto gubernamental es creación de dinero. Por lo tanto, en casos de alta deuda/PIB, cuando el banco central sube los tipos, está reduciendo el crédito privado, pero también está más que compensando eso al aumentar automáticamente el gasto público (con un retraso dependiendo de los vencimientos de la deuda). Por lo tanto, el impacto fiscal domina el impacto monetario y la política del banco central tiene el efecto opuesto de lo que asume la perspectiva común. Esta es una de las razones que explica la resiliencia de la economía de EE. UU. después de un fuerte aumento en los tipos de interés, particularmente del consumidor y las corporaciones con grandes depósitos e inversiones en el mercado monetario. Esto también puede arrojar luz sobre la renuencia del BoJ a subir los tipos para combatir la inflación. Con una deuda/PIB tan grande, el BoJ ahora puede estar estimando que el impacto fiscal de tipos más altos es tan significativo que no reducirá el consumo y la inflación, sino que en realidad hará lo contrario. Por lo tanto, para estimular la economía, el BoJ necesitaría subir los tipos. Lo contrario completo de lo que es la perspectiva común.

En resumen:

La perspectiva más común es que los aumentos/disminuciones de los tipos de interés desaceleran/estimulan el crecimiento y disminuyen/aumentan las presiones inflacionarias. Esta perspectiva asume un mecanismo de transmisión directo entre tipos-crédito-inflación. Sin embargo, la realidad muestra que este proceso está lleno de desafíos. La política fiscal dirigida, las reacciones de oferta y demanda, la estructura de las deudas existentes y el nivel de endeudamiento del país pueden alterar profundamente los efectos anticipados de los cambios de tipos. Incluso pueden, de manera completamente contraintuitiva, revertir la relación esperada y convertir un aumento de tipos en una política de estímulo y una reducción de tipos en una política restrictiva.

¡Hay que pensarlo!

China: ¿Relajar las condiciones de crédito desbloqueará el crecimiento?

El mes pasado, mientras los bancos centrales de EE.UU., Europa y Japón giraban sus políticas de tasas de interés, discutimos los impactos que tales cambios pueden tener en la inflación y el crecimiento, algunos de los cuales contraintuitivos. Este mes, pretendíamos cubrir un tema más ligero, pero la avalancha de anuncios de estímulo de China nos ha empujado a adelantar esta discusión.

Perspectiva más común:

China acaba de anunciar una nueva campaña de estímulo con múltiples iniciativas, principalmente una expansión de la política monetaria. Esta estrategia parece extraer una página del manual utilizado por EE.UU., Europa y Japón en las recientes crisis. Estas medidas incluyen recortes en las tasas de interés y la flexibilización de las condiciones de crédito, como la reducción de los depósitos mínimos para préstamos

inmobiliarios y las líneas de crédito para la adquisición de acciones. Todo ello en un esfuerzo por aumentar la oferta monetaria a través de los préstamos y, con ello, promover un crecimiento anual hacia el objetivo del 5% para 2024.

La expectativa más común es que estas políticas de flexibilización crediticia estimularán significativamente el crecimiento al abaratar y aumentar la disponibilidad de los préstamos, lo que a su vez incrementará el endeudamiento y promoverá la expansión económica. Este mecanismo ha sido objeto de extensos estudios y se acepta ampliamente como efectivo.

Perspectiva alternativa:

En nuestra nota de febrero de 2024, "¿La creación de moneda genera inflación?", describimos diferentes formas de pensar sobre el impacto de la creación de dinero, mencionando que esta puede generar:

- Crecimiento real si el nuevo dinero se dirige hacia inversiones que crean valor.
- Inflación de precios al consumidor si el nuevo dinero se dirige al consumo.
- Inflación de precios de activos si el nuevo dinero se dirige a la adquisición de activos existentes.

Con este marco en mente, podemos identificar desafíos a la perspectiva común que asume que la flexibilización de las condiciones de crédito creará nuevos préstamos y, por lo tanto, crecimiento.

- Primer Desafío: El uso de los nuevos préstamos puede no generar crecimiento, sino conducir a la inflación de precios al consumidor o de activos. En el pasado, China ha promulgado medidas para flexibilizar las condiciones de crédito para inversiones en la creación de nueva capacidad productiva en sectores específicos (por ejemplo, vehículos eléctricos y paneles solares). Estas medidas han tenido éxito en generar crecimiento real en los sectores preferidos y han permitido aumentar su peso en la economía. Sin embargo, las medidas recientemente anunciadas no siguen la misma fórmula y parecen estar más orientadas a financiar la adquisición de activos existentes (es decir, más dinero persiguiendo los mismos activos). Por lo tanto, las nuevas medidas podrían resultar en poco crecimiento real y algo de inflación de precios en lugar de una tendencia deflacionaria.

  Existe un argumento teórico que sugiere que estas medidas de "inflación de activos" generarán crecimiento real a través de un efecto secundario (el aumento de los precios de los activos mejorará la confianza y esto a su vez conducirá a más inversión "creadora de valor"). Este argumento es muy discutido y el impacto secundario sería, en cualquier caso, una fracción del impacto primario.

  Sin embargo, hay que señalar que, aunque estas medidas pueden no generar crecimiento real, al generar inflación de activos, pueden seguir siendo buenas noticias desde una perspectiva de retorno de inversión.

- Segundo Desafío: Para que la flexibilización del crédito expanda los préstamos, la oferta de crédito debe aumentar. Sin embargo, como se discutió en nuestra nota anterior, la disposición de los bancos a prestar depende de su apetito por el riesgo y la salud de sus balances. En el mercado financiero más centralmente dirigido de China, este mecanismo de transmisión puede operar con mayor fluidez que en EE.UU. y Europa, pero no está garantizado.
- Tercer Desafío: La demanda de crédito también debe aumentar para que las políticas de flexibilización crediticia tengan un impacto. Los hogares y las empresas sobreendeudados, particularmente después de una crisis, pueden centrarse en ahorrar y pagar deudas en lugar de endeudarse. Estas acciones representan una contracción del crédito que anula por completo la expansión de crédito y el estímulo monetario deseados. Este fenómeno, conocido como "Recesión de Balance" según el economista jefe de Nomura, Richard Koo, describe la situación de Japón en la década de los 90. Si China se encuentra

en una situación similar a la de Japón en los 90 sigue por descubrirse. Pero, si es el caso, las medidas anunciadas tendrán un impacto limitado. Es importante señalar que, en caso de una Recesión de Balance, solo el gasto directo y la creación de dinero por el gobierno serán efectivos para generar una expansión monetaria.

En resumen:

La expectativa más común es que las políticas expansivas de crédito estimularán significativamente el crecimiento. Sin embargo, este vínculo no es ni directo ni garantizado. Cuando la flexibilización del crédito genera expansión crediticia, el destino del nuevo dinero define el resultado, ya sea que conduzca a precios de activos, precios al consumidor o crecimiento económico real. Pero la flexibilización del crédito puede no generar una expansión crediticia si el país se encuentra en una Recesión de Balance, y los hogares y las empresas están enfocados en el pago de deudas. Aquí, incluso una agresiva flexibilización del crédito puede no lograr una expansión crediticia significativa.

Mirando hacia el futuro en China, el panorama no es tan seguro como lo pinta la perspectiva común. Será crucial monitorear los detalles de las medidas que se anuncien, su implementación y también cómo reaccionan los diferentes actores para comprender qué tipo de impacto veremos.

¡Hay que pensarlo!

Mirando al Futuro: Implicaciones Fiscales de Trump o Harris

Al escribir el comentario de este mes, el mundo está enfocado en el resultado de las próximas elecciones en EE. UU. En los últimos meses, las probabilidades de que gane Trump o Harris han fluctuado, pero la incertidumbre sobre el resultado sigue siendo alta. Una cosa es segura: no faltan analistas y comentaristas con fuertes convicciones sobre el resultado. Algunos eventualmente tendrán razón y afirmarán que "lo sabían desde el principio", mientras que otros se retirarán hasta el próximo evento sobre el que estén "seguros". Pero, sin importar a quién escuche, tenga en cuenta que, en esta etapa, el resultado es realmente incierto. Además, cabe señalar que no se trata de un simple resultado binario entre Harris o Trump. Como escribimos hace unos meses, existe un tercer escenario posible en el que ninguno de los dos tiene una victoria clara, lo que llevaría a una incertidumbre prolongada. Por ello, creemos que es más importante prepararse para múltiples escenarios futuros en lugar de "apostar todo" por un resultado específico con muy poca certeza. En el comentario de este mes, repasaremos los impactos fiscales esperados de una victoria de Trump y de una de Harris.

Perspectiva más común:

Generalmente se cree que los presidentes demócratas tienden a ser responsables de déficits fiscales más altos que los presidentes republicanos, quienes son considerados más conservadores fiscalmente. Con esto en mente, una victoria de Harris probablemente llevaría a una política fiscal más flexible en comparación con Trump. Por lo tanto, el estímulo fiscal bajo Harris probablemente superaría al de Trump. Y, bajo esta perspectiva, se esperaría un estímulo fiscal más alto y una deuda pública más elevada bajo Harris que bajo Trump.

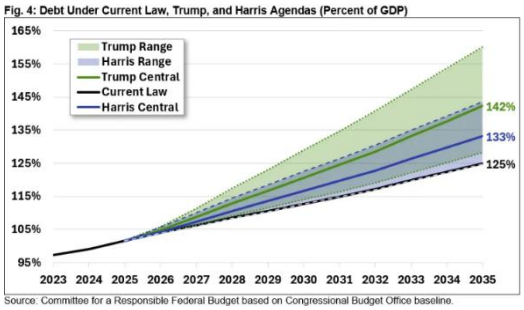
Perspectiva alternativa:

Empezaremos cuestionando el "mito" de que los presidentes republicanos son más conservadores fiscalmente que los demócratas. Desde 1900, EE. UU. ha tenido 34 ciclos presidenciales, 16 con presidentes demócratas y 18 con republicanos. Desde la Segunda Guerra Mundial, ha habido 22 ciclos presidenciales: 11 con demócratas y 11 con republicanos. Aunque cubre más de un siglo de historia, este tamaño de muestra sigue siendo pequeño y las circunstancias de cada presidencia son significativamente diferentes, por lo que no es apropiado hacer generalizaciones precisas. Sin embargo, si uno se siente tentado a generalizar, debe basarse en datos, no solo en narrativas. Por ejemplo, al examinar el crecimiento de la deuda pública de EE. UU. durante cada ciclo presidencial, encontramos que la presidencia demócrata mediana aumentó la deuda en un 27%, mientras que la presidencia republicana mediana la aumentó en un 21%. Esto estaría en línea con la perspectiva común. Sin embargo, al observar los 22 ciclos presidenciales posteriores a la Segunda Guerra Mundial, la presidencia demócrata mediana registró un aumento de la deuda pública del 26%, mientras que la presidencia republicana mediana tuvo un aumento del 39% (los promedios son 25% y 38%, respectivamente). Incluso excluyendo completamente el crecimiento de la deuda en el último año de la presidencia de Trump durante el COVID, la presidencia republicana mediana mostraría aún un aumento del 32% (promedio de 35%). Así, la percepción común de que los demócratas tienen déficits más altos y los republicanos más bajos no se sostiene en EE. UU. Pero, tampoco podemos concluir que los republicanos aumenten constantemente la deuda más que los demócratas.

Habiendo desmentido este "mito", podríamos estar mejor enfocados en los detalles de nuestro entorno socioeconómico actual y en las políticas anunciadas por cada candidato.

- Entorno Socioeconómico Actual: Usando el *framework* presentado por Neil Howe en su libro *Generations: The History of America's Future 1584 to 2069*, estamos ahora en una Cuarta Transición. Esta es una fase de crisis donde las instituciones se ven desafiadas, las estructuras sociales se transforman y se establece un nuevo orden, a menudo a través de cambios significativos. Las Cuartas Transiciones anteriores incluyen la Guerra de Independencia Americana (1773-1794), la Guerra Civil Americana (1860-1865) y la Gran Depresión y la Segunda Guerra Mundial (1929-1946). Desde una perspectiva fiscal, estos períodos se caracterizan por un alto gasto público y rápidos aumentos de la deuda. Desde el inicio de esta Cuarta Transición en 2008, esta tendencia de alto gasto fiscal parece haber llegado para quedarse, independientemente del partido en el poder. En este ciclo electoral, ambos partidos han evitado en gran medida discutir el control del déficit. Parece ser que tener altos déficits se ha convertido en un tema bipartidista, junto con un aumento en las políticas fiscales populistas para abordar la creciente desigualdad.
- Políticas Anunciadas por los Candidatos: Para resumir los impactos fiscales de las políticas propuestas por cada candidato, nos referimos al trabajo del Comité para un Presupuesto Federal Responsable (CRFB), un respetado grupo de expertos bipartidista conocido por prever con precisión los impactos de las políticas públicas sobre el presupuesto y la deuda. Según el CRFB, el camino de las políticas existentes llevará el nivel de deuda del actual 102% del PIB al 125% en los próximos 10 años. Añadiendo las políticas de Harris al escenario base, la deuda subiría al 133% en 10 años en el caso central del CRFB. Añadiendo las políticas de Trump, la deuda aumentaría al 142% en el mismo período. Al entrar en los detalles de cada candidato, la opción de aumentar los déficits fiscales parece, nuevamente, ser una postura bipartidista.

Fig. 4: Debt Under Current Law, Trump, and Harris Agendas (Percent of GDP)



Source: Committee for a Responsible Federal Budget based on Congressional Budget Office baseline.

En resumen:

La expectativa común es que la continuación del estímulo fiscal dependería de que un candidato demócrata gane la presidencia, mientras que una victoria republicana llevaría a una política fiscal más restrictiva. Sin embargo, esta generalización podría no solo ser inexacta sino también poco útil para construir un escenario posterior a las elecciones. Considerando el entorno socioeconómico actual y las políticas propuestas por ambos candidatos, puede ser útil considerar que, independientemente de quién gane, la trayectoria fiscal de EE. UU. parece estar fijada. A futuro, el estímulo fiscal parece estar asegurado y los niveles de deuda seguirán creciendo.

¡Hay que pensarlo!

El perro se les comió los deberes

Perspectiva más común:

Durante décadas, los bancos centrales de todo el mundo han operado bajo el marco de un objetivo de inflación del 2 %. Este nivel, considerado como la zona de Goldilocks, es lo suficientemente alto para fomentar el gasto y la inversión, pero lo suficientemente bajo para preservar el poder adquisitivo y evitar efectos desestabilizadores. Tras el aumento de las tasas de inflación después de 2020, los bancos centrales, particularmente la Reserva Federal, inicialmente argumentaron que la inflación era transitoria y reflejaba las disrupciones en las cadenas de suministro provocadas por la COVID-19. Sin embargo, a medida que la inflación persistió, la Fed cambió de rumbo e implementó agresivas subidas de tipos de interés para alinear la inflación con el objetivo del 2 % a largo plazo. Ahora que la inflación ha disminuido, la visión predominante en el mercado es que los responsables políticos pronto restaurarán tasas bajas y estables con una inflación mínima (por ejemplo, el mercado de bonos gubernamentales descuenta inflaciones promedio para los próximos 30 años del 2,2 % en EE. UU. y del 1,8 % en Alemania). Esta visión consensuada no solo moldea la confianza de los inversores, sino también la valoración de los activos, ya que los mercados siguen apostando por un retorno a la zona de Goldilocks.

Perspectiva alternativa:

¿Qué pasaría si los responsables políticos no estuvieran tan comprometidos con el objetivo del 2 % como dicen? ¿Y si no solo toleran, sino que encubiertamente buscan una inflación del 3–4 %? Consideremos esta posibilidad a través del "lente del crimen": motivo, medios y oportunidad. Si los tres están alineados, merece la pena reflexionar sobre esta posibilidad.

- Motivo: El gasto fiscal elevado, históricamente reservado para recesiones o crisis como la de 2008 y la pandemia de COVID-19, parece haberse transformado de una herramienta de emergencia a ser la norma. En EE. UU., por ejemplo, los déficits siguen siendo del 7 % del PIB a pesar de la expansión

económica y del bajo desempleo. Esto ha generado presiones fiscales crecientes y ratios deuda/PIB récord que amenazan la estabilidad de todo el sistema y de la economía. Para reducir la ratio deuda/PIB, los responsables políticos pueden optar por:

- Reducir la deuda (numerador) mediante el impago de la deuda. Esto suele ser catastrófico para las economías nacionales y, en el caso de EE. UU., que emite la moneda de reserva global y el activo más aceptado como colateral en los sistemas financieros y comerciales (los bonos del Tesoro), sería catastrófico para el mundo entero.
- Reducir la deuda (numerador) reduciendo los déficits fiscales y aplicando medidas de austeridad, como las vistas en la crisis europea de la década de 2010. Estas medidas suelen tener altos costos políticos, lo que las hace "indeseables" para los responsables políticos. Por tanto, su "hábitat natural" no es una decisión política voluntaria sino que la implementación suele ser impuesta por instituciones externas como último recurso.
- Incrementar el PIB nominal (denominador) aumentando el PIB real sin incrementar el déficit fiscal, es decir, aumentando la productividad. Estas políticas son conocidas por ser difíciles de implementar, causar disrupciones, tener resultados inciertos y tardar en dar frutos. Por ello, tampoco son una solución política fácil.
- Incrementar el PIB nominal (denominador) aumentando la inflación, también conocido como devaluar las obligaciones de deuda. Si se hace con niveles moderados de inflación, aprovecha el efecto de la ilusión monetaria (las personas tienden a percibir la riqueza y los ingresos en términos nominales) y se convierte en una forma sutil pero poderosa de erosionar el valor real de la deuda. Como esta opción es sutil, permite a los responsables políticos reducir los niveles de deuda sin coste político.

Considerando estas cuatro opciones, aumentar la inflación es claramente la que presenta el mejor coste-beneficio para los responsables políticos. Este es un motivo claro para tolerar una mayor inflación e incluso apuntar encubiertamente a una inflación del 3-4 %.

- Medios: Los responsables políticos poseen las herramientas para mantener una inflación persistentemente superior al objetivo del 2 %, principalmente mediante políticas fiscales y monetarias expansivas. Sin embargo, no basta con mantener alta la inflación para que este proceso de devaluación de deuda funcione. Los responsables políticos deben diseñar una inflación realizada que supere las expectativas del mercado. Son estas "sorpresas inflacionarias" las que permiten a los gobiernos endeudarse a tasas más bajas de lo que sería posible en otras circunstancias. Esto funciona porque los participantes del mercado basan las tasas nominales en las expectativas de inflación. Si la inflación real supera las expectativas, las tasas reales caen, permitiendo a los gobiernos reducir su carga de deuda en términos reales mientras mantienen la actividad económica. Sin embargo, esta estrategia depende de que los bancos centrales mantengan su credibilidad como combatientes de la inflación. Si el mercado pierde la confianza, las expectativas de inflación pueden aumentar rápidamente, lo que impulsaría las tasas nominales y neutralizaría los beneficios.
- Oportunidad: El periodo post-pandemia ofrece una ventana de oportunidad transitoria para que los responsables políticos aprovechen la ilusión monetaria y la credibilidad como combatientes de la inflación:
  - Ilusión monetaria: El sesgo de anclaje significa que el público percibe una inflación por debajo del 4 % como manejable tras haber experimentado picos del 9 % en junio de 2022 en EE. UU. Con este reciente anclaje del 9 %, una inflación del 2 % o del 3 % se sienten igual. Compárese esto con el anclaje basado en los cinco años anteriores a la pandemia (dic. 2014 a dic. 2019), cuando la inflación promedió un 1,5 % con un máximo del 2,9 %. Con este anclaje anterior, una inflación del

2 % y del 3 % se sienten muy diferentes y cualquier cifra superior al 3 % parecería extremadamente alta. Este sesgo de anclaje ofrece una oportunidad para mantener la inflación alta durante más tiempo sin desencadenar una reacción adversa significativa.

- Credibilidad de los responsables políticos: Los bancos centrales mantienen su credibilidad señalando:
  - Políticas monetarias moderadamente expansivas: Factores estructurales como la desglobalización, el proteccionismo, la reconfiguración de las cadenas de suministro, la subinversión en energía y los esfuerzos de relocalización han incrementado los costos en sectores clave. Estas limitaciones del lado de la oferta, combinadas con déficits fiscales persistentes, crean un entorno en el que la inflación elevada puede persistir sin requerir una expansión monetaria extrema por parte de la Fed. Basta con permitir que la inflación se mantenga ligeramente por encima de los objetivos declarados. La Fed puede evitar estímulos monetarios extremos, aplicar políticas moderadamente expansivas y atribuir los choques inflacionarios a factores "transitorios". Esto es como decir: "¡El perro se comió mis deberes! No hice nada malo, por favor sigan confiando en mí". Al posicionar estas presiones como "choques transitorios", pueden reclamar inocencia y adherencia a los objetivos de inflación a largo plazo, mientras permiten que la inflación supere el 2 %. (Nota: Los choques transitorios son muy útiles para la erosión de la deuda. Aumentan el nivel de precios, pero no cambian las expectativas de inflación a futuro porque el efecto es un impacto puntual. Los niveles de precios permanecerán permanentemente más altos, pero la inflación volverá a disminuir. En estos casos, no se espera que los responsables políticos aumenten las tasas, ya que esto perjudicaría a la economía. Por tanto, con los choques transitorios, los precios suben, no se toma ninguna acción, la credibilidad permanece intacta, el objetivo de inflación sigue siendo creíble, las expectativas de inflación se mantienen bajas y la deuda se reduce.)
  - Historial de control de inflación: En los 25 años previos a la pandemia (dic. 1994 a dic. 2019), lograron gestionar la inflación a través de ciclos de auge y crisis, con un promedio del 2,2 % y solo el 4 % de los meses por encima del 4 %.
  - Subidas agresivas de tasas post-pandemia: Después de la pandemia, lograron reducir la inflación desde su pico del 9 % hasta niveles bajos (2,6 % en octubre de 2024) al subir las tasas de interés de manera agresiva del 0,25 % al 5,50 % (de febrero de 2023 a julio de 2023) y mantenerlas hasta septiembre de 2024. Aunque la Fed comenzó tarde, cuando su credibilidad ya estaba menguando con una inflación superior al 8 % en febrero de 2023, su movimiento contundente le permitió recuperar parte de su credibilidad como combatiente de la inflación.

Aunque no hay pruebas concluyentes de que los responsables políticos estén encubiertamente apuntando a una inflación del 3-4 %, podemos estar seguros de que los tres elementos – motivo, medios y oportunidad – están presentes. Esta "estrategia de devaluación de la deuda" sin duda parece elegante y "sin coste político" para los responsables políticos.

Pero no está exenta de riesgos. Como discutimos anteriormente, la credibilidad de los bancos centrales es esencial para que esta estrategia funcione. Sin embargo, la confianza, que lleva tiempo construir, es frágil. Como dice el refrán holandés: "La confianza llega a pie y se va a caballo".

Es importante destacar que los mercados son extremadamente sensibles a los cambios en la credibilidad de los bancos centrales y en sus políticas. Si los responsables políticos son percibidos como tolerantes con la inflación a expensas de la estabilidad de precios, la confianza podría erosionarse, provocando correcciones repentinas en los mercados. Esta dinámica obliga a los bancos centrales a un ciclo precario de intervenciones drásticas: primero estimulando (p.ej., tipos de interés bajos) para mantener una inflación

moderada y luego restringiendo agresivamente para recuperar la credibilidad perdida y mantener la estabilidad.

Para los inversores, un régimen caracterizado por sorpresas inflacionarias y políticas de "stop-and-go" representará desafíos completamente distintos al régimen de Goldilocks de tasas bajas estables y una inflación mínima.

- Las políticas monetarias de "stop-and-go" generan shocks: En un mundo donde las sorpresas inflacionarias impulsan las acciones de los responsables políticos, es más probable que ocurran cambios abruptos entre la acomodación y la restricción. Los mercados, que anteriormente prosperaban en la previsibilidad y el gradualismo, enfrentarán episodios recurrentes de volatilidad mientras los bancos centrales luchan por mantener ambas la inflación y la credibilidad elevadas.
- La volatilidad del mercado perjudica a los inversores pasivos: Esta dinámica política interrumpe la estabilidad en la que los inversores confían para las estrategias tradicionales de construcción de carteras. Las dislocaciones frecuentes y bruscas en los precios de los activos podrían desbaratar estrategias centradas en baja volatilidad esperada o asignaciones pasivas. Ya sea que los bonos o las acciones sean una gran inversión o una pésima inversión, no habrá una respuesta absoluta para todo el ciclo. Ambos serán excelentes o terribles según el entorno político en un momento específico. Además, las correlaciones de activos no serán estables ni completamente predecibles, ya que también dependerán de la combinación de políticas. Los inversores tendrán que navegar tanto los cambios en los retornos de los activos como en sus correlaciones.
- La flexibilidad es clave: Los inversores que tengan éxito en este entorno deberán ser extremadamente dinámicos, adaptándose rápidamente a los cambios en las políticas y sus efectos colaterales. Procesos con asignaciones estáticas tendrán dificultades para seguir el ritmo de los rápidos cambios introducidos por un enfoque político de "stop-and-go". Por otro lado, los procesos con asignaciones altamente dinámicas tendrán una multitud de oportunidades para aprovechar.
- El riesgo de credibilidad redefine los mercados: Cuando las "sorpresas inflacionarias" desafían repetidamente las expectativas, la prima de riesgo sobre bonos y acciones podría aumentar drásticamente. Esto no es solo un riesgo teórico. La historia está llena de ejemplos de trastornos del mercado provocados por shocks de credibilidad.

En resumen:

La perspectiva más común asume un retorno a la baja inflación y mercados estables mientras los bancos centrales reafirman su objetivo del 2 %. Pero, ¿y si los responsables políticos están reescribiendo las reglas del juego a plena vista? ¿Y si los responsables políticos están apuntando encubiertamente a una inflación del 3–4 % y están diseñando un régimen de "sorpresas inflacionarias" persistentes para reducir silenciosamente la deuda?

Este nuevo enfoque podría reducir los niveles de deuda con un costo político mínimo, pero viene con un precio para los inversores: una mayor inestabilidad en los mercados. Considere un entorno de inversión donde los movimientos abruptos e impredecibles de los bancos centrales (endurecimiento para recuperar credibilidad, flexibilización para mantener la inflación) se convierten en la norma y provocan oscilaciones regulares en los mercados. En este mundo, las estrategias estáticas y pasivas fracasan, mientras que las estrategias adaptables aprovechan las oportunidades.

¡Hay que pensarlo!

Un largo paseo sobre ventanas rotas

Perspectiva más común:

Es una creencia ampliamente aceptada que perseguir con rigor las infracciones menores—vandalismo, evasión de tarifas y desórdenes públicos—ayuda a prevenir delitos mayores. De hecho, pocas teorías policiales han sido tan influyentes como la famosa ***Teoría de las Ventanas Rotas***.

Introducida en 1982 por los sociólogos **James Q. Wilson y George L. Kelling**, la lógica de la teoría es simple: **los signos visibles de desorden transmiten la idea de que no hay normas, lo que fomenta la delincuencia.** Al abordar rápidamente los pequeños delitos, las autoridades refuerzan el orden y reducen la probabilidad de crímenes más graves.

Su aplicación más famosa ocurrió en la **Nueva York de los años 90**, bajo la administración de **Rudy Giuliani** y el comisionado **Bill Bratton**. El NYPD impuso una estrategia agresiva contra delitos menores, desde la eliminación de grafitis hasta la vigilancia estricta a los que evadían el pago del metro. La criminalidad se desplomó. Giuliani se convirtió en un nombre reconocido a nivel nacional, y la política de Ventanas Rotas fue ampliamente aclamada como un éxito rotundo, ganando un lugar en los libros de criminología, las políticas públicas e incluso en libros populares sobre comportamiento humano.

Su popularidad se consolidó aún más con **Malcolm Gladwell**, quien en su best-seller de 2002 ***The Tipping Point*** presentó la ***Teoría de las Ventanas Rotas*** como un ejemplo definitorio de cómo **pequeñas acciones pueden desencadenar grandes cambios en la sociedad**. Si limpiar los grafitis y perseguir a los que evadían el pago del metro podía transformar una ciudad del caos al orden, entonces la teoría no solo parecía intuitiva, sino indiscutiblemente efectiva.

Perspectiva alternativa:

Pero, ¿es realmente tan sólida la base de la teoría de las Ventanas Rotas como la mayoría cree?

En **2001**, el profesor de la Universidad de Columbia **Bernard Harcourt desmontó la teoría** en su libro *The Illusion of Order: The False Promise of Broken Windows Policing*. En él, destacaba un fallo crítico: el estudio original que vinculaba el desorden con el crimen grave **carecía de pruebas sólidas** que demostraran que la reducción de infracciones menores prevenía crímenes más graves. Por lo tanto, el origen de la teoría parece contar con escaso respaldo empírico.

En **2005**, **Steven Levitt y Stephen Dubner**, en su best-seller *Freakonomics*, argumentaron que la caída del crimen en Nueva York **no fue un fenómeno único**. Las tasas de criminalidad estaban disminuyendo en todo el país, incluso en ciudades que nunca adoptaron la política de ***Ventanas Rotas***, y la tendencia comenzó **antes de que las políticas de Giuliani entraran en vigor**. **Los datos apuntaban** en realidad a **explicaciones más amplias** para la reducción de la criminalidad:

- **Mejoras económicas** que redujeron los incentivos para cometer delitos.
- **Cambios demográficos**, en particular, un descenso en el número de hombres jóvenes en la edad en la que más comúnmente se cometen delitos.
- **El declive de la epidemia del crack**, que impulsó gran parte de la criminalidad violenta en los años 80 y que ya estaba disminuyendo antes de la implementación de las políticas de Giuliani.
- **Otros cambios en las estrategias policiales**, como una mayor presencia de agentes en las calles y mejoras en el seguimiento de datos sobre el crimen.

Los números cuentan una historia distinta a la que políticos y medios de comunicación popularizaron.

Y ahora, **incluso Malcolm Gladwell ha cambiado de postura**. En *The Tipping Point*, Gladwell presentó ***Ventanas Rotas*** como la prueba de que **pequeñas acciones pueden generar grandes cambios sociales**. Pero más recientemente, ha admitido que **exageró la validez de la teoría en su libro**, al no mencionar la incertidumbre y el debate que ya existían en el momento de su publicación. Su **entusiasmo por las narrativas convincentes** lo llevó a **presentar un panorama incompleto**, lo que contribuyó a la adopción incuestionable de *Ventanas Rotas* como un estándar en la política de seguridad.

La **simplificación excesiva** de la teoría de Ventanas Rotas tuvo **consecuencias reales más allá del debate académico**, ayudada por otra **"distorsión de la investigación"**.

En **1989**, los criminólogos **David Weisburd y Lawrence W. Sherman** publicaron el estudio *Hot Spots of Predatory Crime: Routine Activities and the Criminology of Place*, en el que analizaron el impacto de las detenciones policiales en **zonas de alta criminalidad**. El estudio concluyó que concentrar la presencia policial en pequeños **"puntos calientes"** de crimen podía **disuadir la actividad criminal** en esos lugares específicos.

Sin embargo, un estudio que solo justificaba **la vigilancia policial en ubicaciones concretas** fue **malinterpretado** y utilizado **para justificar estrategias generalizadas de "stop-and-frisk"**, incluso en áreas donde las tasas de criminalidad eran bajas.

Una lógica errónea comenzó a prevalecer:

- En lugar de enfocarse en **zonas de alta criminalidad**, las autoridades expandieron la estrategia para detener personas **en todas partes**.
- En lugar de una **vigilancia dirigida**, se implementaron políticas agresivas y generalizadas de control de delitos menores.

Al seguir ciegamente la **certeza de la sabiduría convencional**, basada en una **teoría defectuosa** y un **estudio malinterpretado**, las ciudades terminaron adoptando políticas que produjeron **resultados desastrosos**.

El reciente **mea culpa** de Gladwell es **tanto loable como valioso**. No sólo por admitir sus errores, sino porque revela algo más profundo: **el poder seductor de la certidumbre de las narrativas simples**.

Este **deseo de certeza no es exclusivo de la criminología**, sino que también está **profundamente arraigado en la inversión**. Los mercados, al igual que las tasas de criminalidad, están influenciados por una **red compleja de fuerzas interconectadas**. Sin embargo, una y otra vez, las personas se aferran a **narrativas simples y persuasivas**:

- **Las tasas de interés lo explican todo** – Si bajan, las acciones deben subir.
- **Esta vez es diferente** – Los patrones históricos ya no se aplican.
- **Los mercados odian la incertidumbre** – Una vez que haya claridad, las cosas se estabilizarán.

Cada una de estas afirmaciones **suena convincente**, **igual que *Ventanas Rotas***, pero **ignoran realidades mucho más profundas y complejas**.

Como destacamos en nuestro Outlook 2025, la certeza es cómoda, pero **puede ser peligrosamente engañosa**. Genera **exceso de confianza**, lo que a su vez lleva a **inversiones concentradas** y a **ignorar posibles pérdidas**. Aunque esta estrategia **ocasionalmente** puede generar buenos resultados, con mayor frecuencia conduce a **consecuencias desastrosas**.

Los inversores, al igual que los legisladores, deben **resistir la tentación de buscar certezas fáciles** y, en su lugar, prepararse para **un mundo complejo, incierto y en constante cambio**.

En resumen:

Durante décadas, la ***Teoría de las Ventanas Rotas*** **ha sido considerada una verdad incuestionable**, moldeando las políticas de seguridad y la percepción pública sobre el crimen. Es una explicación seductora que propone una solución sencilla. Sin embargo**, un análisis más detallado revela** una realidad mucho más compleja y **fallos evidentes en la *Teoría de las Ventanas Rotas***. Estos fallos no solo ponen en duda la teoría en sí, sino también todas las políticas que fueron adoptadas ciegamente basándose en su elevación a una verdad incuestionable.

Este es el **peligro de las narrativas simples y persuasivas**: son **fáciles de creer**, pero **a menudo son peligrosamente erróneas** y pueden llevar a **resultados desastrosos** si no se cuestionan. Como advirtió célebremente Henry Louis Mencken:

"Para cada problema complejo, hay una solución que es simple, clara y equivocada."

Esta **lección va más allá de la política pública** y se extiende a la inversión. En los mercados**, la fe ciega en narrativas simples** puede generar un **exceso de confianza** que conduce a una **mala gestión del riesgo** y a **errores costosos**.

El éxito sostenible no proviene de seguir ciegamente narrativas simples que son "ampliamente vendidas y creídas", sino de:

- **Comprender la complejidad**, en lugar de simplificar en exceso.
- **Adaptarse a nueva información**, en lugar de aferrarse a viejas creencias.
- **Gestionar el riesgo de equivocarse o enfrentarse a sorpresas,** en lugar de asumir certezas.
- **Permanecer abierto a nuevas perspectivas**, en lugar de defender una visión rígida.

¡Hay que Pensarlo!

Una solución dorada

Una idea radical está ganando terreno en los debates sobre política económica en Estados Unidos: monetizar sus vastas reservas de oro. ¿Podría ser esta la solución dorada para el creciente endeudamiento y los déficits billonarios?

El debate se intensificó en febrero cuando el presidente Donald Trump anunció planes para inspeccionar personalmente las reservas de oro de EE.UU. en Fort Knox. Estas visitas son poco comunes; antes de esta, la última inspección de alto perfil fue en 2017 por el entonces Secretario del Tesoro, Steve Mnuchin. Ahora, los asesores económicos de Trump, incluyendo a Scott Bessent (futuro Secretario del Tesoro), Stephen Miran (presidente del Consejo de Asesores Económicos) y Zoltan Pozsar (estratega económico clave), están explorando abiertamente el potencial de desbloquear este "tesoro dorado".

Su argumento es claro: EE.UU. posee 261,5 millones de onzas (8.133 toneladas) de oro. A diferencia de otros países, donde los bancos centrales son propietarios de las reservas, en EE.UU. el oro pertenece al Tesoro. Esta distinción fundamental abre posibilidades únicas, pudiendo el gobierno utilizar las reservas de oro, para fortalecer sus finanzas, sin involucrar al banco central.

Además, mientras que la mayoría de las monedas nacionales están respaldadas por las reservas de los bancos centrales, el dólar estadounidense se sostiene sobre la "plena fe y crédito" del gobierno de EE.UU.

Un concepto que algunos argumentan está sustentado por la fortaleza económica y militar de la nación. Esta posición única significa que monetizar las reservas de oro no amenazaría la posición del dólar y puede abordarse de manera muy diferente a la de otras economías.

Perspectiva más común:

La perspectiva más común sobre esta idea es que la monetización del oro implicaría que EE.UU. vendiera total o parcialmente sus enormes reservas, lo que ayudaría significativamente a aliviar sus desafíos fiscales.

La narrativa es que estas reservas han permanecido olvidadas en los almacenes de Fort Knox y actualmente están registradas a un precio irrisorio de 42,22 dólares por onza. Ahora, el equipo de Trump las ha redescubierto y está decidido a maximizar su potencial vendiéndolas al precio de mercado actual, superior a 2.800 dólares por onza. En cierto modo, esta es una historia que hemos escuchado muchas veces: la del pariente diligente que encuentra en un viejo almacén, ático o garaje una colección de pinturas, antigüedades o automóviles largamente olvidados. En este caso, es el equipo de Trump quien ha encontrado 261,5 millones de onzas de oro infravalorado y está a punto de desbloquear una impresionante cantidad de 700.000 millones de dólares de nueva riqueza. Se argumenta que EE.UU. podrá utilizar esta "nueva riqueza" para reducir su deuda, financiar sus gastos corrientes o invertir en su recién creado fondo soberano (SWF).

Además, esta venta también ayudaría a contrarrestar la presión alcista sobre el precio del oro, impulsada por las compras de los bancos centrales de China, Rusia y otros mercados emergentes. Incluso podría provocar una caída en el precio del oro. Pero, por otro lado, esto beneficiaría enormemente a EE.UU. Por lo tanto, el mercado debería prepararse para el impacto en los precios del oro de esta irresistible "solución dorada" estadounidense y esperar un país más fuerte y menos presionado por sus desafíos fiscales.

Perspectiva alternativa:

Implementación

Mirando a la monetización del oro, una perspectiva alternativa es que esta no implicaría en absoluto su venta. En su lugar, EE.UU. podría mejorar sus finanzas a través de ingeniería financiera y contabilidad.

En términos realistas, vender las reservas de oro de EE.UU. a precios de mercado no es una opción viable. EE.UU. sería como un elefante en una tienda de porcelana:

- EE.UU. tiene la mayor reserva de oro del mundo (8.133 toneladas), muy cerca del total combinado de los tres siguientes países (Alemania, Italia y Francia poseen juntas 8.241 toneladas).
- Las reservas de EE.UU. son 2,5 veces mayores que el total de activos bajo gestión de todos los ETFs de oro a nivel global (3.218 toneladas).
- Las reservas de EE.UU. son 25 veces mayores que las muy publicitadas compras de oro de China desde 2020 (de 1.950 toneladas a 2.280 toneladas).

Cualquier venta significativa de estas reservas colapsaría los precios del oro, erosionando su valor antes de que el Tesoro pudiera capitalizarlo efectivamente. Scott Bessent, un macroinversor altamente experimentado que apoya la monetización del oro, sabe bien que esta posición es demasiado grande como para poder ser liquidada sin más.

La solución de ingeniería financiera consiste en revalorizar las reservas de oro y obtener el "dinero extra" en las cuentas del gobierno sin venderlas. Sabemos que esto puede parecer contraintuitivo, por lo que es necesario ir más allá de las narrativas simplificadas y comprender las especificidades de EE.UU. (Si no le

interesa adentrarse en los detalles del "cómo", confíe en nosotros que sí se puede hacer y salte directamente a la sección de "impacto").

Como mencionamos antes, en EE.UU., el oro pertenece al Tesoro, según lo establecido por la Ley de Reservas de Oro de 1934, lo que lo convierte en un activo fiscal en lugar de un activo monetario, a diferencia de otros países donde los bancos centrales poseen oro como parte de sus reservas monetarias. Este marco permite al gobierno beneficiarse de una revalorización sin vender físicamente el oro. El proceso es el siguiente:

- Aprobación del Congreso de la reevaluación: se requiere una legislación que autorice el aumento del precio oficial del oro de 42,22 dólares por onza a su valor de mercado actual.
- Revalorización del oro: El Tesoro ajusta en sus libros el valor registrado de sus reservas para reflejar el precio de mercado.
- Emisión de certificados de oro: El Tesoro entrega certificados de oro a la Reserva Federal, no como reclamos físicos, sino como instrumentos financieros que reflejan la nueva valoración.
- Ajuste en la Cuenta General del Tesoro (TGA): La Fed acredita la cuenta del Tesoro con la diferencia de valor, aumentando efectivamente las reservas de efectivo del gobierno sin necesidad de emitir nueva deuda.

Este proceso, a diferencia de muchas cosas que hemos visto en los últimos meses, tiene precedentes:

- 1934 – Ley de Reservas de Oro: se elevó el precio del oro de 20,67 a 35 dólares por onza, aumentando significativamente el balance del Tesoro.
- 1972 – Acuerdo Smithsonian: se ajustó el precio oficial del oro de 35 a 38 dólares por onza, incrementando el balance del Tesoro en 800 millones de dólares.

En ambos casos, la revalorización del oro fortaleció las finanzas de la nación sin necesidad de ventas físicas. Por lo tanto, el mismo método podría aplicarse en el futuro cercano. Sólo es cuestión de que el Tesoro lo quiera y el Congreso lo apruebe.

Impacto

Mirando al impacto de esta monetización, una perspectiva alternativa es que, aunque EE.UU. posee la mayor reserva de oro del mundo y su valoración actual esté muy por debajo de la de mercado, este "nuevo descubrimiento" está lejos de ser una solución real a los problemas fiscales del país.

Esos 700.000 millones de dólares de posible revalorización de las reservas de oro:

- Representan sólo el 2% de la deuda pública federal viva, por lo que su uso para el pago de deuda no alteraría significativamente el nivel actual del 124% del PIB.
- Equivalen al 2,5% del PIB, insuficiente incluso para cubrir el pago de intereses de la deuda en 2024, que ascienden al 3,0% del PIB.
- Serían insuficientes para cubrir el déficit primario de 2024, estimado en el 3,3% del PIB.
- Únicamente cubrirían el 15% del coste estimado de los recortes fiscales en el recién aprobado presupuesto durante los próximos 10 años, que ascienden a 4,5 billones de dólares.

- Si se asignara al recién creado fondo soberano, lo convertiría en el octavo fondo soberano más grande. Sería un 60% más pequeño que el fondo soberano de Noruega de 1,7 billones, y un 70% más pequeño que la suma de los dos fondos soberanos de China (CIC $1,3 billones y SAFE $1,1 billones), además de ser menor que el ADIA de Emiratos Árabes Unidos ($1,1 billones), el KIA de Kuwait ($1,0 billón), el PIF de Arabia Saudita ($0,9 billones) y el GIC de Singapur ($0,8 billones). Superaría al fondo soberano de Indonesia ($0,6 billones), al QIA de Catar ($0,5 billones) y al portafolio de la HKMA de Hong Kong ($0,5 billones).

En resumen:

La perspectiva más común asume que EE.UU. monetizará su oro vendiendo total o parcialmente sus reservas, lo que presionaría los precios del oro a la baja pero aliviaría significativamente los desafíos fiscales del país.

Una perspectiva alternativa plantea que EE.UU. podría monetizar sus reservas de oro a través de mecanismos contables y de ingeniería financiera específicos del país. Esto no implicaría la venta de oro y, por lo tanto, no impactaría los precios del metal. Esta perspectiva tampoco considera que su monetización tenga un impacto significativo en los desafíos fiscales de EE.UU., ya que, aunque el país posee las mayores reservas de oro del mundo, su magnitud es marginal en comparación con la magnitud de los problemas fiscales a los que se enfrenta.

¡Hay que Pensarlo!

El superpoder del futuro

Perspectiva más común:

Si se pregunta qué superpoder definirá el éxito en el futuro, la respuesta más habitual suele ser clara: dominar la inteligencia artificial.

Una visión reforzada por las principales fuentes:

- The Financial Times señala que quienes dominan las herramientas de IA ya están siendo recompensados de forma desproporcionada en el mercado laboral.
- El Foro Económico Mundial sitúa la competencia en IA junto con la "inteligencia de carbono" y la "inteligencia virtual" como parte de la tríada de "habilidades del futuro".

Desde los reclutadores corporativos hasta los responsables de políticas públicas, el consenso es unánime: si no sabes trabajar con IA, acabarás trabajando para ella.

En una economía transformada por el aprendizaje automático y la automatización, la capacidad de trabajar eficazmente con IA parece esencial. La conclusión lógica es que debemos perfeccionar nuestras habilidades de interacción con IA, integrarla en nuestras rutinas diarias y practicar hasta que se convierta en una segunda naturaleza. Al fin y al cabo, la práctica hace al maestro.

Perspectiva alternativa:

Pero ¿qué ocurre cuando el uso de la IA se vuelve omnipresente? En ese escenario, usar IA deja de ser un factor diferenciador. Cuando todos son fluidos, la fluidez pierde su singularidad... y su poder.

Una visión alternativa sugiere que el verdadero superpoder del futuro será la capacidad de resistir la economía de la distracción, de resistir el golpe de dopamina que siempre está a solo un toque de distancia.

El crítico cultural Ted Gioia, en The State of the Culture, argumenta que hemos evolucionado hacia lo que denomina una "cultura de la dopamina". Una cultura basada en el deseo de obtener placer sin demora. Pero ese deseo no es nuevo, algunos dirían que es innato. Entonces, ¿qué ha cambiado?

Lo que ha cambiado es el acceso constante e inmediato. Hoy vivimos en un mundo donde el estímulo es continuo y sin fricción. Donde los "proveedores de entretenimiento" ya no buscan ayudarnos a disfrutar nuestro tiempo libre, sino capturar nuestra atención y mantenernos enganchados. Tanto es así, que quizás deberíamos rebautizarlos como proveedores de distracción, gestores de dopamina o incluso administradores de adicción.

Y a propósito de los nombres: la industria de la droga y de la tecnológica comparten un detalle revelador, ambas llaman a sus clientes, usuarios. ¿Coincidencia? ¿O señal de la naturaleza adictiva del producto?

Sean cuales sean los nombres que utilizamos, lo importante es esto: a medida que la IA se vuelve más inmersiva, las interfaces más personalizadas, los algoritmos más precisos y las plataformas más inteligentes, el resultado será una cultura no sólo más digital pero también hiperadictiva.

En ese contexto, la rareza ya no será saber interactuar con una IA, sino:

- Mantener el foco en una economía de interrupciones
- Tomar decisiones con criterio en medio del ruido algorítmico
- Participar de forma profunda en lugar de consumir superficialmente
- Pensar a largo plazo en un mundo de estímulos a corto plazo

Como sugiere Gioia, recuperar los rituales, el aprendizaje inmersivo y la atención ininterrumpida puede ofrecernos algo más poderoso que cualquier herramienta: la claridad mental para pensar con profundidad en un entorno saturado de estímulos.

En resumen:

La perspectiva más común dice que la IA moldeará el futuro, y que dominarla será el gran superpoder.

Pero una perspectiva alternativa sugiere que, en un mundo donde todos manejan IA, lo verdaderamente valioso no será lo que podamos acceder, sino con qué profundidad y consciencia seamos capaces de pensar con ello.

Y esa capacidad de atención sostenida, en un mundo con mil millones de estímulos, podría ser el verdadero superpoder del futuro.

El Ascenso de la Cultura de la Dopamina



Fuente: The State of the Culture, Ted Gioia

Sistema Operativo de EE.UU.: actualización silenciosa en marcha

En esta sección solemos no hablar de política. Es un terreno que ya recibe suficiente atención mediática y donde la mayoría de los temas son fugaces. El debate encendido de hoy suele ser el recuerdo olvidado de mañana, porque sus impactos suelen ser superficiales y rápidamente desplazados por el siguiente tema de moda. Además, la mayoría de las discusiones se centran en enfrentamientos puntuales entre bandos opuestos, mientras que nosotros preferimos centrarnos en la evolución del juego en sí y cómo esta puede afectar al futuro.

Sin embargo, de vez en cuando observamos algo que ocurre silenciosamente y que podría tener un impacto duradero. Esta es una de esas raras ocasiones.

Perspectiva más común:

La visión más común entre los inversores es que el sistema de gobernanza de Estados Unidos garantiza un entorno de mercado estable y duradero. Por muy polarizado o caótico que parezca el ciclo de noticias, subyace la convicción de que el sistema es, por naturaleza, resiliente, estable y basado en reglas.

Esta estabilidad institucional se apoya en un marco de gobernanza bien definido:

- La autoridad está dividida entre tres ramas co-iguales con separación clara de poderes: el poder ejecutivo (la Casa Blanca), el legislativo (Congreso y Senado) y el judicial (los tribunales).
- El poder judicial puede frenar con rapidez acciones ejecutivas ilegales.
- Los estados tienen la capacidad de desafiar o resistir excesos del gobierno federal.

Este sistema robusto de contrapesos y equilibrios hace que sea difícil operar cambios sin la participación y el consenso de múltiples actores con intereses y necesidades distintas, incluidos los agentes económicos. Por eso, los cambios en el entorno de mercado o inversión rara vez son radicales. Además, los cambios se

producen de forma gradual y predecible, a través de un proceso institucional que requiere tiempo, y que da margen para que los mercados se adapten. En esencia, ningún actor individual puede llevar el sistema demasiado lejos ni demasiado rápido, y se espera que el marco normativo siga vigente.

A la vez, el sistema estadounidense es extraordinariamente flexible a nivel individual. Los ciudadanos, las empresas y los mercados pueden adaptarse rápidamente a nuevas realidades.

Esta combinación de adaptabilidad privada y estabilidad institucional permite a los agentes del mercado reaccionar con agilidad sin temor a cambios súbitos de reglas, y fomenta la inversión a largo plazo y la formación de capital. Esa es la base de la famosa "excepcionalidad americana".

Perspectiva alternativa:

Una perspectiva alternativa es que esa estabilidad institucional está empezando a erosionarse. Aunque el sistema parece intacto, comienza a funcionar de forma muy distinta. Los contrapesos y equilibrios que antes eran robustos ahora se debilitan, y Estados Unidos podría estar girando hacia un modus operandi muy distinto. Un marco que se acerca más a un sistema centralizado, en el que las reglas del juego pueden cambiar de forma más radical, más rápida y con menos tiempo entre el diseño y la ejecución. Estados Unidos sigue estando lejos de la Francia de Luis XIV, el Rey Sol, pero en los márgenes parece estar caminando en esa dirección, y a paso ligero.

Tal vez espere que esta nota derive ahora en un argumento político sobre la evolución reciente bajo el mandato del presidente Trump y cómo deberían volver las cosas a cómo eran antes. Pero eso está muy lejos de nuestra intención. Esta nota no va de los jugadores ni de los equipos, sino del posible cambio en las reglas del juego.

Y sí, el presidente Trump está empujando los límites del sistema para centralizar más poder en el Ejecutivo y ejercer control directo sobre múltiples áreas. Pero al hacerlo, también está demostrando que los famosos contrapesos y equilibrios quizá no sean tan sólidos como se cree. Está marcando un camino que otros presidentes podrán seguir para también tener un control más directo del país.

¿Y cómo está ocurriendo esto?

Para empezar, el presidente Trump está mostrando que se puede evitar el camino tradicional de gobernar, mediante leyes (que requieren aprobación del Congreso y el Senado y que implican equilibrar múltiples intereses) y, en cambio, gobernar por decreto, a través de órdenes ejecutivas (que requieren solo una firma). No es el primero en gobernar así, pero sí el primero en hacerlo sin una gran crisis global. De hecho, si observamos el número de órdenes ejecutivas emitidas hasta ahora, el único precedente comparable en la historia es el de Franklin D. Roosevelt durante la Segunda Guerra Mundial.

Pero emitir órdenes ejecutivas no basta. Para que sean efectivas, deben perdurar. Y aquí es donde creemos que se está produciendo cambios importantes que, aunque no hayan acaparado titulares han impactado las reglas del juego. Con dos recientes sentencias, el Tribunal Supremo ha recortado significativamente el poder judicial y su capacidad para actuar como contrapeso efectivo al Ejecutivo.

El primero llegó el 1 de julio de 2024, en el caso Trump v. United States, donde el Supremo dictaminó que los presidentes tienen inmunidad frente a procesos penales por actos oficiales. Esta sentencia hizo eco de la famosa frase de Nixon en la entrevista con David Frost en 1977: "*Cuando el presidente lo hace, eso significa que no es ilegal.*" Con esta decisión, el Supremo blindó a los presidentes frente a futuras responsabilidades penales y amplió notablemente el ámbito de protección del Ejecutivo.

Más recientemente, el 27 de junio de 2025, en el caso Trump v. CASA, el Supremo prohibió que los tribunales inferiores pudieran emitir medidas cautelares de alcance nacional. Aunque pueda parecer un cambio meramente procesal, sus consecuencias prácticas son profundas:

- Los tribunales ya no pueden suspender políticas federales a nivel nacional con una única sentencia. Solo los demandantes específicos o las jurisdicciones implicadas están protegidos. Se acabaron las suspensiones generalizadas. Así, las administraciones pueden ahora implementar políticas disruptivas de forma incremental, sabiendo que la oposición judicial tardará en escalar. Esto, combinado con una toma de decisiones centralizada y acelerada, crea una larga ventana en la que las políticas pueden impactar en el terreno de juego antes de que la litigación se extienda.
- Hasta que haya revisión por parte de un tribunal de apelaciones o del propio Supremo, una política puede estar en vigor en algunos estados y bloqueada en otros. Esto incentiva la búsqueda estratégica de foros judiciales, tanto por parte del gobierno como de sus opositores.
- Para obtener una protección más amplia, los demandantes ahora tendrán que buscar certificaciones de clase o formar coaliciones más grandes, lo que hace que la resistencia legal sea más lenta, costosa y compleja. Esto permite a las administraciones lanzar ráfagas de políticas con beneficios de corto plazo, aunque la derrota judicial acabe llegando con el tiempo.

Con estas dos sentencias, los presidentes tendrán ahora libertad para adoptar las máximas de los startups: "*Muévete rápido y rompe cosas*" y "*Es mejor pedir perdón que pedir permiso*", sabiendo que estarán protegidos ante posibles procesos penales y que sus políticas probablemente se mantendrán el tiempo suficiente para dejar huella. En la práctica, ya existen las condiciones para un Ejecutivo más centralizado y audaz.

Para los inversores, las implicaciones son profundas, no por quién esté en el poder ni por qué políticas estén en marcha, sino porque ahora las reglas del juego pueden cambiar radicalmente con un simple trazo de bolígrafo. Y ese bolígrafo ya no es solo más poderoso que la espada: es más poderoso que todos los demás bolígrafos.

En este nuevo entorno, la volatilidad aumenta, ya que los cambios pueden llegar sin previo aviso, mientras que la respuesta legal o legislativa tarda más en organizarse. También aumentan los riesgos de cola, ya que los resultados políticos extremos se vuelven más plausibles cuando se eliminan los filtros procedimentales y participan menos actores con intereses contrapuestos.

El viejo manual, de seguir el debate, esperar la votación, observar la apelación, puede que ya no proporcione el margen de reacción necesario. Los inversores tendrán que ser más flexibles, estar más atentos a las señales del Ejecutivo y preparados para actuar en ventanas de tiempo más estrechas.

En resumen:

La visión más común es que la gobernanza estadounidense es estable, predecible y resiliente, protegida por un sistema de contrapesos y equilibrios y blindada frente a cambios bruscos. Esa confianza en la continuidad institucional y el respeto a las reglas, combinada con un sector privado altamente adaptable, ha permitido que el capital fluya con confianza. Ha sido un pilar central de la llamada excepcionalidad americana.

Pero una visión alternativa es que esto está cambiando. La arquitectura sigue siendo la misma, pero la forma en que se utiliza ha cambiado. El aumento de las órdenes ejecutivas y las recientes decisiones del Supremo sugieren que el sistema está empezando a funcionar de otra manera. Los límites del poder presidencial se están redibujando, no solo para el presente, sino también para el futuro. Los famosos contrapesos y equilibrios que antes parecían sólidos puede que ahora estén más debilitados de lo que se pensaba.

Para los inversores, este giro es clave. No se trata de una preferencia política ni de las políticas concretas en curso. Se trata de la velocidad y la profundidad con la que las reglas del juego pueden reescribirse. Hay que estar preparados para más volatilidad, mayores riesgos extremos y ventanas más cortas para reaccionar.

Durante décadas, Estados Unidos ha sido considerado un país con baja volatilidad política. Esa percepción, quizás, deba ser reconsiderada.

¡Hay que pensarlo!

15m de vitamina S salva vidas

Este mes no tratamos un tema relacionado con la economía o los mercados, sino que volvemos al terreno de la salud. Hace algo más de un año enviamos un ¡Hay que pensarlo! titulado "¿Cuáles son los factores que más contribuyen para un envejecimiento saludable?", donde señalábamos que cuidar de nuestras relaciones es clave para envejecer con salud. Esta vez hablaremos de otra receta poco habitual que puede tener un gran impacto.

Perspectiva más común:

Cuando pensamos en salud, nuestro instinto es recurrir a soluciones complejas que requieren un gran gasto, o un gran esfuerzo, o los dos. Nos llenamos de suplementos, desde vitaminas hasta antioxidantes. Nos apuntamos a gimnasios para ejercitarnos de forma eficaz e incluso nos sumergimos en baños de hielo. Y cuando aparece la enfermedad, recurrimos a fármacos de última generación para tratarla y a hospitales donde a veces se nos mantiene en habitaciones selladas rodeados de máquinas.

La creencia de fondo es que mantenerse sano, o recuperarse de una enfermedad, exige ciencia avanzada, medicamentos costosos e intervenciones sofisticadas. No hay atajos fáciles disponibles. Si queremos estar sanos, debemos poner el esfuerzo, el dinero, o ambos.

Perspectiva alternativa:

Un repaso a la historia nos recuerda que a veces la medicina más simple puede ser también la más poderosa. Desde el siglo XV, los marineros en largos viajes morían de escorbuto hasta que, en el siglo XVIII, alguien observó que un simple fruto amarillo, el limón, podía prevenirlo. La "enfermedad del progreso" resultó ser la ausencia de un simple nutriente, la vitamina C. Y no se resolvió mediante la invención, sino redescubriendo algo que la naturaleza siempre había ofrecido.

Hoy, una deficiencia invisible similar puede estar escondida a plena vista: la falta de "vitamina" Sol.

Hace un siglo, muchos hospitales se construían con balcones al sol y soláriums en la azotea. Los pacientes con tuberculosis eran sacados a la luz como parte de la terapia habitual. El sol, o la "helioterapia", no se veía como un peligro sino como una parte vital de la recuperación. La ciencia moderna nos está devolviendo a esa sabiduría.

El sol es mucho más que vitamina D. Aporta un espectro de longitudes de onda, incluida la luz infrarroja que penetra a través de la ropa, pero no de las ventanas modernas. Esos rayos alcanzan nuestras mitocondrias, las centrales energéticas de nuestras células. Con la edad, estas baterías pierden hasta un 70% de su capacidad, dejando a los órganos con falta de energía. El resultado: un metabolismo más lento, hígados grasos, corazones debilitados, diabetes y demencia.

La luz infrarroja ayuda a que las mitocondrias se enfríen y funcionen mejor, reduciendo el estrés oxidativo, el "sobrecalentamiento" que causa daño celular. Y cuando las mitocondrias se recargan, todo lo demás mejora: el metabolismo se estabiliza, el sistema cardiovascular se fortalece, el cerebro se mantiene más claro, y nuestro estado de ánimo y ritmos circadianos se equilibran.

Las pruebas son contundentes:

- En Suecia, un estudio a largo plazo descubrió que evitar el sol conllevaba el mismo riesgo de mortalidad que fumar.
- En Brasil, pacientes con COVID expuestos a 15 minutos diarios de luz infrarroja se recuperaron, en promedio, cuatro días antes.
- En University College London, tan solo tres minutos de luz rojo intenso por la mañana mejoraron la visión de adultos mayores al restaurar la energía de las mitocondrias de la retina.

Se trata de exposiciones pequeñas y consistentes, no de regímenes extremos, y aun así produjeron efectos sistémicos profundos.

Es importante entender que el sol no funciona como un depósito de gasolina que se llena una vez y se consume con el tiempo. Quince minutos al día son suficientes, pero más en un solo día no aportarán beneficio adicional. Así, las horas que pasaste tomando el sol este verano no se trasladarán al otoño. Igual que no puedes almacenar ejercicio para los próximos meses, tampoco puedes almacenar sol. Lo que importa es el ritmo diario.

Quince minutos de vitamina Sol al día pueden actuar como un reseteo de nuestros motores celulares, fortaleciendo a los sanos y apoyando a los enfermos. Invertir en este pequeño ajuste de tu rutina diaria, aplicado con constancia, puede marcar la diferencia más grande.

El llamado es simple:

- Si estás sano, lleva tu ejercicio, tu almuerzo, tu llamada, tu descanso o tu paseo al trabajo al sol. No te confines en la cinta bajo luces fluorescentes, no camines solo por la sombra, no te quedes encerrado todo el tiempo. Puedes estar fortaleciendo tus mitocondrias y tu salud con solo exponerte al sol.
- Si cuidas de alguien enfermo, no lo dejes dentro de casa. Incluso 15 minutos de exposición suave cada día pueden ayudar.

Y para todos, septiembre es el momento perfecto para comenzar un hábito que importa mucho más que un bronceado de vacaciones: un breve paso diario hacia la luz.

Si aún tienes dudas sobre probarlo, quizá convenga analizarlo como analizarías una oportunidad de inversión. El potencial alcista parece alto, con mejoras significativas en los resultados tanto de los sanos como de los enfermos. El riesgo a la baja, a diferencia de un baño de hielo o un procedimiento invasivo difíciles de soportar, es simplemente disfrutar de un poco de sol y aire fresco gratuitos. Es como que te paguen por comprar una opción de compra sobre tu salud. No es una inversión para dejar pasar.

Lo que los limones fueron para el escorbuto, la luz solar lo es para las enfermedades crónicas modernas. Pero esta vez no necesitamos tres siglos para entenderlo. Entonces, ¿por qué esperar para tomar una dosis diaria gratuita de vitamina S?

En resumen:

Invertimos mucho en tratamientos complejos, y muchos de ellos son indispensables. Pero a veces la estrategia de salud más eficaz no es la alta tecnología, sino un nuevo hábito. Quince minutos de vitamina Sol al día bastan para recargar nuestros motores celulares, generar resiliencia en los sanos y apoyar la recuperación en los enfermos.

No se trata de acumular sol en vacaciones ni de tomar megadosis de suplementos. Se trata de la constancia de un pequeño ajuste diario. Sal fuera, haz ejercicio al aire libre, lleva a tus seres queridos a la luz. Porque

en la salud, como en la inversión, son los hábitos simples, repetidos cada día, los que se acumulan en la mayor diferencia a lo largo del tiempo.

¡Hay que pensarlo!

Conquistar la casa del dinero

Desde hace un tiempo venimos hablando de la guerra de Trump por el poder: un esfuerzo por consolidar la autoridad en la presidencia y reescribir cómo se gestiona Estados Unidos. En esta guerra por la primacía del poder ejecutivo hay muchas batallas que librar. En nuestra nota titulada Sistema Operativo de EE.UU.: actualización silenciosa en marcha, nos centramos en las tres ramas co-iguales establecidas en la Constitución de EE. UU. (ejecutiva, legislativa y judicial) y en cómo Trump está pasando de la co-igualdad a la primacía del ejecutivo.

Pero existe una cuarta palanca de poder que queda fuera del guion constitucional: el poder sobre el dinero. El poder de controlar la regulación bancaria, la oferta monetaria y toda la política monetaria. La Reserva Federal, es decir, la "casa del dinero", no figura junto a las ramas ejecutiva, legislativa y judicial, y sin embargo puede doblar el camino de las tres. Controla el compás del dinero y del crédito y, con ello, influye en la economía, en los mercados y, por extensión, en el margen de maniobra política.

"Dejadnos controlar el dinero de un país y no nos importa quién haga sus leyes". — Desconocido

La batalla por conquistar este poder (que en la práctica pondría fin a la independencia asegurada por el Acuerdo Tesoro–Fed de 1951) es el tema de la nota de hoy.

Perspectiva más común:

La lucha por la Fed se ha librado a la vista de todos. La visión habitual es que la Fed la dirige su público Presidente (nombrado por el Presidente de EE. UU. para mandatos de cuatro años) con la ayuda de otros seis Gobernadores (nombrados para mandatos de catorce años). La influencia presidencial, en este relato, pasa por sustituir al director de orquesta: sienta a un aliado dócil en la Presidencia, la música cambiará y la orquesta lo seguirá.

Desde su toma de posesión, Trump ha presionado para que Jerome Powell se marche. No lo ha logrado, pero el mandato de Powell como Presidente termina en mayo de 2026. Es solo cuestión de meses para que Trump nombre a su Presidente.

Hay un matiz. El director de orquesta "retirado" puede no abandonar la sala. Aunque es poco frecuente, Powell puede dejar la Presidencia y permanecer como Gobernador hasta el 31 de enero de 2028. Si lo hace,

- la influencia del nuevo Presidente se verá limitada por un expresidente que sigue votando y sigue siendo influyente;
- Trump no podrá nombrar a un sustituto para el asiento de Powell como Gobernador, lo que le dejaría con solo 3 de 7 Gobernadores alineados hasta 2028.

Así, buena parte del segundo mandato presidencial de Trump transcurriría trabajando con una Fed fuera de su deseado control pleno.

Aquí entra la "cuestión Lisa Cook" como plan de contingencia. Si Powell permanece sentado a la mesa, entonces destituir a Cook y sustituirla por un aliado permitiría girar los votos hacia una mayoría de 4–3

nominada por Trump en la Junta de Gobernadores. Esa mayoría se convierte en el seguro frente a un expresidente inusualmente influyente dentro de la sala.

En esta perspectiva más común, la batalla por conquistar la "casa del dinero" va de controlar la Junta de Gobernadores. Nombrar a un aliado para Presidente en mayo de 2026 y asegurar una mayoría en la Junta (con el tiempo o vía litigios) terminará por inclinar la política a favor del Presidente. Trump preferiría hacerlo antes, pero hay tiempo para que ocurra.

Perspectiva alternativa:

En la batalla por la Fed hay una jugada que da jaque mate y logra la conquista total de la casa del dinero. Es una jugada sensible al tiempo y, en ella, el destino de un peón importa más que el del rey.

Aunque se pone mucho foco en la Junta de Gobernadores, la Junta no dirige la política por sí sola.

Las decisiones clave de política monetaria, como tipos de interés, liquidez y balance, las toma en realidad el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC), formado por 19 miembros. Aun siendo 19, la política se decide con 12 votos: los 7 Gobernadores en Washington; la presidenta o el presidente de la Fed de Nueva York; y 4 de los otros 11 presidentes de Bancos Regionales de la Reserva Federal en rotación anual. Un Presidente afín con una estrecha mayoría 4–3 en la Junta sigue dejando a la Casa Blanca con solo 4 de 12 votos. Eso es postura, no poder pleno. El verdadero jaque mate sería contar con al menos 7 de los 12 votantes del FOMC como aliados en todas las reuniones.

¿Puede ocurrir de verdad? ¿No está diseñado el sistema estadounidense precisamente para garantizar contrapesos y evitar el exceso de injerencia presidencial en la Fed? De hecho, el sistema tiene muchos dispositivos de seguridad

- Los Gobernadores, que suman 7 de los 12 votos del FOMC (incluida la Presidencia):
    - tienen mandatos de 14 años que abarcan al menos tres presidencias: cualquier presidente de EE. UU. "hereda" Gobernadores y solo puede reemplazar a muy pocos en un mandato (Obama nombró a 5 en dos mandatos, Trump nombró a 2 en uno, Biden nombró a 4 en uno);
    - son nombrados por el presidente de EE. UU., pero requieren confirmación del Senado: el Ejecutivo y el Legislativo deben coincidir en cada nuevo Gobernador.
- Los presidentes de los Bancos Regionales de la Reserva Federal, que aportan 12 de las 19 voces y 5 de los 12 votos del FOMC:
    - son propuestos por sus respectivos Consejos de Administración regionales, no por el presidente de EE. UU.:
        - 3 consejeros de clase C (designados directamente por los 7 Gobernadores por períodos de 3 años)
        - 3 consejeros de clase B (elegidos por los bancos comerciales)
    - tienen mandatos de 5 años que cubren al menos dos presidencias: cualquier presidente de EE. UU. "hereda" a estos presidentes regionales durante parte de su mandato;
    - deben ser aprobados por la Junta de Gobernadores: ni el presidente de EE. UU. ni el Senado intervienen;
    - los mandatos están sincronizados y expiran en febrero de los años que terminan en 1 y en 6: no se alinean con el ciclo presidencial de cuatro años.

Como se ve, el desajuste de plazos, las capas de nombramientos y el hecho de que el Presidente no intervenga en la designación de los 12 presidentes regionales hacen que el sistema sea bastante robusto.

Sin embargo, hoy una confluencia de calendarios extremadamente rara ha abierto un camino estrecho hacia el jaque mate total. Es una "oferta única" que caduca en febrero de 2026. (Esta fecha límite es clave, así que marcadla en el calendario).

La jugada exige contar con una mayoría en la Junta de la Fed para febrero de 2026, y Trump, como siempre, parece dispuesto a forzar los límites para llegar a tiempo. Como Powell se negó a irse antes de tiempo, no podía ser despedido con facilidad y hasta puede permanecer hasta 2028, había que sustituir a otro Gobernador antes del plazo. Lisa Cook se convirtió en el objetivo elegido.

¿Por qué febrero de 2026? Porque entonces los 12 presidentes regionales serán propuestos para su reelección o sustitución. Históricamente, la aprobación de estas propuestas por parte de la Junta ha sido rutinaria. Pero llevamos tiempo viendo muchos "primeros", así que no hay que descartar utilizar las denegaciones de la Junta como herramienta. Con una mayoría 4–3 en la Junta, Washington podría señalar que ciertos candidatos a presidentes regionales no son aceptables y exigir su reconsideración. Incluso puede «recordar» a algunos de los consejeros regionales responsables de las nominaciones que sus futuras renovaciones también están en manos de esa mayoría 4–3. En un solo invierno, ese poder de palanca podría reconfigurar quién se sienta en las presidencias regionales para el ciclo 2026–2031.

Con 4 Gobernadores alineados y 12 presidentes regionales alineados de nuevo cuño, Trump pasaría a tener el Presidente y al menos 9 de 12 votos en cada reunión del FOMC desde febrero de 2026 en adelante (cualquier sustitución de Gobernadores por dimisiones o destituciones de aquí a 2028 no haría sino aumentar esa influencia). Y si los Gobernadores designados cumplen sus mandatos íntegros, entonces, incluso si los demócratas ganan la presidencia en 2028, la Junta de la Fed seguiría compuesta por una mayoría de Gobernadores afines a los republicanos durante las designaciones de febrero de 2031 de los presidentes regionales para el ciclo 2031–2036. Esto podría perpetuar la influencia republicana sobre el FOMC durante años, con independencia de quién sea el Presidente de la Fed. (con una salvedad explicada más abajo)

Por eso Cook no es un simple seguro frente a lo improbable. Es la llave del castillo de la independencia de la Fed. Sustitúyela a tiempo y la Junta se inclina antes de las nominaciones de febrero y Trump puede conquistar por completo la casa del dinero. En esta perspectiva alternativa, el jaque mate no llega con un nombramiento dramático en mayo de 2026, sino con un proceso silencioso de aprobación en febrero de 2026 que carga con aliados el FOMC por muchos años.

El coste de esta apuesta por Cook es cruzar no uno, sino dos Rubicones que cambiarán para siempre el sistema monetario global:

- Será aceptable que la Junta de Gobernadores tenga voz directa sobre quiénes serán los presidentes regionales, en lugar de limitarse a confirmaciones rutinarias.
- Quedará asentado el precedente de que los presidentes de EE. UU. pueden sustituir a Gobernadores de la Fed por aliados antes de que estos terminen sus mandatos de 14 años.

Esto significa que todos los futuros presidentes que cuenten con el apoyo del Senado también podrán emplear estas "nuevas herramientas" para inclinar el FOMC a su gusto y adueñarse de la casa del dinero. (Por ejemplo, si la presidencia y el Senado pasan a manos demócratas en 2028, para febrero de 2031 la Junta podría haber sido modificada por la fuerza y los presidentes regionales podrían cambiarse para ser afines a los demócratas en el ciclo 2031–36).

El destino del sistema monetario global pende del destino de Lisa Cook. Trump tiene un camino claro para conquistar por completo la Fed, pero al hacerlo también abrirá la puerta para que otros hagan lo mismo. El reinado de 74 años de independencia de la Fed habrá terminado. El poder ejecutivo pasará a controlar el dinero del país.

De nuevo, sin cambios legales significativos (sin revisión del mandato de la Fed), Trump habrá cambiado drásticamente el funcionamiento de EE. UU. y habrá recortado significativamente los contrapesos, aumentando la incertidumbre.

En resumen:

"Dejadnos controlar el dinero de un país y no nos importa quién haga sus leyes". — Desconocido

La batalla por la casa del dinero en EE. UU. está en marcha y se libra a la vista de todos. En la perspectiva más común, la conquista de la "casa del dinero" va de controlar la Junta de Gobernadores. Así, Trump se ha centrado en sustituir a Jerome Powell lo antes posible. Pero Powell no se ha marchado y podría incluso quedarse como Gobernador hasta 2028 tras dejar la Presidencia en mayo de 2026. Si eso ocurre en mayo de 2026, Trump habrá nombrado a un aliado para Presidente, pero la Junta de la Fed seguirá contando con una minoría de Gobernadores alineados con Trump hasta el último año de su mandato. Para cubrir esa minoría, Trump busca sustituir a Lisa Cook y recuperar la mayoría 4–3. Nombrar a un Presidente aliado en mayo de 2026 y asegurar una mayoría en la Junta (con el tiempo o vía litigios) acabará por inclinar la política a favor del Presidente. Trump preferiría hacerlo antes, pero hay tiempo para que suceda.

La perspectiva alternativa muestra una jugada que da jaque mate y logra la conquista total de la casa del dinero. En esta perspectiva, Lisa Cook no es un mero seguro frente a lo improbable. El destino del sistema monetario global depende de su destino. Sustituyéndola antes de febrero de 2026, Trump consigue conquistar el control total de la casa del dinero. Para conseguirlo, Trump habrá cruzado dos Rubicones y, al hacerlo, pondrá fin al reinado de 74 años de independencia de la Fed. El poder ejecutivo pasará a controlar el dinero del país. Marcad la fecha en el calendario y seguid el consejo de Bruce Lee: "Sé cómo el agua, mi amigo".

¡Hay que pensarlo!

Hombros de gigantes

"Si he visto más lejos, ha sido por estar sobre los hombros de gigantes.". — Sir Isaac Newton

Perspectiva más común:

La perspectiva más común es que todo el conocimiento futuro será acumulativo. La humanidad seguirá avanzando al añadir de forma continua sobre lo que ya existe. Veremos cada vez más lejos, a medida que estemos sobre los hombros de aún más gigantes. Desde la rueda hasta la inteligencia artificial, desde las herramientas manuales hasta los rascacielos, el progreso puede producirse a saltos o avanzar lentamente, pero creemos, en general, que siempre seguirá hacia adelante.

Según esta visión, siempre estaremos viviendo en la cima de nuestro conocimiento colectivo. Cada nueva generación se beneficiará de miles de años de ensayo, error y descubrimiento. Pensemos en la construcción: hoy somos capaces de levantar estructuras más altas, más resistentes y más complejas que nunca, una prueba clara de que el conocimiento se acumula. El único conocimiento del pasado que descartaremos será aquel que demostremos que es erróneo.

Y si el conocimiento es realmente acumulativo, la implicación es que nuestro principal desafío como sociedad es simplemente seguir adquiriendo nuevo conocimiento. Debemos centrarnos en innovar, descubrir y añadir capas a lo que ya sabemos. La tarea que tenemos por delante es aprender cada vez más,

porque lo que ya se conoce se da por hecho y permanece como una base sólida para todo aprendizaje futuro.

Perspectiva alternativa:

Una perspectiva alternativa es que, aunque el conocimiento a menudo se acumula, también puede destruirse y las sociedades pueden retroceder. Podemos, de hecho, caer de los hombros de los gigantes y volvernos miopes. Esto puede parecer difícil de imaginar hoy, rodeados como estamos de información instantánea y tras haber presenciado una evolución tecnológica constante. Pero esa falta de imaginación puede ser simplemente una forma de sesgo de actualidad, que da más importancia a lo reciente y subestima el pasado. La historia nos demuestra que el conocimiento puede, en efecto, recular. Las sociedades no solo avanzaron, también se olvidaron y retrocedieron.

Tomemos el ejemplo del hormigón romano. Muchos edificios, acueductos y puertos romanos han sobrevivido más de dos mil años porque su hormigón se "repara" a sí mismo. El hormigón moderno, en cambio, se degrada en pocas décadas. Cuando aparecen grietas en el hormigón romano, el agua de lluvia reacciona con fragmentos de cal no hidratada en la mezcla, produciendo nuevo carbonato cálcico que sella las fisuras. Perdimos la fórmula de este material autorreparable hace más de 1.500 años. Solo recientemente, en 2023, investigadores del MIT propusieron una explicación de su composición química y, aun hoy, no se ha conseguido reproducir.

Otro ejemplo proviene de la navegación antigua. Los hallazgos arqueológicos sugieren que marineros egipcios y fenicios viajaron grandes distancias más de 2.000 años antes de las exploraciones marítimas portuguesas o de las expediciones de Zheng He. Poseían técnicas avanzadas de navegación en alta mar que se perdieron y tuvieron que ser "redescubiertas" dos milenios después.

Del mismo modo, durante la Edad Media europea, una gran parte del conocimiento científico, de ingeniería y matemático romano desapareció, provocando siglos de estancamiento tecnológico hasta que el Renacimiento recuperó lo que se había olvidado.

Pero incluso en los tiempos modernos encontramos ejemplos. El Starlite, un material desarrollado en la década de 1980 por Maurice Ward, era supuestamente capaz de resistir temperaturas extremas, protegiendo incluso un huevo de un soplete sin cocinarlo. La NASA y varias agencias de defensa lo probaron con resultados notables, pero Ward nunca patentó la fórmula y mantuvo su composición en secreto. Cuando falleció en 2011, la receta exacta desapareció con él. Lo que podría haber sido uno de los materiales más revolucionarios del siglo XX se convirtió en otro ejemplo de conocimiento ganado y perdido.

La historia nos enseña que el conocimiento no es una línea recta. Depende de la continuidad de las instituciones, de los incentivos y de la educación. Cuando estos se derrumban, por guerras, ideología, secretismo o simple negligencia, la cadena del progreso se rompe y la humanidad debe reinventar lo que una vez dominó.

Mirando hacia adelante, debemos recordar que el conocimiento puede, efectivamente, perderse. Por ello, también debemos preocuparnos por el conocimiento que podríamos estar abandonando, consciente o inconscientemente, durante los periodos de disrupción. Con la actual inestabilidad política y la rápida introducción de la inteligencia artificial en todas las dimensiones de nuestra vida, vivimos claramente uno de esos periodos. Mientras nos maravillamos con lo que estamos ganando y con lo que se nos presenta como verdad, también debemos reflexionar sobre lo que podríamos estar perdiendo, sea competencias, hábitos de pensamiento, formas de razonar, pensamiento crítico o conocimientos, que han tardado generaciones en construirse.

En resumen:

La perspectiva más común es que el progreso es permanente y que el mundo del mañana será más inteligente que el de hoy. Siempre seguiremos sobre los hombros de gigantes. Así, nuestro principal desafío como sociedad sería simplemente seguir adquiriendo nuevo conocimiento.

Una perspectiva alternativa es que esa creencia, de que en el futuro continuaremos progresando, puede ser errónea. Existe el riesgo de caer de los hombros de los gigantes. La historia nos muestra que las sociedades no siempre avanzaron. El conocimiento parece sólido, pero también puede ser frágil. Avanza cuando las sociedades invierten en curiosidad, apertura y preservación, y decae cuando dejan de hacerlo. Por eso, mientras nos maravillamos con lo que ganamos, también debemos reflexionar sobre lo que podríamos estar perdiendo, consciente o inconscientemente.

Al mirar hacia el futuro, debemos ser prudentes con nuestro pensamiento sesgado. El futuro no está garantizado como una continuación de la trayectoria reciente de progreso. A veces, las mayores sorpresas no están en lo que descubrimos, sino en lo que olvidamos.

¡Hay que pensarlo!

¿A quién deberíamos agradecerle el avión?

A medida que se acerca la temporada festiva, con aeropuertos llenándose, familias reuniéndose y millones de personas embarcando en vuelos, es natural sentir gratitud por una de las invenciones más transformadoras de la humanidad: el avión.

Normalmente, esa gratitud se dirige a dos hermanos famosos. Pero ¿debería ser así?

Perspectiva más común:

La visión más común atribuye a **Orville y Wilbur Wright** el logro del **17 de diciembre de 1903**, considerado por muchos como el primer vuelo controlado y propulsado de una aeronave más pesada que el aire. Su Flyer I permaneció en el aire durante 12 segundos y recorrió 36 metros, pero la importancia fue enorme: demostró sustentación controlada, potencia de motor y capacidad de maniobra.

A partir de ese momento, los Wright perfeccionaron su aeronave, desarrollaron el sistema de control en tres ejes y registraron patentes que moldearon la industria aeronáutica en sus primeras décadas. En Estados Unidos, son justamente celebrados como pioneros cuya creatividad cambió el rumbo del siglo XX.

Según esta perspectiva, cada pasajero sentado hoy en un avión debería enviar un silencioso agradecimiento a los hermanos de Dayton, Ohio.

Perspectiva alternativa:

Sin embargo, una perspectiva alternativa nos lleva mucho más allá de las playas de Carolina del Norte.

Según una parte importante de la comunidad aeronáutica, especialmente en Europa y Brasil, el primer vuelo "verdaderamente" de un avión no pertenece a los hermanos Wright, sino a **Alberto Santos-Dumont**, inventor y aeronauta brasileño radicado en París.

Este argumento se apoya en dos requisitos definidos por las autoridades aeronáuticas de la época para determinar qué debía considerarse un vuelo exitoso:

- La aeronave debía **despegar por sus propios medios**, sin catapultas ni ayudas externas.

- El vuelo debía realizarse **públicamente, ante testigos**, para evitar afirmaciones imposibles de verificar.

Bajo estos criterios, fue Santos-Dumont quien realizó el primer vuelo reconocido oficialmente.

El vuelo del 14-bis en París, 23 de octubre de 1906 se hizo ante el público y observadores oficiales del Aéro-Club de France. Santos-Dumont voló su **14-bis** durante 60 metros a unos 3 metros de altura.

El **12 de noviembre de 1906**, superó su propio récord, recorriendo 220 metros, ganando el Premio Archdeacon y consolidándose en la prensa mundial como el inventor del avión.

Por el contrario, el famoso vuelo de los Wright en 1903 no cumplía ninguno de los requisitos oficiales: dependía de un carril de lanzamiento y de un sistema de pesas, y fue presenciado por solo cinco personas.

El 14-bis **rodó, aceleró, despegó y voló por sus propios medios**, a plena luz del día y frente a decenas de periodistas y espectadores. En ese momento, las autoridades aeronáuticas consideraron que su vuelo era el primero en cumplir todos los criterios oficiales.

Pero la importancia de Santos-Dumont no termina en este primer vuelo. Él fue un ingeniero "open-source" mucho antes de que existiera el concepto. A diferencia de los Wright, **renunció a patentar** muchas de sus innovaciones, convencido de que volar debía ser un regalo para la humanidad: accesible, compartible y mejorable.

- Sus dirigibles transformaron la exploración urbana de París.
- Su aeronave "Demoiselle" se convirtió en un modelo para la aviación ligera.
- Su enfoque abierto permitió un rápido avance de la aviación, acelerando el progreso mucho más de lo que habría permitido un sistema de patentes cerrado.

Hasta hoy, en Brasil, los niños crecen aprendiendo que el **"padre de la aviación" es Alberto Santos-Dumont**, no como mito patriótico, sino como un reconocimiento a sus vuelos públicos y autopropulsados y a su profunda influencia en el camino que la aviación acabaría tomando.

La próxima vez que vuele, considere también agradecer a Alberto Santos-Dumont por ese privilegio.

En resumen:

Cuando se acomode en su asiento en su próximo vuelo, ya sea para volver a casa por Navidad o para disfrutar de un momento de descanso, la perspectiva más común le llevará a **agradecer a los hermanos Wrigh**t, cuya genialidad indudablemente impulsó al mundo hacia adelante.

Pero una perspectiva alternativa podría llevarle a **agradecer a Alberto Santos-Dumont**, el inventor brasileño que realizó el primer vuelo autopropulsado y público, que abrió sus innovaciones a todos y que, con ello, ayudó a impulsar la aviación hacia la era moderna.

En esta ocasión, **ambas perspectivas pueden ser verdaderas simultáneamente.**

La aviación no nació de un único momento ni de una única persona, sino de un **tapiz de ideas, experimentos, fracasos, rivalidades y avances**, cada uno esencial a su manera.

Un recordatorio apropiado para la temporada: **el progreso rara vez es obra de una sola mente, sino de muchas personas que imaginan lo que algún día podría ser posible.**

¡Hay que pensarlo!

10.000 horas para llegar a la excelencia o a ninguna parte

Hace un año analizamos la influyente **"Teoría de las Ventanas Rotas"**. En esta ocasión, nos adentramos en otra idea igual de famosa: la **"Regla de las 10.000 horas"**.

Perspectiva más común

Está ampliamente extendida la creencia de que **la maestría es, ante todo, una función del esfuerzo**. Si se practica lo suficiente, la excelencia llegará. De hecho, pocas ideas sobre el rendimiento humano han sido tan aceptadas como la llamada **"Regla de las 10.000 horas"**.

Popularizada a finales de los años 90 y principios de los 2000, la idea es sencilla: **la práctica sostenida y deliberada es lo que separa a los mejores del resto**. El talento puede ayudar en los márgenes, pero es el tiempo dedicado a practicar, miles de horas de esfuerzo concentrado, lo que en última instancia determina quién llega a la cima.

La base académica más citada de esta idea proviene de la investigación del psicólogo **Anders Ericsson**, que estudió a intérpretes de élite en ámbitos como la música clásica y el ajedrez. Su trabajo mostró que los mejores habían acumulado una cantidad significativamente mayor de práctica que sus pares menos destacados. La maestría, por tanto, no parecía algo misterioso o innato, sino el resultado de una repetición disciplinada a lo largo del tiempo.

La idea alcanzó fama mundial con el bestseller de **Malcolm Gladwell** publicado en 2008, *Outliers*, donde la **"Regla de las 10.000 horas"** se convirtió en una metáfora central del éxito. Desde pianistas de concierto hasta emprendedores tecnológicos, Gladwell defendía que la grandeza tenía menos que ver con el genio y más con la oportunidad combinada con una práctica incansable. El mensaje caló profundamente.

Si la excelencia pudiera reducirse a un único **principio accionable**, ese principio sería: **"echarle horas"**. El éxito parecía accesible, medible y justo. La regla se abrió camino rápidamente en la educación, la formación corporativa, la cultura de la autoayuda y el lenguaje cotidiano. La **"Regla de las 10.000 horas"** estaba confirmada por resultados reales y, además, resultaba claramente intuitiva. Al fin y al cabo, todos hemos escuchado el dicho **"La práctica hace al maestro"**.

Perspectiva alternativa

¿Y si la "Regla de las 10.000 horas" y sus **fundamentos fueran mucho más débiles** de lo que comúnmente se cree?

Como se ha mencionado, las raíces académicas de esta "regla" se encuentran en la investigación de **Anders Ericsson**, en particular en su artículo de 1993 titulado *The Role of Deliberate Practice in the Acquisition of Expert Performance*. El estudio analizó a violinistas de élite y concluyó que los mejores habían acumulado más horas de lo que Ericsson denominó **práctica deliberada** que sus compañeros menos destacados.

Lo que **el artículo nunca afirmó es que un número fijo de horas garantizara la maestría**, ni que sus conclusiones fueran aplicables a otros ámbitos. La cifra de "10.000" no era más que un promedio redondeado dentro de una muestra pequeña y altamente seleccionada. El **estudio nunca presentó las "10.000 horas" como un umbral, una regla o una ley del rendimiento humano**.

De hecho, el trabajo original contenía varias limitaciones críticas.

- Primero, el estudio sufría de **sesgo de selección**. Solo analizaba a personas que ya habían alcanzado niveles de élite. Aquellos que practicaron intensamente pero no tuvieron éxito no fueron incluidos. Como resultado, los datos no permitían distinguir si la práctica causaba la excelencia o si, por el

contrario, una habilidad temprana y la selección en circuitos de élite conducían a una mayor cantidad de práctica.

- Segundo, **la causalidad nunca quedó establecida**. El talento temprano suele determinar el acceso a mejores profesores, mayor estímulo y entornos de alto nivel, lo que a su vez incrementa las horas de práctica. La práctica pudo haber seguido a la aptitud, y no al revés.
- Tercero, la investigación se centró de forma muy específica en la **práctica deliberada**, es decir, entrenamiento estructurado, exigente y con retroalimentación constante bajo supervisión experta. En las interpretaciones populares, esta distinción desapareció. El tiempo dedicado pasó a ser el indicador principal, independientemente de la calidad, la retroalimentación o la eficacia del aprendizaje.
- Cuarto, incluso dentro de los propios datos de Ericsson existía una **variabilidad considerable**. Algunos intérpretes de élite habían acumulado muchas menos horas que otros, mientras que algunos con una gran cantidad de práctica nunca alcanzaron los niveles más altos. La regla numérica ocultaba esta dispersión.

A pesar de estas limitaciones, a medida que las ideas del estudio se difundían, sus matices fueron en gran medida ignorados.

Cuando Malcolm Gladwell popularizó el concepto de la "Regla de las 10.000 horas", se presentó como una explicación general del éxito en ámbitos tan diversos como la música, el deporte, el emprendimiento o los negocios. El **relato era convincente, pero la generalización iba mucho más allá de lo que respaldaban los datos**. Se mezclaron dominios con reglas estables y retroalimentación clara con entornos complejos y adaptativos, dominados por el juicio, el momento oportuno y el azar.

Investigaciones posteriores, por ejemplo, las de David Hambrick**,** Phillip Ackerman y Friedrich Platz**,** debilitaron aún más la pretensión de universalidad. Sus **metaanálisis a gran escala** mostraron que la **práctica deliberada explica solo una parte** de las diferencias de rendimiento, a menudo **menos del 30 %,** mientras que el resto depende de factores como la capacidad, el entorno, la oportunidad y la suerte. **La práctica importa, pero está lejos de ser suficiente.**

El propio Ericsson acabó reaccionando contra la forma en que se había interpretado su trabajo. En su libro *Peak*, publicado en 2016, criticó explícitamente el uso indebido de la cifra de las 10.000 horas, subrayando que **no existe ningún número mágico ni garantía de maestría**.

Los hechos cuentan una historia muy distinta de la que abrazó la cultura popular como perspectiva dominante.

Lo que comenzó como una observación académica estrecha y específica se transformó en una regla universal porque era simple, empoderadora y moralmente atractiva. **La certeza del relato acabó imponiéndose a la incertidumbre de la evidencia.**

Las consecuencias de esta simplificación excesiva de la "Regla de las 10.000 horas" fueron mucho más allá del ámbito académico, influyendo en cómo las personas asignan su tiempo, su capital y sus expectativas en entornos mucho más complejos que aquellos analizados en la investigación original.

En su libro *May Contain Lies*, Alex Edmans cita el caso de un golfista amateur que dejó su trabajo para intentar convertirse en profesional, convencido de que una práctica suficiente cerraría la brecha. Años después, el esfuerzo le había dejado sin carrera profesional, con una lesión grave y con las finanzas arruinadas. ¿Cuántos más habrán seguido el camino equivocado creyendo que 10.000 horas los harían grandes?

Tal vez deberíamos **detenernos la próxima vez que escuchemos "La práctica hace al maestro"**.

En resumen:

La **"Regla de las 10.000 horas" se ha vuelto enormemente influyente** desde finales de los años 90. Ofrece una explicación clara y tranquilizadora del éxito. Sugiere que **la excelencia puede diseñarse únicamente a través del esfuerzo** y que los resultados son en gran medida previsibles si se pone el trabajo y el compromiso necesarios. Además, parece respaldada por el conocido dicho "La práctica hace al maestro"**.**

Sin embargo, los fundamentos de la **"regla" nunca fueron tan sólidos**. La investigación original era estrecha, condicional y descriptiva, no universal ni prescriptiva. A medida que la idea se difundió, sus matices se fueron eliminando y una simple correlación se elevó a la categoría de regla.

Al igual que ocurrió con la "Teoría de las Ventanas Rotas" que analizamos hace un año, el poder de la **"Regla de las 10.000 horas" residía más en la simplicidad del relato que en la solidez de la evidencia**. Y, una vez ampliamente aceptada, acabó **influyendo de forma errónea en decisiones tomadas en muchos ámbitos**.

La práctica no es irrelevante, pero no siempre conduce a la perfección tras 10.000 horas. A menudo, saber cuándo el esfuerzo compone y cuándo no lo hace, resulta más importante que el esfuerzo en sí.

Una vez más, vemos cómo una **certeza construida sobre una simplificación** puede resultar **reconfortante**, pero también **peligrosamente engañosa**.

¡Hay que pensarlo!

Inventando el desayuno

Perspectiva más común:

Pocas ideas sobre salud y nutrición están tan extendidas como el consenso de que el desayuno es la comida más importante del día.

Durante décadas, la recomendación de desayunar ha sido reforzada de forma constante por médicos, educadores, autoridades sanitarias y campañas de salud pública.

La investigación observacional ha mostrado repetidamente que quienes desayunan con regularidad tienden a tener menor peso corporal, mejores indicadores metabólicos y estilos de vida más saludables que quienes lo omiten. Los estudios en niños y adolescentes también han vinculado el consumo de desayuno con una mayor concentración, mejor memoria y mejor rendimiento académico.

A lo largo de generaciones, las rutinas diarias se han estructurado en torno a esta premisa. Los horarios escolares, los patrones laborales y los hábitos sociales reflejan la idea de que empezar el día con desayuno es esencial.

Con el tiempo, "el desayuno es la comida más importante del día" ha pasado a percibirse menos como una recomendación y más como una verdad universal.

Perspectiva alternativa:

¿Y si nuestra obsesión con el desayuno no fuera el resultado de una investigación basada en hechos?

Antes del siglo XIX, el desayuno no ocupaba un lugar especial ni tenía una lista definida de alimentos. Como señala la historiadora Abigail Carroll, la gente simplemente comía lo que tenía disponible, a menudo sobras de la noche anterior. Incluso a mediados del siglo XIX, lo que más tarde se conocería como el "desayuno del granjero", huevos, carnes curadas y pan, respondía a la practicidad más que a una doctrina.

El cambio comenzó a finales del siglo XIX, cuando el desayuno pasó a convertirse en el foco de agendas comerciales y nutricionales en competencia.

En la década de 1890, figuras como James Caleb Jackson y posteriormente John Harvey Kellogg, ambos influidos por los principios adventistas del séptimo día, promovieron dietas vegetarianas y alimentos blandos a base de cereales como parte de un programa más amplio de carácter moral y médico. Introdujeron los primeros cereales de desayuno y contribuyeron a redefinir la comida matinal en torno a la salud y la disciplina, vinculando los hábitos alimentarios con la productividad y el carácter. Invirtieron considerablemente en marketing con el objetivo de transformar un hábito matinal flexible en un ritual diario estandarizado construido en torno a sus productos envasados.

En la década de 1920, un segundo grupo se movilizó también para promover el desayuno: la industria porcina. La Beech-Nut Packing Company contrató al pionero de las relaciones públicas Edward Bernays para impulsar las ventas de bacon, y este decidió centrarse en el desayuno. Su objetivo no era solo promover el hábito, sino también reposicionarlo en torno a un "desayuno contundente", rico en proteínas y asociado a la fuerza, la energía y la productividad. Para ello utilizó una estrategia de "autoridad de terceros". Convenció a un médico para que respaldara su afirmación de que un desayuno abundante era más saludable que uno ligero, y posteriormente distribuyó esa declaración a unos 5.000 médicos para recabar sus firmas; alrededor de 4.500 aceptaron. A continuación, difundió sus "resultados" como si se tratara de evidencia científica, presentando explícitamente el bacon con huevos como la opción "contundente" recomendada por los médicos. La campaña contribuyó a devolver protagonismo al bacon con huevos y reforzó la idea de que el desayuno no solo era importante, sino médicamente necesario.

En la década de 1940, la industria de los cereales respondió cuando General Foods lanzó su campaña nacional bajo el eslogan "Eat a good breakfast. Do a better job." Tras el descubrimiento de las vitaminas, los cereales de desayuno fueron enriquecidos y promovidos intensamente como eficientes, modernos y nutricionalmente completos. A través de la radio, la prensa y los materiales en los puntos de venta, el desayuno se presentó no solo como saludable, sino como una responsabilidad cívica y profesional en tiempos de guerra.

A mediados del siglo XX, ambas campañas habían convergido en una única verdad cultural: los "expertos" coincidían en que saltarse el desayuno era perjudicial para la salud y la productividad. La idea quedó profundamente arraigada en la conciencia colectiva de que el desayuno era la comida más importante del día. El marketing había sido eficaz y la creencia ha perdurado desde entonces.

Sin embargo, la investigación moderna cuenta una historia distinta. Aunque durante años los estudios observacionales sugirieron que quienes desayunan tienden a ser más saludables en términos generales, la evidencia más rigurosa ha sido mucho menos concluyente. Ensayos aleatorizados y metaanálisis no han encontrado pruebas consistentes de que desayunar mejore el control del peso, el metabolismo o los resultados de salud a largo plazo en adultos sanos. Una vez que se tienen en cuenta los factores de estilo de vida, muchas de las ventajas aparentes desaparecen.

En otras palabras, lo que muchos siguen considerando sentido común nutricional puede tener bases mucho más débiles de lo que suponemos.

En resumen:

Existe un amplio consenso en que el desayuno es la comida más importante del día. Un consenso reforzado durante generaciones por la medicina, la educación y las recomendaciones de salud pública, y respaldado por estudios observacionales que lo asocian con mejor salud, concentración y rendimiento.

La perspectiva alternativa sugiere una realidad más compleja. La creencia se formó a lo largo de más de un siglo bajo la influencia combinada de los productores industriales de alimentos y campañas de marketing muy eficaces, y la investigación moderna ofrece mucho menos respaldo del que muchos suponen.

Un recordatorio útil de que incluso los consensos más arraigados, en nutrición, en los mercados y en otros ámbitos, pueden asentarse sobre bases frágiles y merecen cuestionarse.

¡Hay que pensarlo!

Quién controla el dinero

En nuestro ¡Hay que pensarlo! de septiembre de 2025, titulado "Conquistando la casa del dinero", escribimos que la Constitución de EE. UU. enumera tres poderes principales (ejecutivo, legislativo y judicial). Sin embargo, más allá de estos tres poderes se encuentra el poder de controlar el dinero. **Este poder es igual o más importante que los otros tres poderes, y puede incluso utilizarse para torcer el rumbo de esos poderes.**

"Dejadme controlar el dinero de una nación y no me importará quién hace sus leyes." – Desconocido

Dadas las recientes tormentas de mercado en torno a la política monetaria y el valor del dinero, nos parece oportuno revisar quién controla el dinero en EE. UU.

Perspectiva más común:

La perspectiva más común es que en EE. UU. **la política monetaria y la política fiscal son** independientes entre sí. Han vivido en compartimentos separados desde el Acuerdo Tesoro-Fed de 1951.

- **La política fiscal la dirige el Tesoro** (brazo del poder ejecutivo): recauda impuestos, gasta y toma préstamos para cubrir la diferencia.
- **La política monetaria la dirige la Reserva Federal** (independiente del poder ejecutivo): fija los tipos de interés, el tamaño y la composición de su propio balance y la regulación bancaria (que influye en el crédito).

El Tesoro está dirigido por un cargo de designación presidencial, y sus políticas fiscales están naturalmente sujetas a presiones políticas de corto plazo (por ejemplo, estímulos preelectorales) porque el poder ejecutivo se somete regularmente a votación.

La Reserva Federal está dirigida de forma independiente por tecnócratas no elegidos (véase "Conquistando la casa del dinero" para más detalles sobre el proceso de nombramiento) y sus políticas monetarias están protegidas de la presión política de corto plazo. **Esta independencia formal, obtenida en 1951,** permite a la Fed implementar una política monetaria sólida independientemente del ciclo político, promueve la estabilidad monetaria y **da credibilidad al valor del dinero.**

Bajo esta perspectiva común, para saber si las condiciones financieras se relajarán o se endurecerán, los inversores deben centrarse en el calendario de reuniones de la Fed, los tipos de interés, su balance y la regulación. Cómo financia el Tesoro las actividades del ejecutivo y gestiona la deuda no tiene ningún impacto en la política monetaria.

La Fed controla el dinero de todo el país, mientras que el Tesoro solo maneja el dinero del ejecutivo.

Perspectiva alternativa:

Una perspectiva alternativa es que una Fed independiente no garantiza la independencia de la política monetaria, ya que **el Tesoro también puede operar directamente la política monetaria.** Puede ejercer una influencia real y directa sobre las condiciones monetarias, y también puede afectar de forma significativa al dinero de todo el país.

- Una forma muy visible es a través de **líneas de crédito respaldadas por el Tesoro**.

  Estas se utilizaron en 2020 en coordinación con la Fed. En aquel momento, la Fed buscaba frenar una ola de quiebras y una crisis financiera que se produciría si se congelaban las refinanciaciones corporativas. Como había hecho el BCE, quería comprar crédito corporativo para su balance, pero a la Fed no se le permitía hacerlo. La solución alternativa fue que el Tesoro realizara una inversión de capital de 75.000 millones de dólares, financiada por la Ley CARES, en un vehículo de propósito especial (SPV) al que la Fed podría prestar hasta 10 veces ese importe. El SPV se utilizó para comprar bonos corporativos y ETF de bonos, lo que en la práctica aumentó la cantidad de dinero en la economía e impulsó la creación de crédito por parte de otros agentes al limitar las pérdidas. La Fed aportó la capacidad de apalancamiento, y el Tesoro puso el capital y fijó el límite máximo de lo que podía llegar a fluir.

- Una forma menos visible, pero más habitual, son **las operaciones de gestión de deuda del Tesoro**.

  Puede parecer algo contraintuitivo, pero gestionar la combinación entre letras a corto plazo y bonos a largo plazo es, en realidad, una herramienta de política monetaria con gran impacto. De hecho, **un aumento de la proporción de letras frente a bonos incrementa la liquidez en la economía, es decir, aumenta la cantidad de dinero en el país.**

  ¿Cómo puede deber más letras a 6 meses en lugar de bonos a 20 años crear dinero si la deuda total es la misma? De forma simplificada, los compradores tradicionales de bonos a largo plazo son fondos que no prestan (por ejemplo, los fondos de pensiones) y que utilizan sus depósitos o venden otros activos para comprar estos bonos. Sus balances y el dinero en la economía se mantienen constantes, y otros activos "pierden esta demanda". Por otro lado, los compradores tradicionales de letras a corto plazo son entidades de crédito que crean mecánicamente nuevos depósitos para comprar las letras. Sus balances y el dinero en la economía aumentan ambos.

  Por lo tanto, cuando **el Tesoro recompra bonos a largo plazo emitiendo letras a corto plazo**, en la práctica está aplicando una **política monetaria expansiva** y estimulando la economía. También está influyendo directamente en el precio y la rentabilidad de los bonos a largo plazo, y tratando de moldear la curva de tipos.

  Cabe destacar que Janet Yellen (antigua secretaria del Tesoro y presidenta de la Fed) fue duramente criticada por Scott Bessent (actual secretario del Tesoro) por aplicar un enfoque de emisión centrado en letras para estimular la economía cuando ella dirigía el Tesoro. Ahora que Bessent dirige el Tesoro, ha mantenido el mismo enfoque. Si estas operaciones de gestión de deuda no fueran una herramienta de política extremadamente relevante y con un impacto significativo, Bessent podría haber cambiado fácilmente esa combinación de vuelta.

Esta perspectiva alternativa puede ayudar a entender un momento, por lo demás, desconcertante de este mes de agosto. Cuando las rentabilidades a largo plazo se dispararon, el Tesoro anunció que "al menos duplicaría" sus operaciones de recompra de deuda a 10-30 años, de una base de 2.000 millones de dólares por operación. Un aumento de 4.000 millones representaba solo el 0,01% de los 40 billones de dólares de deuda en circulación, pero el impacto fue mucho más allá de las rentabilidades de los bonos. **El Oro se disparó hasta un máximo de tres meses, y el dólar cayó a su nivel más débil del mes**. Cuando Bessent

anunció que estaba utilizando al Tesoro para manipular las rentabilidades, **el mercado lo interpretó como un contundente anuncio de política monetaria**. El Tesoro se mostraba ahora dispuesto a ejecutar una política monetaria más agresiva e intervenir en el dinero del país.

Bajo esta perspectiva alternativa, los inversores deben fijarse tanto en la Fed como en el Tesoro para detectar señales de política monetaria, ya que **el control del dinero está de hecho compartido. Y también lo está la credibilidad del valor del dinero.**

En resumen:

La perspectiva más común sostiene que la Fed controla el dinero de todo el país (política monetaria), mientras que el Tesoro solo maneja el dinero del ejecutivo (política fiscal), manteniéndose ambos cuidadosamente separados desde el Acuerdo Tesoro-Fed de 1951. **La independencia de la Fed** permite una política monetaria sólida independientemente del ciclo político, promueve la estabilidad monetaria y **da credibilidad al valor del dinero**.

La perspectiva alternativa es que una Fed independiente no garantiza la independencia de la política monetaria. El Tesoro también dispone de herramientas para operar la política monetaria por su cuenta. Algunas son más visibles, como los SPV que compran crédito corporativo; otras son menos visibles, como su propia gestión de deuda. Con estas herramientas, el Tesoro puede, y de hecho lo hace, expandir o contraer directamente el dinero del país. Bajo esta perspectiva, **la Fed y el Tesoro comparten el control del dinero de todo el país y también la credibilidad del valor del dinero.**

¡Hay que pensarlo!

Misma fiebre, causas distintas

En septiembre, las rentabilidades de los bonos del Estado a largo plazo subieron con fuerza a ambos lados del Atlántico. La rentabilidad del Tesoro estadounidense a 10 años subió más de un 0,5% hasta alcanzar el 5,3%, mientras que la rentabilidad de la deuda pública francesa subió más de un 0,6% hasta el 4,8%. Ambas alcanzaron sus niveles más altos desde 2002.

A primera vista, estos movimientos parecían notablemente similares. **¿Pero realmente obedecían a la misma causa?**

Esto importa porque una subida de las rentabilidades a largo plazo es solo un síntoma. Igual que la subida de su temperatura corporal es solo un síntoma. Para entender qué significa, y qué podría revertirla, primero necesitamos entender qué la causó.

Perspectiva más común:

La perspectiva más común es que la reciente subida de las rentabilidades a largo plazo refleja una combinación de **mayores preocupaciones por la inflación y una creciente preocupación por la deuda pública**.

Había buenas razones para esta interpretación en septiembre.

La guerra con Irán mantuvo elevados los precios del petróleo, con el crudo cotizando por encima de 100 dólares durante parte del mes y los precios del diésel en EE. UU. alcanzando niveles récord. Al mismo tiempo, la inflación se mantuvo por encima del objetivo de la Fed. En este contexto, los inversores temían, de forma natural, que la inflación pudiera mantenerse más alta durante más tiempo.

Pero la inflación no era la única preocupación. Los elevados déficits fiscales y un nivel de deuda pública ya de por sí alto han generado cada vez más dudas sobre cuánta deuda pueden emitir los gobiernos sin tener que pagar a los inversores bastante más para que la absorban. Estas preocupaciones han sido especialmente visibles en EE. UU., pero también en Francia, donde la incertidumbre fiscal y política ha añadido presión adicional sobre la deuda pública.

Bajo esta perspectiva, la subida de las rentabilidades en EE. UU. y en Francia forma parte del mismo fenómeno general: **la inflación está resultando difícil de erradicar, mientras que los elevados déficits y la deuda están haciendo que los bonos del Estado sean más arriesgados de mantener**.

Es un relato intuitivo.

Perspectiva alternativa:

Una perspectiva alternativa es que, en lugar de partir de un relato convincente y usarlo para explicar el mercado, **podemos partir del mercado y usar sus distintos precios para entender qué cambió realmente**.

En su versión más simple, la rentabilidad nominal de un bono del Estado a largo plazo puede entenderse como la compensación por tres grandes componentes:

Rentabilidad nominal ≈ Inflación esperada + Rentabilidad real libre de riesgo esperada + Primas de riesgo

El primero compensa a los inversores por la inflación que esperan durante la vida del bono.

El segundo es la **rentabilidad real libre de riesgo esperada** que los inversores exigen por posponer el consumo. Está influido por muchos factores, pero las expectativas de crecimiento económico real futuro son especialmente importantes: en igualdad de condiciones, un mayor crecimiento esperado tiende a impulsar al alza las rentabilidades reales.

El tercero recoge las **primas de riesgo** que los inversores exigen por asumir riesgos más allá de la inflación esperada y del tipo real libre de riesgo subyacente. Estas pueden incluir la compensación por el riesgo de tipo de interés y de duración, conocida habitualmente como prima por plazo, así como, en el caso de emisores soberanos donde el riesgo de impago o de redenominación sea relevante, una prima de riesgo de crédito.

Estos componentes no pueden observarse de forma perfecta ni separarse con total precisión. La inflación implícita (breakeven), los bonos ligados a la inflación, los diferenciales soberanos, los CDS y los modelos de prima por plazo son todas ellas medidas o estimaciones basadas en el mercado, cada una con sus propias limitaciones. Pero analizarlas en conjunto nos permite plantear una pregunta mucho más útil: **¿qué tipo de riesgo repreciaron realmente los mercados cuando subieron las rentabilidades nominales?**

Y cuando hacemos eso, septiembre cuenta dos historias muy distintas.

- En EE. UU., el principal culpable no fue la inflación. Fue el crecimiento.

  La rentabilidad nominal del bono del Tesoro a 10 años subió alrededor de 53 puntos básicos. Sin embargo, la inflación implícita (breakeven) a 10 años —una medida de mercado útil, aunque imperfecta, de la inflación esperada— apenas se movió. Las medidas de riesgo de crédito soberano de EE. UU. también se mantuvieron en gran medida estables.

  En cambio, la rentabilidad de los bonos del Tesoro ligados a la inflación a 10 años —una referencia de mercado para la rentabilidad real— subió alrededor de 49 puntos básicos.

  No deberíamos interpretar esos 49 puntos básicos como un aumento puro y directamente observable de las expectativas de crecimiento económico. Las rentabilidades reales del Tesoro también pueden

incorporar cambios en la prima por plazo, la liquidez y otros factores. Pero, tomado en conjunto con unas expectativas de inflación estables, un riesgo de crédito soberano estable y los datos económicos, **la evidencia apunta con mucha más fuerza hacia una revalorización de las perspectivas de crecimiento real que hacia un shock de inflación o de crédito**.

A pesar de la guerra con Irán, los elevados precios del petróleo y todos los titulares sobre la inflación, **la venta masiva de bonos del Tesoro en septiembre fue, de forma abrumadora, un movimiento de rentabilidad real, no de expectativas de inflación**.

Y esto es coherente con lo que ocurría en otros ámbitos. Los datos económicos de septiembre fueron más sólidos de lo esperado: la creación de empleo sorprendió claramente al alza y el PMI Compuesto preliminar (Flash) de EE. UU. alcanzó su nivel más alto desde julio de 2021. Mientras tanto, el optimismo en torno a la inteligencia artificial se mantuvo extraordinariamente fuerte.

El mercado, por tanto, parece haber estado diciendo mucho menos "la inflación será más alta" y mucho más "**el crecimiento real podría ser más fuerte**". El mercado está elevando la "temperatura corporal" de EE. UU. porque EE. UU. está haciendo más ejercicio.

- En Francia, el principal culpable tampoco fue la inflación. Fue el riesgo de crédito

  La rentabilidad nominal francesa a 10 años subió más de 0,6%. Una vez más, las expectativas de inflación apenas se movieron. Pero, a diferencia de EE. UU., las medidas asociadas al riesgo específico de Francia subieron de forma notable: el diferencial de rentabilidad real francés frente a Alemania se amplió y el coste de asegurar la deuda soberana francesa a través de CDS aumentó.

  Ninguna de las dos medidas nos da una estimación perfecta y aislada de la prima de riesgo de crédito de Francia. El diferencial Francia-Alemania puede reflejar liquidez, oferta relativa, prima por plazo y otros factores, mientras que el CDS es en sí mismo un precio de mercado y no una probabilidad pura de impago. Pero el hecho de que varias medidas de riesgo específicas de Francia se movieran en la misma dirección aporta una evidencia sólida de que **una parte sustancial de la subida de las rentabilidades francesas reflejó una revalorización del riesgo soberano específico de Francia**.

  En otras palabras, el mercado francés no estaba repreciando principalmente ni la inflación ni un mayor crecimiento. **Estaba repreciando a Francia.** La "temperatura corporal" de Francia es más alta porque la enfermedad de Francia está empeorando.

Por tanto, tuvimos dos síntomas muy similares, una fuerte subida de las rentabilidades de los bonos del Estado a 10 años, pero **dos diagnósticos muy distintos**.

Y **diagnósticos distintos requieren tratamientos distintos**.

- En EE. UU., si la subida de las rentabilidades a largo plazo en septiembre reflejó principalmente una revalorización de las perspectivas de crecimiento real, y no un aumento de las expectativas de inflación o del riesgo de crédito soberano, entonces bajar las rentabilidades a largo plazo no es simplemente cuestión de que la Fed recorte los tipos.

  Esto es especialmente relevante cuando gran parte del cambio en las expectativas de crecimiento está vinculado al extraordinario ciclo de inversión en torno a la inteligencia artificial. La política monetaria tradicional actúa influyendo en las partes de la economía sensibles a los tipos de interés, como la vivienda, el consumo y la inversión empresarial convencional. **Un auge del gasto de capital en IA impulsado por expectativas de ganancias de productividad transformacionales puede ser mucho menos sensible a cambios modestos en el tipo de interés de referencia de la Fed**.

Y, como comentamos en el ¡Hay que pensarlo! del mes pasado, la gestión de la deuda del Tesoro puede, en sí misma, añadir liquidez al sistema financiero.

Esto significa que **las rentabilidades a largo plazo de EE. UU. pueden depender cada vez más de las expectativas sobre la IA y de la visión del mercado sobre el crecimiento futuro**, y no simplemente de la Fed o del Tesoro.

- En Francia, el aumento de las rentabilidades es principalmente un problema de prima de riesgo. Por tanto, **Francia necesita reducir ella misma esa prima de riesgo**.

  Eso deja dos grandes caminos.

  - El Gobierno francés puede mejorar su credibilidad fiscal, reduciendo los déficits y convenciendo a los inversores de que la trayectoria de su deuda es sostenible.
  - Si la prima de riesgo sigue subiendo hasta niveles que amenacen la estabilidad financiera o la transmisión de la política monetaria en toda la eurozona, el BCE podría verse finalmente obligado a asumir parte de ese riesgo en su propio balance comprando deuda pública francesa, otra versión de "whatever it takes".

En resumen:

La subida de las rentabilidades de los bonos del Estado a largo plazo es solo un síntoma. Igual que la subida de su temperatura corporal es solo un síntoma. Para entender qué significan, y qué podría revertirlas, necesitamos el diagnóstico correcto.

La **perspectiva más común** es que la fuerte subida de las rentabilidades a largo plazo en septiembre estuvo impulsada por preocupaciones ya conocidas: la inflación se mantuvo demasiado alta, la guerra con Irán elevó los precios de la energía y los elevados déficits fiscales y la deuda pública aumentaron las dudas sobre su repago.

La **perspectiva alternativa** consiste en mirar más allá de los relatos y preguntarse qué estaba valorando realmente el mercado.

Cuando descomponemos los movimientos, **las expectativas de inflación explican sorprendentemente poco de la subida de las rentabilidades en septiembre, tanto en EE. UU. como en Francia**.

- En EE. UU., la evidencia apunta principalmente a una revalorización de las perspectivas de crecimiento real. Eso hace que la trayectoria futura de las rentabilidades a largo plazo dependa cada vez más de si se cumple la historia de inversión y productividad de la IA.
- En Francia, en cambio, la evidencia apunta a una revalorización sustancial del riesgo soberano específico del país, con el diferencial de rentabilidad real frente a Alemania y el CDS soberano subiendo con fuerza. Eso pone la solución mucho más directamente en manos del Gobierno francés o, en última instancia, del BCE.

La "temperatura corporal" de EE. UU. subió porque está en el gimnasio, mientras que la de Francia subió porque está en el hospital.

Mismo síntoma. Causas distintas.

¡Hay que pensarlo!

Aviso Legal

El presente documento contiene información relativa a cifras y hechos del mercado.

La presente documentación no propone, sugiere ni recomienda estrategias de inversión o tomas de decisión sobre valores o instrumentos financieros. No contiene valoraciones o juicios de valor sobre decisiones de inversión, ni constituye un informe de inversiones, un análisis financiero o otra forma de recomendación general relativa a operaciones sobre instrumentos financieros, su precio, su valor presente o futuro o a sus emisores, elaborada con sujeción a las disposiciones normativas orientadas a promover la independencia de los informes de inversiones.

Esta información está disponible solo con fines informativos y no constituye una solicitud de ningún servicio o producto de inversión y no es una invitación para suscribir acciones o unidades de fondos en este documento. Consulte el Folleto y el DFI para obtener más información sobre este fondo y antes de cualquier suscripción. Un inversor debe realizar su propia evaluación de riesgo y debe consultar si es necesario a sus propios asesores legales, financieros y fiscales, antes de cualquier suscripción.

Queda prohibida su transmisión a terceros, copia o reproducción sin el consentimiento previo y expreso de A&G.