

ASESORES financieros

EFPA

NÚMERO 21. OCTUBRE DE 2025 • 6€.

GESTORES Y ASESORES ANTE EL LEGADO DE **Warren Buffett**

INVERSIÓN

○ ¿Qué hacer ante
la debilidad del dolar?

TEST DE IDONEIDAD

○ La CNMV advierte sobre las
quejas de los clientes

ESPECIAL

25 PÁGINAS

LAS GESTORAS
PROPONEN
FONDOS PARA
EL NUEVO CURSO

Tres eventos
que marcarán
el pulso del
asesoramiento
financiero

25
EFPA
ANIVERSARIO ESPAÑA

ENTREVISTAS

Nouriel
Roubini / Tim
Harford

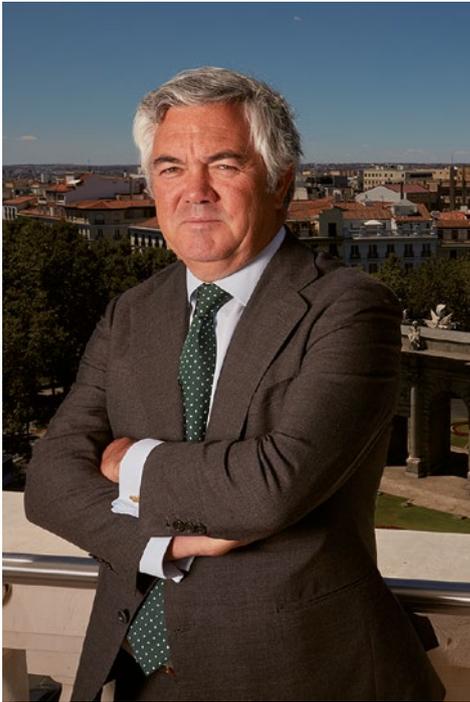


Una de las claves: la confianza de tener un **Family Banker®**, el asesor financiero de Banco Mediolanum, **siempre a tu lado.**

Descúbrenos:



La lección de Warren Buffett



SANTIAGO SATRÚSTEGUI
Presidente de EFPA España

Por mucho que se espere algo, no quiere decir que cuando suceda no impresione. Durante años, la industria financiera y la prensa económica han especulado con la retirada de Warren Buffett, quien finalmente dejará su puesto como CEO de Berkshire Hathaway el próximo diciembre, coincidiendo con el cierre del 25.º aniversario de EFPA. Buffett es, para muchos analistas, inversores y asesores, un referente indiscutible. El primer gran exponente del modelo *value investing*, que modeló Benjamin Graham en su famoso libro *El inversor inteligente*, y probablemente uno de los profesionales que con una racionalidad profundamente sencilla mejor ha definido cómo se debe invertir: solo en aquello que se entienda.

Este es un consejo tan claro y simple que en la era de la complejidad en la que vivimos, con una explosión de activos muy variados y complejos -tokens, criptodivisas-, puede incluso sonar infantil y provocar que muchos ahorradores la descarten para no parecer poco formados a los ojos de los demás.

Pero, igual que Buffett aprendió a valorar distintos negocios y fue modificando en paralelo sus posiciones -antes de comprar Apple, apostó por Coca-Cola-, los particulares pueden ir mejorando su cultura financiera poco a poco e ir probando productos a lo largo de su vida. No hace falta tener la habilidad del gran inversor norteamericano, pero sí contar con un buen compañero de viaje -un asesor- que le vaya exponiendo poco a poco a distintos productos y que le forme durante el proceso, que es lo que hacemos desde nuestro nacimiento los miembros de EFPA España.

En un mercado como el español, que todavía cuenta con margen para mejorar su cultura financiera, es bastante habitual que las malas experiencias dejen fuera del mundo de la inversión a muchos particulares. Así lo indica nuestra encuesta "Retos del inversor minorista en 2025", donde un 58% de los participantes señala que sus clientes son aversos al riesgo por ellas. ¿Cuántas veces se vende por pánico, en el peor momento, sin que exista una justificación real por no tener claro el plan y no entenderse el activo que se ha comprado?

Justo por eso es imprescindible dejarse asesorar por profesionales solventes que adviertan cuando cambian los 'fundamentales', porque sustituir un activo por otro más claro debe formar parte de la hoja de ruta de cualquier inversor y merece la pena recordarlo cada nueva temporada; cada etapa de 'vuelta al trabajo'. Así, septiembre es un buen momento para testear si todo está en orden y seguir teniendo claro que nuestro cometido como profesionales es ponernos en la piel de cada uno de los clientes... porque el deber de un buen asesor es aportar tranquilidad.

La otra obligación es mirar hacia delante y ver qué nos depara el futuro y en EFPA España se aproximan meses interesantes. Como cierre de nuestro 25 aniversario, celebramos varios actos para reivindicar el papel del asesor financiero en la modernización de la economía española. Empezaremos con un acto en el



Congreso de los Diputados, centrado en el rol del asesoramiento y el papel de España en la reforma financiera europea, continuaremos con una conferencia magistral de Nouriel Roubini en Madrid sobre riesgos sistémicos y cerraremos el ejercicio con el evento final en Barcelona. ●

PRESIDENTE
Santiago Satrustegui

DIRECTORA
Andrea Carreras-Candi

Plaza Francesc Macià 7, planta 11,
08029 Barcelona
Telf.: +34 93 412 10 08
informacion@efpa.es
www.efpa.es



La Asociación Española de Asesores y Planificadores Financieros (EFPA) cuenta con más de 36.000 asociados y está ligada a la European Financial Planning Association, institución sin ánimo de lucro y financieramente independiente.

EDITOR Y CONSEJERO EJECUTIVO
Josep Soler

DIRECTOR DE LA PUBLICACIÓN
Rafael Rubio, rubio@asesoresfinancieros.es

SUBDIRECTORA

Natalia Pastor, npastor@efpa.es

REDACCIÓN Y COLABORADORES
Aurelio Medel, Cristina Jiménez, Rafael Sierra, Carlos Azuaga, Vicente Varó, Luis Torras.

ANÁLISIS EN ESTE NÚMERO
Gonzalo Ramón-Borja Álvarez de Toledo, Fernando Fernández-Bravo, José Luis González Pastor, Fernando Luque, Fernando Zunzunegui.

Diseño **Lourdes G. Castaño**.
Fotografía **Fran Monks, Peter LueDers**.
Ilustración **Maite Niebla**.
hola@maiteniebla.com
Imágenes **Shutterstock.com**

PUBLICIDAD

EFPA España
Telf.: 93 412 10 08

ADMINISTRACIÓN
Ignacio Carnicero, icarnicero@efpa.es
Telf.: 93 412 10 08

IMPRIME

Monterreina. C/ Cabo de Gata 1-3,
28320 Pinto/Madrid.

DISTRIBUYE

Ecological Mailing. C/ Sierra Nevada
13-15. 28830 San Fernando de
Henares/Madrid.

La revista *Asesores Financieros EFPA* se distribuye entre los 36.000 asociados de **EFPA España**.

DL B 14024-2020
Asesores financieros **EFPA**
ISSN 2696-4775



Asociación Española para la Sostenibilidad Forestal
Creciendo en responsabilidad

El papel con el que se ha realizado esta publicación tiene la certificación de la Asociación Española para la Sostenibilidad Forestal. Ello significa que ha sido elaborado con materiales procedentes de bosques que se trabajan de forma sostenible, cuidando el medio ambiente y de los pueblos que dependen de esos montes.



EN PORTADA

➤ Considerado el mejor inversor de todos los tiempos, tras 60 años al frente de la sociedad de inversión más prestigiosa del mundo, dejará su cargo a finales de año. Una veintena de expertos españoles analiza un legado único e inigualable: el de Warren Buffett.



HACIA DÓNDE VA EL DÓLAR

➤ Las políticas de Trump debilitan el perfil defensivo del dólar, aunque su rol como moneda global se mantiene por liquidez y falta de alternativas.



¿HAY QUE TEMER A LA DEUDA PÚBLICA?

➤ Diversas instituciones financieras internacionales han alertado sobre la deuda global y sus riesgos, impulsando ajustes en las carteras.



NOURIEL ROUBINI

➤ Hablamos con el economista sobre los riesgos que acechan a la economía global.

ASESORES EFPA financieros

3. Editorial.

Santiago Satrustegui.

6. Adiós al Oráculo.

Warren Buffett se despide.

14. Hacia dónde va el dólar.

El rey... ¿sin reino?

20. Deuda pública.

Entre el temor y la duda.

24. 'Salud' económica.

Los indicadores clave.

28. Retos demográficos.

Así afectan a los inversores.

32. Entrevista.

Nouriel Roubini.

39. ESPECIAL GESTORAS.

42. Así fue el primer semestre.

46. Renta fija, nuevo paradigma.

50. Renta variable europea.

54. Capital privado, más cerca.

58. Fichas de fondos.

64. En el punto.

66. Informe de la CNMV.

Las quejas de los inversores.

72. La UE... ¿avanza?

Frente al inmovilismo.

76. Ciberseguros.

Crece la demanda.

80. Criptoactivos.

La formación que viene.

83. Test de la revista.

84. Hitos de la Historia.

Las primeras burbujas.

87. Libros, por Luis Torras.

90. Una conversación con

Tim Harford.

96. EFPA celebra

25 aniversario.

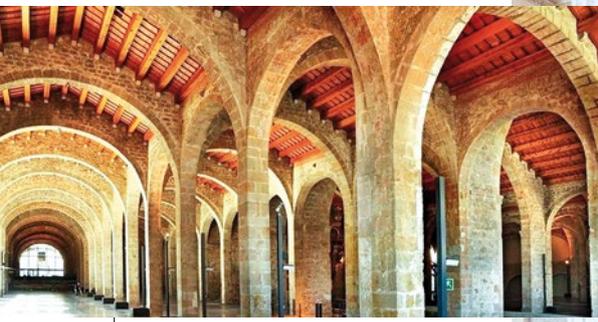
Tres grandes eventos.

103. Educación Financiera.

104. Cumplimos 5 años.

105. Nombramientos.

106. Al cierre, por Josep Soler.



96



25
NIVERSARIO

➤ Dos actos en Madrid y Barcelona y una jornada en el Congreso de los Diputados figuran en la agenda del asesor financiero miembro de EFPA España.



72

LA UE ANTE LOS RETOS QUE ENFRENTA

➤ La UE afronta numerosos retos y busca financiación; impulsando reformas y múltiples iniciativas. ¿Tendrán calado?



90

TIM HARFORD

➤ El célebre columnista del *Financial Times* nos recuerda que el buen asesoramiento empieza por hacerse las preguntas adecuadas.



66

NUEVO INFORME DE LA CNMV

➤ El regulador advierte sobre las quejas por test de idoneidad mal elaborados y por no prestar mayor atención a los inversores de colectivos vulnerables.



39



Fernando Fernández-Bravo (Invesco)



EXTRA



FONDOS SELECCIONADOS POR LAS GESTORAS

Lo más destacado de cada firma para la recta final del año.

SU LEGADO VISTO POR GESTORES
Y ANALISTAS ESPAÑOLES

La despedida de Buffett, el filósofo de la inversión

Está considerado como el mejor inversor de todos los tiempos. Muchos lo han intentado, pero nadie se ha acercado a sus logros tras 60 años al frente de la sociedad de inversión con mejor reputación del planeta. Dejará su cargo a finales de este año y una veintena de profesionales españoles analizan su legado.



Warren Buffett no solo aprendió de **Ben Graham**, el padre del análisis de valores, sino que mejoró a su profesor y elaboró un código personal para el trabajo. Más aún: dedicó mucho tiempo a explicar a sus clientes y a quien quisiera escucharlo las claves de sus éxitos y también de sus decisiones.

Publicó anualmente una carta que muchos dirigentes empresariales han querido imitar sin obtener la décima parte de su éxito, no solo dando recomendaciones sino facilitando las claves de sus resultados.

Se podrían dar muchos datos sobre su gestión como inversor. Baste señalar que el valor de mercado de las acciones de su compañía de inversión, Berkshire Hathaway, creció un 19,9% anualizado desde 1965 hasta 2024. Y ello teniendo en cuenta que el S&P 500 incrementó su valor en el mismo período un 10,4%. Warren Buffett tuvo gran éxito en muchas de sus operaciones, pero también cometió errores.

En sus primeros diez años en Berkshire tuvo cuatro ejercicios con pérdidas, y en 1974 sufrió una caída del 49% durante la crisis de las principales acciones de gran capitalización que cotizaban en la Bolsa de Nueva York. Se trataba de acciones de gran calidad, pero el precio al que cotizaban llegó a ser desproporcionado. En 1973 y 1974, el mercado bursátil estadounidense sufrió una de las crisis más duras del siglo XX y Buffett vio cómo algunas de las acciones que había seleccionado se desplomaban más de un 50% de su valor.

Aciertos (y fracasos)

Lo extraordinario es que Warren Buffett acertó incluso en sus momentos de duda. Fue lo que ocurrió a lo largo del pasado año. Llamó mucho la atención entre los seguidores de los mercados bursátiles que, a mediados de 2024, estuviera acumulando efectivo hasta alcanzar los 325.000 millones de dólares de Berkshire, lo que suponía el doble del saldo efectivo de la compañía a finales de 2023. A la hora de buscar alguna explicación a esta decisión, algunos expertos señalaron que el indicador favorito de Buffett, la relación entre el valor de mercado de →→→

→→→ valores y el tamaño de la economía estadounidense, se encontraba en un nivel récord, lo que podía presagiar una próxima recesión.

La decisión de Buffett de colocarse en liquidez obedecía también a otras razones: empezaba a no entender bien el recorrido que podrían seguir en los siguientes ejercicios las grandes empresas tecnológicas que habían sido protagonistas del buen comportamiento del mercado bursátil estadounidense.

Además, las elecciones a la presidencia de Estados Unidos, en noviembre de 2024, presagiaban profundos cambios en los paradigmas de los mercados bursátiles y financieros, aquellos que durante tantos años entendió como

nadie. Muy probablemente fueron todas estas dudas y temores, a los que se añadió la muerte de su socio y amigo **Charlie Munger**, en noviembre de 2023, las que lo llevaron a anunciar, en mayo pasado, una retirada

efectiva a partir del próximo 1 de enero como principal ejecutivo de Berkshire Hathaway. Su racionalismo, su sensibilidad filantrópica, su ética empresarial y su visión del mundo económico distan mucho de los valores que se están abriendo paso en los últimos tiempos. Muy probablemente fue todo ello la causa de su decisión, y no los 94 años ni su liderazgo de seis décadas en la compañía de inversión más prestigiosa del planeta. Por ello también decidió mantenerse como presidente de la junta directiva de la compañía.

Comprar y mantener

Nadie cuestiona que Buffett ha creado un método de inversión, aquel que le permitió obtener resultados magníficos de forma continuada. Ese método, que

también lo indujo a cometer algunos errores, nos ha enseñado la importancia de la paciencia a la hora de adoptar decisiones de inversión. La búsqueda de empresas sólidas con fundamentos fuertes para él solo tenía sentido pensando en beneficiarse de la apreciación que podría producirse a largo plazo.

Christian Schneider y **Tobias Khols**, CIO de Global Growth y gestor de cartera de Allianz Global Investors, recuerdan que “Warren comentó en una carta a accionistas de finales de los ochenta que ‘nuestro período de tenencia favorito es para siempre’. Y se preguntan: “¿Por qué interrumpir el efecto del interés compuesto de una gran empresa que ya está funcionando? Esto

sigue teniendo sentido siempre que hablemos de verdaderas compañías *compounders*, empresas capaces de reinvertir beneficios de forma rentable y sostenida”.

Mario Rappanello, director de Wealth

y Banca Privada de Banco Mediolanum, tiene claro que “la filosofía de Buffett no ha perdido vigencia. Al contrario, en la actualidad es más necesaria que nunca en un entorno de inmediatez, sobreinformación y volatilidad”. Rappanello considera que las reacciones de los inversores son ahora aún más emocionales que años atrás. La misma opinión tiene **Ricardo Comín**, director comercial para Iberia de Vontobel, al señalar que “ya sea por disrupciones tecnológicas, tensiones geopolíticas o incertidumbres macroeconómicas, tratar de anticipar movimientos del mercado es extremadamente complejo y arriesgado”.

Domingo Torres, Country Head de Lazard Asset Management en España y Portugal, recurre a un gran personaje para subrayar la importancia de este aspecto: “Solo los gestores activos serán capaces de no sucumbir a los efectos de la moda y lograr buscar aquellas empre-

sas que sobrevivirán y aquellas que serán punteras en el futuro. ‘La moda pasa de moda, el estilo jamás’, como afirmaba Coco Chanel”. **Xavier Brun**, de Trea AM, tiene claro que “para periodos de diez años, el 85% de la rentabilidad viene explicada por el crecimiento de los beneficios y el 15% por haber comprado barato. Compra negocios que aumenten los beneficios y no los vendas”. **Pablo Martínez Bernat**, Head of Sales para Iberia de Amiral Gestion, recuerda que Buffett invirtió en los años 80 en Coca-Cola “aprovechando unos problemas temporales. La inversión le costó un total de 1.300 millones de dólares y hoy está valorada en más de 28.000 millones. Y por el camino ha recibido cerca de 8.000 millones adicionales”. **Marc Garrigasait**, presidente y director de inversiones de Koala Capital Sicav, señala que la clave para obtener una buena rentabilidad a medio y largo plazo es reducir el riesgo de pérdida en las decisiones. Y esa era una filosofía principal de Buffett y Munger.

Análisis fundamental

Por eso esa paciente estrategia iba siempre unida a su enfoque exhaustivo de análisis fundamental. No se dejaba llevar por intuiciones; examinaba detenidamente los estados financieros de las empresas, su modelo de negocio y otras métricas propias del sector antes de tomar una decisión de inversión. Ello lo llevó a invertir incluso en marcas reconocidas, donde otros no veían muchas posibilidades de revalorización. En busca de empresas con ventajas competitivas, valoraba mucho la lealtad de los clientes, los costes bajos, el equipo de dirección y otros factores que le concedían una posición fuerte en su sector.

Oscar Esteban, de Fidelity Internacional, tiene muy claro que “el análisis fundamental es la clave en la toma de decisiones de inversión. El análisis técnico complementa en ocasiones nuestra

La filantropía como compromiso

■ En 2010 fundó, junto a **Billy y Melinda Gates**, la iniciativa Giving Pledge, con la que invitó a todos los multimillonarios del mundo a donar al menos el 50% de su fortuna a causas benéficas. Él mismo se comprometió a donar el 99% (más de 155.000 millones de dólares) de su riqueza. Sin embargo, posteriormente anunció que la mayor parte de su fortuna iría al fideicomiso benéfico administrado por sus tres hijos, en lugar de a la Fundación Gates, a la que ya había donado 43.000 millones de dólares en acciones de Berkshire Hathaway. Sigue siendo uno de los principales donantes de esta fundación.



Warren Buffett junto a su hijo Peter y a su hija Sussie.

■ Respecto a sus hijos, tiene la filosofía de que "debe darles lo suficiente

para que hagan lo que quieran, pero no tanto para que no hagan nada".

■ Sus donaciones han sido frecuentes en los últimos años. El pasado año, por ejemplo, donó 1.100 millones de dólares en acciones de Berkshire Hathaway a diversas fundaciones familiares que ofrecen becas a estudiantes.

■ Sus grandes preocupaciones a la hora de hacer donaciones han sido siempre la educación, la agricultura y la lucha contra la pobreza. Una de las fundaciones que ha recibido mayor financiación ha sido la de **Susan Thompson Buffett**, en honor a su esposa fallecida, centrada en educación y salud reproductiva. El pasado

año recibió 400 millones de dólares de Buffett.

■ Las fundaciones de sus hijos tienen enfoques distintos: la Fundación Howard G. Buffett se centra en agricultura sostenible, seguridad alimentaria y resolución de conflictos en regiones vulnerables; la Fundación Sherwood (**Susan Alice Buffett**) apoya proyectos sociales y educativos en Nebraska, con énfasis en la equidad y la justicia social; finalmente, la Fundación NoVo (**Peter Buffett**) se dedica a la justicia social, los derechos de las mujeres y la transformación de sistemas económicos y sociales. ✱

visión, pero nunca lo define". Comparte esa opinión **Iván Díez Sainz**, de La Financière de l'Échiquier, al afirmar que "el análisis fundamental debe ser la piedra angular de nuestro trabajo, pero apoyado externamente por el análisis técnico". **Mariano Arenillas**, máximo responsable para Iberia de DWS, incluye un matiz importante: "El análisis fundamental ha evolucionado mucho y se ha vuelto cada vez más cuantitativo y automatizado. Esto significa que ahora resulta más difícil identificar oportunidades de inversión atractivas que el resto del mercado no haya detectado previamente".

David Manso, director de Renta Variable de CaixaBank AM, afirma que "nuestras decisiones de inversión pasan por una valoración del activo y un descuento o rentabilidad esperada para invertir en función del perfil de riesgo de cada compañía". **Jesús Domínguez**,

consejero delegado y gestor de Valentum AM, está convencido de que "con el análisis técnico los inversores hacen apuestas en función de un patrón, mientras que con el fundamental se busca encontrar un activo que aporte una rentabilidad futura creciente o sostenible". Para **Josep Codina**, un reconocido experto en análisis técnico, "todo dependerá del plazo al que se plantea mantener la inversión. Si esta tiene consideración estratégica con voluntad de permanencia, el análisis fundamental resulta imprescindible. Si la inversión es puramente técnica u oportunista, la prioridad debe ser de la evolución técnica en un 95%".

El equipo directivo

El otro factor importante en su estrategia ha sido la importancia que siempre concedió a los administradores de las

empresas. No solo exigía que fueran competentes, sino también éticos. Reconocido por su integridad y ética en los negocios, solo podía ser exigente en este aspecto buscando a gerentes centrados en los intereses de los accionistas.

Jaume Puig, de GVC Gaesco Gestión, al reconocer a Buffett esta característica, señala la importancia de "evitar a toda costa decisiones del equipo directivo basadas en la maximización de sus beneficios a corto plazo, extremadamente nocivas para los inversores".

Mikel Navarro, responsable de Renta Variable Europea en BBVA Asset Management y estudioso de nuestro personaje, afirma que "Warren Buffett señalaba que la integridad, inteligencia y energía son tres rasgos que debe tener un buen equipo gestor, pero que sin integridad los otros dos rasgos son peligrosos. El equipo directivo puede construir o destruir el valor a largo plazo de →→→

→→→ una empresa, incluso si el negocio es sólido”. **Tomás Maraver**, CIO de Nartex, confirma la importancia de este aspecto y señala que “en nuestro caso llegamos a contratar compañías de *headhunting* para que entrevistaran a exdirectivos que habían trabajado con los equipos gestores de nuestras compañías, para así entender sus puntos fuertes y flaquezas”. Para **Víctor de la Morena**, director de inversión de Amundi Iberia, “Buffett fue un adelantado a su tiempo y evidenció que este aspecto es y seguirá siendo fundamental en la valoración de las compañías”. Christian Schneider y Tobías Khols señalan que es fundamental en cualquier compañía “encontrar el equilibrio entre crecer de forma orgánica, crecer mediante adquisiciones y recompensar al accionista. Y todo depende de que los incentivos estén alineados y de la personalidad de quienes toman las decisiones clave: está claro que hay que evitar a los ‘constructores de imperios’ y a quienes solo buscan enriquecerse personalmente”. Pablo Martínez Bernat recuerda que Buffett siempre alabó la obra de **William N. Thorndike**, en la que se destacan ocho perfiles directivos por “su atino como asignadores de capital”. Se refiere a *The Outsiders*, en el que el autor analiza a ocho directivos no muy conocidos que obtuvieron magníficos resultados en escenarios muy distintos.

Marc Garrigasait relativiza la importancia de este tercer criterio y, en su opinión, “no debe pesar más del 10% del conjunto de variables analizadas, aunque la integridad en los directivos y propietarios es una condición necesaria”. Y para apoyar esta opinión recuerda lo que dijo Buffett: “Procuro comprar acciones de empresas tan buenas que hasta un idiota pueda dirigir las. Porque, tarde o temprano, uno lo hará”. **Mariano Arenillas** añade un matiz: “Buffett valoraba enormemente la integridad y la capacidad de liderazgo, pero todos somos humanos, así que cualquier evaluación basada únicamente en interacciones personales será necesariamente subjetiva”.

¿Quién será el sucesor de Buffett?

📌 **El verdadero sucesor de Buffett no será Greg Abel**, a quien ha cedido su testigo como CEO de Berkshire Hathaway. Será aquel que se convierta en referente de una sociedad como la norteamericana donde los éxitos se miden por el número de ceros que tiene el total de su patrimonio. Alguien por encima de la reputación de cualquier político que puede permitirse desde dar consejos con una cierta sabiduría y humor para transmitir la herencia a los hijos y señalar a un país o un sector económico que ofrecen oportunidades de inversión futura.

📌 No será fácil, sin duda, suceder a Buffett. Uno de los favoritos es **Bill Ackman** (59), fundador en 2004 de Pershing Square Capital Management y que se declara seguidor de Warren Buffett desde que apenas tenía 20 años.



Bill Ackman atrae la atención de quienes buscan un sucesor de Buffett.

📌 Cuenta ya con 1,7 millones de seguidores en X y atrae gran número de inversores en la celebración de su junta, que se celebra en Londres. Ahora, uno de sus principales objetivos es crear una sociedad, a imagen y semejanza de Berkshire Hathaway, para adquirir participaciones de control en empresas tanto públicas como privadas.

📌 Sus fondos han logrado un rendimiento anual superior al 19% desde su creación en 2004. La gran diferencia es que

Ackman solo gestiona 16.200 millones de dólares en activos, mientras que la capitalización bursátil de Berkshire es de 1,03 billones de dólares.

📌 Su clara apuesta por Trump antes de las elecciones y sus posteriores críticas ante la política de aranceles del presidente estadounidense no le ayudan mucho a fraguar ese perfil de sucesor. Tampoco las críticas a la Universidad de Harvard ante el contencioso de esta última con la administración de Trump. ✨

Sé amable

Pero el método Buffett es algo más que seguir a rajatabla esos tres principios básicos y, por eso, seguirá muy presente en la mente de inversores, analistas y gestores durante mucho tiempo. Lo tiene muy claro **José María Luna**, de Luna & Sevilla Asesores Patrimoniales, cuando afirma que “ante las dudas, el ruido o la incertidumbre nos seguiremos preguntando: ¿Qué haría Warren Buffett? Porque todo inversor que aspire a la grandeza terminará, tarde o temprano, mirando hacia Omaha en busca de una señal, al mismo estilo que hacían los

antiguos griegos al consultar el oráculo en busca de certezas”.

Y es que a Warren le bastó un pequeño y modesto escritorio en Omaha, donde anualmente han acudido miles de peregrinos a escucharlo, a los que nunca defraudó. Siempre tenía un mensaje para que volvieran contentos y satisfechos a su lugar de procedencia. Como transmitió en la última reunión en la que anunció su despedida: “Sé amable y el mundo estará mejor. Yo no estoy seguro de que el mundo esté mejor si soy más rico”. Ha sido, sin duda, un gran inversor, pero también el gran filósofo de la inversión. ●

La opinión de los profesionales

Un inversor que deja escuela

Casi una veintena de profesionales que ejercen su actividad en España se posicionan ante las tres grandes premisas sobre las que Buffett cimentó su gran imagen de inversor. Algunos subrayan su total vigencia en los singulares momentos que vivimos; otros, las matizan. Pero, en cualquier caso, reconocen su clarividencia y su gran aportación al mundo de la inversión.

CUESTIONARIO

01 ¿Cree que el enfoque de "comprar y mantener" a largo plazo sigue siendo aplicable en un mercado cada día más volátil y tecnológico?

(Buffett se basaba casi exclusivamente en el análisis fundamental y el valor intrínseco).

02 ¿Qué peso debería tener el análisis fundamental frente al análisis técnico en la toma de decisiones de inversión?

(Buffett evitaba el "market timing" y apostaba por la paciencia y la disciplina).

03 ¿Qué importancia le da a la evaluación del equipo directivo de una empresa, tal y como lo hacía Buffett antes de invertir?

(Buffett valoraba altamente la integridad y la capacidad del liderazgo).



Mariano ARENILLAS
DWS

01 Los cambios en la dinámica del mercado en las últimas décadas hacen que un enfoque paciente y disciplinado de "comprar y mantener" a largo plazo sea más valioso que nunca... si se sabe aplicar.

02 El análisis fundamental ha evolucionado mucho y se ha vuelto cada vez más cuantitativo y automatizado. Esto significa que ahora resulta más difícil identificar oportunidades de inversión atractivas que el resto del mercado no haya identificado previamente.

03 Buffett valoraba enormemente la integridad y la capacidad de liderazgo, pero todos somos humanos, así que cualquier evaluación basada únicamente en interacciones personales será necesariamente subjetiva.



Xavier BRUN
TREA AM

01 Warren Buffett y Charlie Munger, nos enseñaron que lo importante es comprar buenos negocios capaces de aumentar beneficios a largo plazo. Para períodos de 10 años, el 85% de la rentabilidad viene explicada del crecimiento de los beneficios, el 15% de haber comprado barato.

02 Cuando me siento delante un cliente y les explicas los negocios, qué hacen, cómo lo hacen y para quién lo hacen, su entendimiento hace que aumente la confianza en la gestión.

03 Haciendo analogía con la F1, uno puede tener un equipo que te entregue un coche super competitivo, pero si el piloto que lo lleva no es bueno, no obtendrá la máxima rentabilidad.



Josep CODINA
GINVEST

01 El enfoque puede mantenerse vigente, pero condicionado a la capacidad del inversor de poder asignar sus recursos de capital de forma eficiente para conseguir sus objetivos de rentabilidad.

02 Dependerá del plazo al que se plantea mantener la inversión. Si la inversión es puramente táctica u oportunista, la prioridad en este caso será del 95% de la evaluación técnica, dejando el 5% a la consideración fundamental.

03 Musk es Musk y, a pesar de cómo es, si hay una oportunidad con Tesla, pues se toma. Por tanto, no es algo que pese en las decisiones particularmente.



Ricardo COMÍN
VONTOBEL

01 El enfoque a largo plazo no solo sigue siendo válido, sino que es más necesario que nunca. En un contexto marcado por volatilidad estructural, ya sea por disrupciones tecnológicas, tensiones geopolíticas o incertidumbre macroeconómica, tratar de anticipar movimientos del mercado es extremadamente complejo y arriesgado.

02 El análisis fundamental debe tener un peso claramente dominante.

03 Es un aspecto esencial. Para nosotros, la calidad de una empresa no puede separarse de la calidad de su equipo gestor. En muchos casos, una gran idea de negocio no se convierte en una gran inversión si no hay un liderazgo sólido que la ejecute con responsabilidad.



Víctor DE LA MORENA
AMUNDI IBERIA

01 Es perfectamente aplicable en este momento. Es muy importante tenerlo ahora en mente.

02 El análisis fundamental es el que te permite determinar el valor de los activos y por tanto las oportunidades y el posicionamiento estratégico de la cartera. El análisis técnico te puede dar niveles a corto plazo muy útiles para decisiones tácticas y coberturas. Cualquier intercambio de roles te puede meter en problemas.

03 Ahora todo el mundo habla de este aspecto. Buffet fue un adelantado a su tiempo y evidenció que este aspecto es y seguirá siendo fundamental en la valoración de las compañías.



**Iván
DÍEZ SAINZ**
LA FINANCIÈRE DE
L'ÉCHIQUIER

01 La situación actual del mercado no es optimista, pero mantenemos una filosofía de inversión basada en la paciencia y disciplina, al estilo Warren Buffet. Creemos que los eventos externos no deben alterar nuestras convicciones.

02 El análisis fundamental debe ser la principal herramienta para decidir dónde invertir, pues a la hora de invertir lo hacemos en empresas reales con resultados concretos.

03 Las empresas son las personas que las conforman. Conocer quién está detrás permite entender mejor la organización y su funcionamiento, por lo que consideramos que conocer al equipo directivo es esencial.



**Jesús
DOMÍNGUEZ**
VALENTUM AM

01 Dejar tiempo a que un buen negocio de sus frutos es la mejor estrategia para conseguir resultados extraordinarios. Ahora, todo ocurre muy rápido, los nuevos negocios crecen rápido, muchos sufren de forma inmediata y la información fluye de forma inmediata.

02 Con el análisis técnico los inversores hacen apuestas en función de un patrón, mientras que con el fundamental se busca

encontrar un activo que aporte una rentabilidad futura creciente o sostenible.

03 Las personas son clave en las empresas. Son las que deciden la estrategia de producción y marketing, la política financiera, la gestión del circulante y el foco en rentabilidad.



**Óscar
ESTEBAN**
FIDELITY INTERNATIONAL

01 El enfoque de “comprar y mantener” es más importante que nunca en estos mercados cada vez más volátiles.

02 El análisis fundamental es la clave en la toma de decisiones de inversión. El análisis técnico complementa en ocasiones nuestra visión, pero nunca la define.

03 Valoramos la profesionalidad, honestidad y liderazgo de los directivos de cada empresa que analizamos, dado que estos factores influyen directamente en la ejecución estratégica y la creación de valor a largo plazo.



**Marc
GARRIGAIT**
KOALA CAPITAL SICAV

01 La variable clave para obtener una excelente rentabilidad a medio y largo plazo es reducir el riesgo de pérdida en tus decisiones. Es una filosofía principal de Buffett y Munger.

02 Solo contemplamos el análisis fundamental y reposado como método consistente.

03 No debe pesar más del 10% del conjunto de variables analizadas, aunque la integridad en los directivos y propietarios es una condición necesaria. Como dice Buffett: “Procuro comprar acciones de empresas tan buenas que hasta un idiota pueda dirigir las. Porque, tarde o temprano, uno lo hará.”



**José María
LUNA**
LUNA SEVILLA ASESORES
PATRIMONIALES

01 Que la innovación tecnológica esté cada día más presente en el mundo de la inversión no está reñido con el enfoque a largo plazo ni con los pilares que definen la estrategia de Buffet: disciplina, humildad, autoanálisis y capacidad de actuar racionalmente ante el ruido del mercado que nubla la razón colectiva.

02 Si la cartera de productos financieros depende más del gráfico que del negocio subyacente, entonces se estará jugando y no invirtiendo. Ambos análisis son necesarios y complementarios.

03 Sintiéndome muy identificado con Buffett, creo que es fundamental dedicar tiempo y recursos a conocer y evaluar al equipo gestor de cualquier tipo de negocio.



**David
MANSO**
CAIXABANK AM

01 No es que siga siendo aplicable: es que lo es aún más. En situaciones como la actual, con un liderazgo tan concentrado en un puñado de acciones, el diferencial entre el precio de algunos activos y la valoración de estos puede ser más duradero de lo habitual.

02 En palabras de Buffet, y en lo referente al análisis técnico, su analogía no puede ser más acertada: “No puedes leer la línea de flotación de un barco mirando las olas”.

03 En el gobierno de una empresa empieza todo. Podríamos decir que si no tienes un buen piloto dará igual el coche, ya que en cualquier momento se “estrellará”.



**Tomás
MARAVÉR**
MARTEX

01 El enfoque es muy válido, pero además hay que aprovechar la estructura de este mercado, como hacía Buffett en las crisis, aumentando su rotación.

02 El análisis fundamental es nuestro único foco. El análisis técnico funcionó durante décadas gradualmente sofisticándose y ahora son las estrategias cuantitativas con cientos de millones de inversión las que se benefician de esta estrategia de inversión.

03 Es una parte primordial de nuestro análisis y con frecuencia difícil de evaluar porque, si han llegado a gestionar grandes empresas, suelen venderse muy bien.



Pablo MARTÍNEZ BERNAT
TREA AM

01 El efecto acumulado a largo plazo de no generar ganancias de capital es muy positivo por razones fiscales. Hay otra gran ventaja de invertir a muy largo plazo y es que el tiempo es el aliado de los grandes negocios.

02 No conozco a nadie que usando el análisis fundamental y con disciplina psicológica coseche malos resultados invirtiendo. En cambio, casi todas las personas que pierden dinero en Bolsa que he conocido lo hacían usando el análisis técnico.

03 Más allá de buscar gestores honrados, que es el mínimo a exigir, debemos de juzgar su excelencia como operadores de los negocios, pero sobre todo su atino como asignadores de capital. Ese es el aspecto en el que sobresalían los 8 perfiles directivos que destaca Thorndike en su obra imprescindible y que el propio Buffett ha alabado.



Mikel NAVARRO
BBVA AM

01 Invertir y largo plazo van de la mano. Decía Buffett que "el largo plazo es el aliado del buen inversor". Una inversión en una compañía con rentabilidad superior a su coste de capital muestra con el paso de los años el poderoso efecto del interés compuesto.

02 El análisis fundamental es un pilar esencial en el proceso de inversión. Los factores

cualitativos son los que en última instancia determinan los resultados cuantitativos a largo plazo en una inversión.

03 Es básico evaluar al equipo directivo: conocer su educación y su trayectoria profesional. Importante analizar la asignación de capital, su comunicación con los accionistas o el esquema de remuneración.



Jaume PUIG
GVC GAESCO GESTION

01 El enfoque de "comprar y mantener" sigue siendo totalmente vigente. Cualquier rotación de la cartera superior a un 0,25 anual, de media, suele denotar un déficit de análisis financiero previo.

02 No utilizamos nunca el análisis técnico para tomar decisiones, dado que este decide en función del comportamiento pasado de las cotizaciones. El análisis técnico constituye una de las modalidades que existen de la "inversión de retrovisor".

03 Hay que evitar, a toda costa, las decisiones del equipo directivo que puedan estar basadas en la maximización de sus bonus a corto plazo, extremadamente nocivas para los inversores.



Mario RAPPANELLO
MEDIOLANUM

01 La filosofía de Buffett no ha perdido vigencia. Es más necesaria que nunca. Vivimos en un entorno de inmediatez, sobreinformación y volatilidad. Las reacciones de los inversores ante eventos económicos y geopolíticos son ahora más emocionales que años atrás.

02 Si hablamos de construir una cartera sólida, diversificada y a largo plazo, el análisis fundamental es clave. Sin embargo, no debemos desdeñar el análisis técnico, que es una herramienta de control respecto a los sentimientos del mercado.

03 La componente humana es primordial. Detrás de todas las empresas hay personas, con valores, tomando decisiones. No es solo lo que hace una empresa sino cómo y quién lo hace.



Christian SCHNEIDER & Tobias KHOLS
ALLIANZ GI

01 Buffett decía que su "periodo de tenencia preferido es para siempre". ¿Por qué interrumpir el efecto del interés compuesto de una gran empresa que ya está funcionando?

02 Para hacer estimaciones sobre el futuro, el análisis fundamental es imprescindible. No se limita solo a consultar datos e informes históricos: también incluye estudiar el entorno competitivo y la estructura del sector.

03 En sus informes anuales, junto a Charlie Munger, deja claro que la calidad de la gestión es fundamental, especialmente cuando hablamos de decisiones sobre la asignación del capital. Una mala gestión puede destruir rápidamente gran parte del valor para los accionistas.



Domingo TORRES
LAZARD AM

01 Solo los gestores activos son capaces de no sucumbir a los efectos moda y buscar aquellas empresas que sobrevivirán y serán punteras en el futuro. Decía Coco Chanel que "la moda pasa de moda, el estilo jamás".

02 Nuestras estrategias mantienen una filosofía de inversión basada en un análisis fundamental que evalúa la relación entre la productividad financiera y la valoración.

03 La calidad del equipo directivo y la organización de la gobernanza son elementos clave de nuestras inversiones. Estudiamos la trayectoria de cada uno de los directivos y tratamos de reunirnos con ellos siempre que es posible. Cuando tenemos dudas, no invertimos.

Un rey que ya no protege: ¿qué hacer ante la debilidad del dólar?

Las políticas de Trump están cambiando la naturaleza defensiva del billete verde, aunque su papel de moneda de referencia no peligra gracias a su inmensa liquidez y la falta de alternativas. Algo hay que hacer ante esta nueva situación a la hora de adoptar decisiones de inversión. Por **VICENTE VARÓ**.

Algo sí se rompió el pasado 2 de abril. Aunque las bolsas hayan recuperado terreno desde entonces, e incluso hayan alcanzado máximos, aquel frenético día de la liberación dejó un gran daño colateral.

Mientras Donald Trump blandía sus tablas de la ley arancelaria, muchos inversores empezaron a temer que el activo más usado del planeta estaba perdiendo una de sus cualidades: “Ha dejado de ser un refugio seguro”, advierten Iñigo

Fraser Jenkins y David Hutchins, gestores de Alliance Bernstein. “Esperamos que el dólar se deprecie, pero lo que de verdad ha cambiado es su riesgo asociado”. Su precio ha pasado a evolucionar de manera más parecida al S&P 500, con lo que deja de descorrelacionarse.

“Nosotros no lo estamos utilizando como refugio ahora; hay activos que protegen mejor, como el oro”, coincide Tomás V. García Purriños, estratega sénior de Santander AM.

“Hay debate”, opina Jaime Martínez, responsable de



Asset Allocation de BBVA AM. “Los últimos meses muestran esa alteración, pero la historia recuerda que en las crisis se aprecia. Dependerá de qué cause la tensión, si las políticas de EE. UU. u otro factor”, apunta.

Un activo de riesgo

Las pérdidas del dólar en 2025 duelen. A cierre de agosto, el *US Dollar Index*, que mide su evolución frente a una cesta de divisas, perdía un 10% en 2025, y frente al euro cae más de un 11%. Una depreciación con impacto en las carteras de los inversores europeos, que se preguntan por qué no sube su fondo si Wall Street marca máximos.

Este viento en contra sopla a favor en los últimos años. “El dólar estadounidense había añadido

→ LA DEPRECIACIÓN tiene impacto en las carteras de los inversores europeos, que se preguntan por qué no sube su fondo si Wall Street marca máximos.

un 2,4% anual adicional para los inversores en euros desde 2010”. Pero ahora ha girado, y “es posible que esta tendencia persista en el futuro”, añaden desde JPMorgan AM, ante “las agresivas políticas comerciales y fiscales del nuevo gobierno estadounidense”.

Una agresividad que también se traslada a la política monetaria. En su afán por tener tipos más bajos, Donald Trump ha lanzado

una campaña para controlar la Reserva Federal. Ha criticado sin descanso a su presidente, **Jerome Powell**, al que se refiere como Mr. Too Late (el señor tardón), e incluso le ha llamado “estúpido”.

No se ha atrevido a despedirle por ahora (se acaba su presidencia en mayo de 2026), como sí ha hecho este agosto con **Lisa Cook**, nombrada gobernadora bajo la administración **Biden**. La excusa: una supuesta actuación ilícita en la contratación de sus hipotecas, pero con la auténtica intención, nada disimulada, de nombrar a otro gobernador más afín.

Pérdidas... de credibilidad

La pérdida de independencia de la Fed “afectaría directamente uno de los

pilares para que una divisa se considere moneda de reserva: la voluntad política de que lo sea, respaldada por la credibilidad de sus instituciones”, según García Purriños.

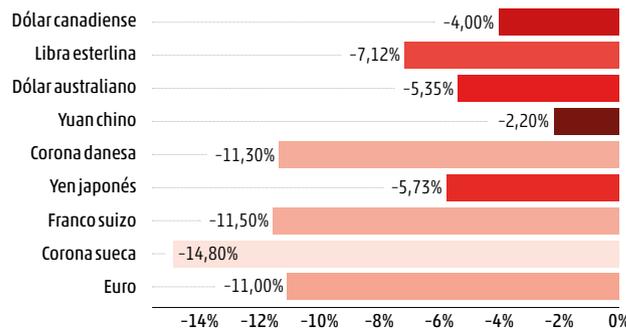
“Cuando la credibilidad de un banco central se ve amenazada, la curva de tipos tiende a empinarse, por el aumento de la prima de riesgo en la parte larga. Los riesgos de inflación aumentan y la moneda se debilita”, explica **Benoit Anne**, Senior Managing Director en MFS Investment Management. Una tensión que ya cotiza, con el rendimiento del bono estadounidense a 30 años cerca del 5%. Aunque con **Joe Biden** ya superó esa cifra, por la preocupación en torno al déficit y el endeudamiento. “La deuda del gobierno de EE. UU., de 37 billones de dólares, ya supera el PIB conjunto de China, Alemania e India”, señalan desde Bank of America.

La excepción deja de ser la regla

“Es como una persona rica, que puede mantener su tren de vida porque le prestan dinero sin problema. Pero, si de pronto, te conceden los créditos con menos alegría... Impacta. Es un punto de vulnerabilidad”, avisa **David Cano**, director general en AFI Inversiones.

Hasta ahora, los ‘prestamistas’ asumen ese riesgo por su condición de →→→

● UNA CAÍDA GENERALIZADA (Evolución del dólar frente a las principales monedas desde 31/12/2024 a 04/09/2025)



Fuente: Google Finance.

→→→ mayor economía del mundo y la más dinámica: el excepcionalismo estadounidense.

Pero los excesos y los bandazos de Trump minan la fe. “La gente empieza a percibir que no es tan seguro. Todos hemos reducido algo la exposición. Nosotros hace unos meses teníamos un 55% en dólar, ahora hemos bajado del 50%”, concreta Cano.

Marc Garrigasait, gestor de Koala Capital, también: “En enero, nos cubrimos y acertamos. Nuestra teoría es que, como no le bajan los tipos, él quiere hacer caer el dólar en picado. Es puro populismo. Devaluar la divisa para tener un impulso económico a corto plazo”. Como ellos, una legión. Según la encuesta de gestores de Bank of America, en agosto de 2025 el dólar se había convertido en la posición más infra ponderada en las carteras.

Cortos... Y cambio

Una cifra tan “histórica”, que hasta resulta excesiva a **Rafael Hurtado**, CIO de Allianz Soluciones de Inversión. “A mí ya estar negativo en dólar me cuesta. Hay escepticismo, pero esas dudas ya están en precio”, afirma.

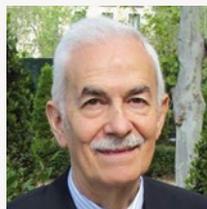
En Santander AM y BBVA AM también han cancelado en las últimas semanas sus posiciones bajistas, para ponerse neutrales, porque el euro/dólar se había acercado a sus niveles tácticos



BENOIT ANNE

(MFS IM)

“Cuando la credibilidad de un banco central se ve amenazada, la curva de tipos tiende a empinarse, por el aumento de la prima de riesgo en la parte larga”.



JUAN IGNACIO CRESPO

(ANALISTA ECONÓMICO Y MATEMÁTICO)

“Es evidente que el dólar va a seguir siendo el rey durante mucho más tiempo. No hay alternativas reales”.



JAIME MARTÍNEZ

(BBVA AM)

“A la hora de crear una cartera de renta variable mundial, no dejaría el 70% que pesa la renta variable estadounidense libre, sujeta a la fluctuación del dólar sin cobertura”.



DANIEL SANCHO

(MAPFRE)

“En perfiles más decididos o de largo plazo, no nos gusta cubrir. Pero en perfiles prudentes y de corto plazo sí estamos cubriendo”.

del 1,20 y 1,18, respectivamente. Aunque a largo plazo ven razones para seguir prudentes con el billete verde. “La principal, que tenerlo débil es un objetivo económico de la administración Trump”, recuerda García Purriños.

¿Cuánto vale el dólar?

“Para nosotros, el tipo de cambio de equilibrio está en 1,26 dólares por 1 euro”, detalla David Cano frente a los 1,16 actuales: “Como mínimo debería irse por debajo de ese nivel”. Para Marc Garrigasait,

“podría irse a 1,25 o 1,30 en dos años frente al euro. Aunque dependerá de si hay crisis o no en Europa”, matiza. Para los expertos de JPMorgan AM, el deterioro podría extenderse hasta 1,29 dólares a largo plazo: “Según nuestra publicación 2025 Long-Term Capital Market Assumptions (LTCMA), estimamos que el dólar sigue sobrevalorado en un 13% frente al euro”.

¿Cubrir o no cubrir?

Vender los activos estadounidenses para evitar el riesgo divisa sería como

matar al perro para acabar con la rabia. ¿La solución? “Hay evidencia creciente de grandes inversores no estadounidenses aumentando la cobertura frente al dólar, como el plan de pensiones de Dinamarca”, explican desde AllianceBernstein.

¿Qué debería hacer el inversor europeo? Sacar la calculadora. Porque el ‘seguro’ está muy caro: para un inversor en euros, le cuesta ahora mismo casi un 2,5% anual.

Para JPMorgan AM, depende de la velocidad con la que se recorra ese camino a la baja: “En nuestro escenario principal, en el que la economía estadounidense se desacelera, pero evita la recesión, el dólar se depreciaría de forma gradual en los próximos años frente a la mayoría de sus pares. Las estrategias de cobertura pueden parecer poco atractivas en este escenario, dada la elevada prima”, explican.

Daniel Sancho, responsable de inversiones de Mapfre Gestión Patrimonial, también pone un depende, pero lo vincula al perfil de riesgo: “En perfiles más decididos o de largo plazo, no nos gusta cubrir porque, a largo plazo, si estás invertido en dólares, se va a mover en unos rangos que no merece la pena pagar la cobertura. Pero en perfiles prudentes y de corto plazo sí estamos cubriendo”, explicaba en un reciente episodio del podcast *Finect Alpha*.

Según **Jaime Martínez**, de BBVA AM, “a la hora de crear una cartera de renta variable mundial, no dejaría el 70%

que pesa la renta variable estadounidense libre, sujeta a la fluctuación del dólar". "Debes tener en cuenta el escenario de que el dólar se puede depreciar. Cubriría claramente, por lo menos, la mitad", concreta.

La cobertura sí compensaría y con creces, explican desde JPMorgan AM, si la depreciación se acelerase, si asistiéramos a una venta desordenada de dólares y de activos.

¿El peor escenario?

"Algo muy exagerado", imagina David Cano: "Que en EE. UU. se vuelvan locos,

El oro vuela entre las alternativas

● **Mientras el dólar pierde brillo, el oro recupera protagonismo como reserva global. En 2024, las compras de bancos centrales marcaron récord por tercer año consecutivo, con más de 1.000 toneladas anuales. Las reservas mundiales superan ya las 36.000 toneladas, lo que da al metal un peso superior al 20% en el conjunto de activos de reserva, por encima del euro.**

● **Un apetito que ha impulsado al oro a máximos históricos, por encima de los 3.500 dólares la onza. La plata también muestra un fulgor espectacular, con una subida del 40%. Los fondos y ETF que**

invierten directamente en estos metales o en las mineras están disparados. Estos últimos registran avances promedio cercanos al 70%, con algunos ganando más del 80%, como el Schroder ISF Gold Fund o el Franklin Gold & Precious Metals Fund. Entre las divisas, hay alternativas parciales como activo refugio más fiables, como el franco suizo, según García Purriños, de Santander AM. Mirando más allá, activos reales: "Activos físicos que no se imprimen. Tener solo activos financieros es cada vez más peligroso", afirma Marc Garrigasait. *

se peguen un tiro en el pie y se conviertan en una república bananera, en la que la gente pueda pensar que se puedan llegar a tomar medidas como congelarte los depósitos... Se cargarían la economía".

Un riesgo improbable, pero no inexistente, según Amadeo Alentorn, gestor de Jupiter AM. En un reciente análisis dibuja un escenario hipotético de choque geopolítico, inflación desatada y polarización política en EE. UU., que coincidiría con el impulso de una alternativa auspiciada por los BRICS y cuestionaría incluso el estatus de referencia del dólar. →→→

¿Te importan los dividendos cuando eliges un ETF?

ETFs Quality Income de Fidelity

Un medio de bajo coste y transparente de obtener una exposición pasiva diversificada a empresas de alta calidad que pagan dividendos, aprovechando los análisis activos de Fidelity.



Toda la información de los ETFs Quality Income de Fidelity en este QR



El valor de las inversiones que generan dividendos puede bajar tanto como subir, por lo que usted/el cliente podría no recuperar la cantidad invertida.

Las inversiones deben realizarse teniendo en cuenta la información en el folleto vigente y en el documento de datos fundamentales para el inversor (DFI), que están disponibles gratuitamente junto con los informes anuales y semestrales a través de nuestros distribuidores y nuestro Centro Europeo de Atención al Cliente: FIL (Luxembourg) S.A. 2a, rue Albert Borschette BP 2174 L-1021 Luxembourg, así como en www.fondosfidelity.es. Fidelity/FIL es FIL Limited y sus respectivas subsidiarias y compañías afiliadas. Fidelity UCITS ICAV está registrada en la CNMV con el número 1572. FIL Fund Management (Ireland) Ltd. se reserva el derecho de poner fin a las disposiciones adoptadas para la comercialización del subfondo y/o de sus acciones de conformidad con el artículo 93 bis de la Directiva 2009/65/CE y el artículo 32 bis de la Directiva 2011/61/UE. Este cese se notificará previamente en Irlanda. Fidelity, Fidelity International, el logotipo de Fidelity International y el símbolo F son marcas registradas de FIL Limited. Emitido por FIL (Luxembourg) S.A. CS1058 CEM23UK0308

→→ ¿Realmente pelagra esta cualidad a favor de otra divisa, del oro o de las cripto-divisas?

El trono no está en juego

“Fantasías de gente a la que no le gusta EE. UU. por motivos políticos o quizá económicos”, afirma **Juan Ignacio Crespo**, matemático y analista económico. “Es evidente que el dólar va a seguir siendo el rey durante mucho más tiempo”, pronostica. No hay alternativas reales, coinciden casi todos los expertos.

Su dominio sigue siendo categórico. Se utiliza en el 88% de las transacciones de divisas, según el BIS (aunque el informe es de 2022), y domina con claridad las reservas internacionales. Eso sí, perdiendo parte de la distancia que lleva al pelotón. En 2024 bajó hasta el 57,8%, según datos de Cofer (organismo del FMI), cuando cinco años antes, en 2019, estaba por encima del 64%.

Una bajada que se explica en parte por la reacción de muchos países a la utilización como *arma* del billete verde en la guerra de Ucrania.

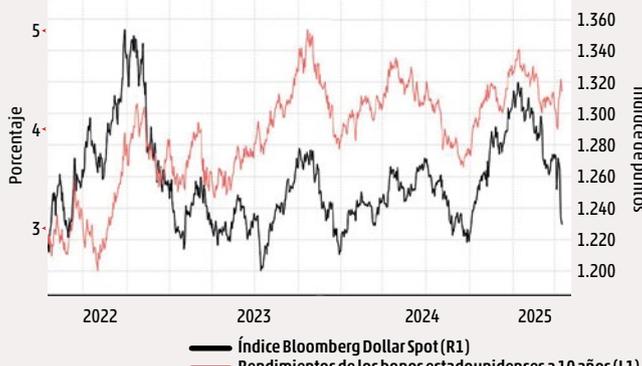
En 2022, una de las primeras represalias de EE. UU. contra Rusia fue congelar sus activos en dólares, para ahogar su capacidad de gasto y asfixiar su financiación. “Esto aceleró los esfuerzos, particularmente de China y Rusia, de encontrar sistemas de pagos alternativos fuera del alcance de Estados Unidos”, explican

➤ Ruptura de la correlación negativa dólar / S&P 500



Fuente: Bloomberg, Macrobond, TD Securities.

➤ DÓLAR Y BONOS, CADA UNO POR SU LADO (Los últimos meses muestran una evolución muy distinta a la habitual)



Fuente: Bloomberg.

Iñigo Fraser Jenkins y David Hutchins. “Plantear el contexto geopolítico actual como una nueva guerra fría entre Estados Unidos y China implica que habrá una mayor presión para que las naciones busquen alternativas al dólar”, añaden.

Sin ansiedad

Todo apunta a una mayor debilidad del dólar pero que podría darse “sin dramas”, como dice García Purriños. “En la historia, nunca una divisa ha dejado de ser moneda de reserva en dos años... Otra cosa es en un periodo de 60 años”. Coincide **Johanna Kyrklund**, directora de inversiones del Grupo Schroders: “Estos cambios llevarán tiempo. El dólar sigue ofreciendo una liquidez sin precedentes, por lo que hay que tener cuidado y no exagerar esta situación”, recuerda.

El rey mantiene su corona, pero cada vez brillará menos. ●

Activos digitales, el aliado sorpresa

■ **No, Bitcoin** no va a ser la alternativa al dólar en el comercio ni como activo refugio. Pero, irónicamente, el mundo que originó se está convirtiendo en un gran aliado del dólar gracias a las *stablecoins*. Estas divisas se crearon como solución a la alta volatilidad de Bitcoin y Ethereum. Son activos digitales que corren en redes *blockchain*, pero con valor vinculado a monedas tradicionales.

■ **“Como el dólar**, pero a la velocidad de la luz y con usabilidad mundial. La accesibilidad en emergentes es inminente”, explica **Rubén Ayuso**, cogestor del A&G Criptomonedas. “Un argentino puede usar el dólar vía *stablecoins* sin límite, mientras que el físico lo tiene capado”, ilustra.

Los Estados podrían ver esta especie de dinero privado como una amenaza, pero Trump y su

equipo han arrimado la ascua a su sardina. EE. UU. aprobó en julio la Ley Genius, que obliga a las empresas a respaldar sus *stablecoins* en dólares con deuda de EE. UU. “Aunque muchas ya lo hacían antes”, dice Ayuso. Y van a comprar mucho.

■ **Las stablecoins** mueven ya 240.000 millones de dólares, casi el doble que hace un año, y, según el secretario del Tesoro de EE. UU., **Scott Bessent**, rondarán los 2 billones de dólares en 2028. China, hasta ahora escéptica, ha desvelado que los está estudiando para que el renminbi no se quede atrás.

■ **En EE. UU.** hay críticos, como el economista **Kenneth Rogoff**, que avisan de menores ingresos fiscales porque se usarán para la economía sumergida. Aunque para eso ya estaba el dólar, solo que en su versión clásica. ✱

El cambio crea oportunidades

→ **Saca partido a la disrupción. Descubre Allianz Global Artificial Intelligence y únete a los líderes del cambio.**

La Inteligencia Artificial es una de las tecnologías disruptivas de nuestra era. Influye sobre todos los aspectos de nuestra vida y sobre todos los sectores, no solo el tecnológico. Desde la experiencia de los consumidores y los modelos de negocio hasta la forma en las que nos relacionamos. Todo está en constante cambio. A medida que la IA transforma los modelos tradicionales, los inversores tendrán que ir un paso por delante para aprovechar las nuevas oportunidades de crecimiento.

Esto es una comunicación publicitaria. Consulte el documento informativo del fondo y el documento de datos fundamentales para el inversor antes de tomar una decisión final de inversión. Las inversiones en instituciones de inversión colectiva conllevan riesgos. Las inversiones en instituciones de inversión colectiva y los ingresos obtenidos de las mismas pueden variar al alza o a la baja dependiendo de los valores o estimaciones en el momento de la inversión y, por tanto, Usted podría no recuperar su inversión por completo. Las opiniones y los pareceres expresados en el presente documento, que están sujetos a cambio sin previo aviso, corresponden a las sociedades emisoras en el momento de la publicación. Los datos utilizados se han obtenido de diversas fuentes y se consideran correctos y fiables en el momento de la publicación. Las condiciones de cualquier oferta o contrato subyacente que se haya realizado o celebrado —o que se pueda realizar o celebrar— prevalecerán. Esto es material publicitario emitido por Allianz Global Investors GmbH, www.allianzgi.com, con domicilio social en Bockenheimer Landstrasse 42-44, 60323 Fráncfort/M, supervisada por la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. El Resumen de los derechos de los inversores está disponible en inglés, francés, alemán, italiano y español en <https://regulatory.allianzgi.com/en/investors-rights> Allianz Global Investors GmbH tiene una Sucursal en España, con domicilio en Serrano 49, 28001 Madrid que está inscrita en el Registro de la Comisión Nacional del Mercado de Valores con el número 10. No está permitida la duplicación, publicación o transmisión de su contenido, independientemente de la forma. Ad Master 3085001

Deuda pública: entre el temor y la duda

Las principales instituciones económicas y financieras mundiales, como el FMI o la OCDE, han publicado informes y análisis en 2025 que abordan los riesgos y desafíos del creciente nivel de deuda pública global y su necesidad de financiación y reducción. ¿Qué significa esto para las carteras de los gestores? Por **CRISTINA JIMÉNEZ**.

Vivimos en un mundo endeudado. Allá donde miremos, las economías arrastran una carga difícil de afrontar y que cada día se hace más grande. La deuda pública global rompió récords en 2023 al tocar los 97 billones de dólares y lo volvió a hacer en 2024 cuando ascendió a un total de 102 billones de dólares. Esta cifra representa aproximadamente el 93% del PIB mundial.

El endeudamiento en las economías del G7 se acerca a niveles vistos solo tras grandes guerras y crisis globales. Los países con altos niveles de deuda enfrentan dificultades que afectan a su propia capacidad para generar crecimiento económico.

En una reciente publicación, el FMI advertiría que “es probable que el nivel de deuda pública mundial sea peor de lo que parece” y que “para que la probabilidad de estabilizarla o reducirla sea alta, será necesario realizar ajustes fiscales mucho mayores de los previstos”. Algo que en tiempos de guerra, proteccionismo e inflación no está en el menú de casi ningún país.

Para el organismo internacional, las perspectivas fiscales de muchos países podrían ser peores de lo esperado por tres motivos: las grandes presiones sobre el gasto, el sesgo optimista de las proyecciones de deuda y la deuda no identificada de forma fehaciente.

“En los países en los que no se espera una estabilización de la deuda, como China y Estados Unidos, el

esfuerzo necesario es sustancialmente mayor. Sin embargo, estas dos economías tienen a su disposición muchas más opciones de política monetaria que otros países”, escriben los economistas del FMI, dando espacio a la esperanza.

A escala global, la situación más alarmante corresponde a Estados Unidos, cuya deuda asciende a 34 billones de dólares, con una ratio del 124% del PIB, lo que refleja la magnitud del desafío financiero que afronta la principal economía mundial.

Velocidad y volumen de endeudamiento

De esta manera, los países tradicionalmente conside-

rados refugios seguros para la inversión en deuda pública –Estados Unidos, Japón y Alemania– han entrado en el centro del debate mundial sobre la sostenibilidad de sus finanzas. El elevado porcentaje de deuda respecto a su PIB y la predisposición de sus gobiernos a incrementarla, en parte por reformas fiscales y presiones demográficas, han generado nuevos riesgos y dudas entre analistas e inversores.

Si bien estos países mantienen una gran capacidad para emitir deuda, la velocidad y el volumen del endeudamiento actual son motivos crecientes de preocupación. Varias reformas fiscales propuestas o ya implementadas en estos países prevén incrementos adicionales de la deuda en los próximos años.



En el caso de Estados Unidos, la extensión de exenciones tributarias, el aumento del gasto público y la presión por financiar áreas clave como la defensa, la sanidad o la lucha contra la migración han elevado las previsiones de déficit fiscal hasta niveles poco vistos, en un entorno en el que el coste de financiar la deuda ha subido por el nivel de los tipos de interés.

“Si no se controla, consideramos que la deuda

representa el mayor riesgo para el estatus especial de Estados Unidos en los mercados financieros. Este país tiene las mayores necesidades de financiación (como porcentaje del PIB) entre los países del G7, junto con el vencimiento promedio de deuda más corto, lo que significa que tiene que emitir continuamente nueva deuda para financiar sus obligaciones”, advierte la gestora especializada en ETF, iShares.

En Japón, el país con la mayor deuda pública del mundo, con un 263% de su PIB en 2025, la factura del envejecimiento poblacional y la baja recaudación fiscal obligan a mantener programas de estímulo y ayudas sociales, perpetuando la espiral de deuda.

Alemania tampoco atraviesa una situación fácil a pesar de que el freno constitucional al déficit se ha revisado. Hay numerosas voces que solicitan todavía mayor inversión pública para renovar infraestructuras y sostener la transición energética y digital de la ya aprobada.

“La deuda pública de las economías avanzadas ha seguido una trayectoria

ascendente desde hace más de una década y, en el caso de Estados Unidos, los pronósticos de la Oficina Presupuestaria del Congreso (CBO) sugieren un posible aumento hasta el 200% del PIB para 2050 si no se introducen cambios en la política fiscal actual”, explica **Peder Beck-Friis**, economista de PIMCO.

El experto cree que esto podría traducirse en una curva de rendimiento de los bonos más pronunciada, es decir, en una mayor diferencia entre los tipos de interés de los bonos a corto y a largo plazo. Y esto tendría implicaciones significativas para los gestores de activos y la valoración de instrumentos de renta fija. →→→

→ EL FMI ALERTA de que la deuda pública mundial es más grave de lo que parece y puede exigir ajustes fiscales mayores de los previstos.

→→→ Y es que, a medida que aumenta la ratio deuda/PIB, la prima por plazo tiende a crecer, “ya que los inversores exigen una mayor compensación por mantener bonos a largo plazo en relación con el efectivo y las letras a corto plazo”, concluye Peder Beck-Friis.

Correlaciones entre acciones y bonos

Para **Eric Johnston**, estratega jefe de renta variable y macroeconomía de Cantor Fitzgerald & Co., el rendimiento del bono a 10 años de Estados Unidos, que a principios de septiembre se situaba en torno al 4,3%, presenta cierto riesgo. “Un aumento al 5% –una posibilidad real– podría generar problemas importantes en los mercados de valores, ya que algunos gestores de activos están trasladando su dinero de la renta variable a la renta fija”, dice Johnston. “Y con el rendimiento a 10 años rondando su rango actual, también podríamos ver tasas hipotecarias más altas, lo que posteriormente afectaría a la construcción y frenaría la compra de viviendas”, añade.

La teoría dice que cuando el bono del Tesoro estadounidense a 10 años ofrece más rentabilidad, debería ser más atractivo. Pero justamente ese aumento en rentabilidad



Peder Beck-Friis

(Economista de PIMCO)

“El aumento de la deuda pública podría conducir a una curva de rendimiento más pronunciada”.



Yan Liu

(Economista del FMI)

“Además de emitir más deuda, los países recurren cada vez más a formas de financiación complejas y opacas”.



Darío Messi

(Analista económico de Julius Baer)

“Francia ya paga más que España o Grecia por la deuda de nueva emisión”.

suele reflejar más riesgo percibido o mayores incertidumbres. Y lo mismo sucede en el resto de países.

Cambio en la duración

En este contexto, ¿cómo deberían los inversores gestionar el riesgo de sus carteras? “Los inversores en renta fija estadounidense deberían considerar centrarse en aprovechar las oportunidades de ingresos y rendimiento, limitando su duración a la parte inicial y media de la curva”, escriben **Gargi Pal Chaudhuri** y **Kristy Akullian**, estrategas de renta fija de BlackRock.

Ambas recuerdan que la forma en que una cartera incorpora duración es tan importante como la cantidad total, lo que aboga por una gestión de la curva de rendimiento más activa que la que pueden ofrecer los índices de referencia tradicionales.

“La caída de los tipos y la rígida inflación han creado un desafío para los inversores que buscan ingresos. A medida que bajan los tipos de interés a corto plazo, creemos que los inversores deberían buscar ingresos en otras fuentes”, estiman Chaudhuri y Akullian. “Mantenemos nuestra pre-

ferencia por el segmento de baja volatilidad de tres a siete años”.

Efectivamente, los flujos de ETF sugieren que los inversores están abandonando el tramo largo de los mercados de renta fija. Desde noviembre de 2024, se han producido más de 5.000 millones de dólares en salidas de ETF de bonos del Tesoro estadounidense a largo plazo, frente a 69.000 millones de dólares en entradas de ETF de bonos del Tesoro estadounidense a corto plazo.

En este sentido, Vanguard, el segundo gestor de activos más grande, también ha publicado sobre la dinámica de la deuda estadounidense y sus implicaciones a largo plazo. Sus analistas advierten que, aunque no es para ser “alarmista”, los responsables de las políticas no deben ser “complacientes” y los inversores no deben ignorar la posibilidad de que los rendimientos de los bonos se disparen. Por eso, la preocupación por la sostenibilidad de la deuda es un factor clave en su pronóstico sobre la renta fija para los próximos años.

El FMI vuelve a advertir sobre esto también. “Además de emitir más deuda, los países recurren cada vez más a formas de financiación complejas y opacas. Han aparecido nuevos instrumentos de deuda, como los contratos de deuda garantizados,

→ SURGEN INSTRUMENTOS de deuda más opacos, ligados a asociaciones público-privadas, empresas estatales y fondos de pensiones.

¿Qué pasó con Grecia?

● **Este mes de julio se cumplieron diez años de la petición del tercer y último rescate que Grecia solicitó durante la crisis de deuda europea.** Tras una década marcada por la austeridad, los avances han sido llamativos: en los últimos seis años ha conseguido rebajar su endeudamiento desde el 210% hasta el 153,6% y ha solicitado reembolsar los

31.600 millones de euros restantes del acuerdo sobre el préstamo griego de 2010, una década antes de lo previsto.

● Para **Jakob Suwalski** y **Alessandra Poli**, analistas del sector público y soberano de Scope Ratings, estas decisiones griegas son muestras de los esfuerzos por volver a atraer inversores y hacer

su mercado de deuda pública más profundo.

● **“El Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE, AAA/estable) y el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF, AA+/estable) poseen actualmente cerca de la mitad de la deuda pública griega, ambos con tipos de interés altamente favorables”,** explican Suwalski y Poli.

● **Esta estructura se traduce en bajos costes de servicio de la deuda griega: los pagos de intereses representaron solo el 2,3% del PIB en 2024 y se prevé que aumenten moderadamente hasta el 2,7% en 2030.**

● **Pero las claras ventajas de la deuda concesional de Grecia conllevan también ciertos contrapuntos.**

“El mercado de bonos soberanos griego sigue siendo relativamente poco profundo, lo que dificulta la formación de precios, la construcción de una curva de rendimientos de referencia y, en última instancia, reduce la participación de los inversores y la flexibilidad financiera”, explican los expertos de Scope Ratings. ✱

titulizados y colateralizados vinculados a asociaciones público-privadas, empresas estatales y fondos de pensiones”, escribe **Yan Liu**, asesora y directora del Departamento Jurídico de la institución.

“Debido a la novedad y la complejidad de estos instrumentos, una mayor cantidad de deuda permanece oculta a los responsables políticos y al público. Y, a menudo, sale a la luz demasiado tarde, durante el proceso de reestructuración de la deuda”, explica.

Contagio en Europa

Y, por si fuera poco, dado que el mercado de bonos del Tesoro estadounidense tiene una influencia significativa en otros mercados de renta fija gubernamental, el riesgo geopolítico está ahora incorporado a

los bonos europeos. A mediados de agosto, los mercados sufrieron otro shock: los bonos franceses empezaron a pagar más que los italianos en el mercado secundario. Y esto es mucho decir.

Con un porcentaje estimado del 137% del PIB, la abultada deuda pública de Italia es resultado de décadas de lento crecimiento económico, ineficiencias estructurales y un gasto público consistentemente elevado.

Francia, por su parte, acumula 3,2 billones de euros de deuda, que representan el 112% de su PIB, mostrando una fuerte presión sobre sus cuentas públicas. El país atraviesa una grave crisis política y económica: sin presupuesto, con un gobierno débil y con su economía bajo presión.

Pero lo que inquieta a los inversores son las pre-

visiones y la trayectoria más negativa de Francia que la de Italia: se prevé que supere el 120% hacia finales de esta década. Los análisis ven más preocupantes esta tendencia que el nivel absoluto de la deuda.

De hecho, los mercados reaccionaron al resurgimiento de la inestabilidad política. El diferencial entre los bonos del gobierno alemán y francés a 10 años se disparó hasta casi 80 puntos básicos tras el anuncio del primer ministro **François Bayrou** de que se enfrentaría a una votación de confianza. “Esta cifra sigue estando por debajo de los máximos registrados a finales de 2024; sin embargo, cabe destacar que el diferencial es superior al de sus homólogos en España o Grecia. En otras palabras, Francia paga más que estos países por la deuda de nueva emisión”, dice **Dario Messi**, director

de análisis de Renta Fija de Julius Baer.

Es probable que la volatilidad se mantenga elevada durante un tiempo porque no existe una salida rápida al dilema político actual. “El diferencial adicional de la deuda pública francesa tampoco desaparecerá tan fácilmente”, cree Messi.

Y España tampoco lo está haciendo mejor. En el tercer trimestre de 2024, la deuda pública española alcanzó los 1,62 billones de euros, lo que equivale al 104% del PIB, situándose por encima del umbral del 100% y convirtiéndola en el cuarto país con mayor déficit de Europa.

La deuda pública seguirá siendo uno de los activos más seguros para diversificar una cartera, pero el aumento de los *yields* y las rebajas de calificación crediticia darán pistas a los asesores de cómo minimizar el riesgo para sus clientes. ●



INDICADORES PARA ENTENDER LA ECONOMÍA

¿Cuál mide mejor la salud económica global?

Aunque para muchos el Producto Interno Bruto (PIB) es el principal indicador para evaluar la economía mundial, diversos expertos advierten que, considerado de forma aislada, no es el más adecuado para este propósito. ¿La razón? Si bien refleja el valor de los bienes y servicios producidos, no abarca aspectos clave del bienestar económico, como la calidad de vida, la distribución de la riqueza o el desarrollo económico y social de la población.

Por **RAFAEL SIERRA.**



Inflación y tipos de interés, ¿alternativas al PIB?

● **Dos de las magnitudes** cuya evolución muchos expertos y, especialmente, los analistas de los mercados financieros, coinciden en señalar como claves para analizar la marcha de la economía mundial son la inflación y los tipos de interés. Dos conceptos que, además, están íntimamente relacionados, puesto que, habitualmente, si la inflación se dispara, el banco central suele aumentar los tipos de interés para enfriar la

economía. Al hacerlo, se encarece el coste del dinero, desalentando tanto el consumo y la inversión, lo que ayuda a frenar el alza de precios.

● **En esta línea,** Luca Paolini, estratega jefe de Pictet Asset Management, afirma que, a su juicio, el dato más relevante para la economía mundial es la inflación en EE. UU. "Si su tendencia es a la baja, la Fed es probable que baje tipos, con implicaciones para el dólar, cuya debilidad

favorece a las economías emergentes y también al oro, que es el activo refugio por excelencia contra la incertidumbre arancelaria y geopolítica y una clara protección inflacionaria", afirma.

● **Por su parte,** Pedro del Pozo indica que la "inflación en EE. UU. y en Europa son indicadores esenciales, porque nos informan de la marcha económica de un país de la misma manera que

la temperatura informa de la salud de un enfermo, en el corto plazo. A más largo plazo, nos dan una idea de dónde se sitúa la realidad macro de un área geográfica". Además, señala que la evolución de los tipos de interés "es probablemente el indicador más relevante, ya que aúna la evolución de la inflación y el crecimiento, que son, en esencia, las variables que mejor definen la macro global". ✱

En 1944, con el planeta todavía sumido en plena Segunda Guerra Mundial, en la pequeña localidad estadounidense de Bretton Woods se sentaron las bases de un nuevo sistema económico global que promoviera la coordinación internacional, la reconstrucción y el crecimiento del comercio. Además de constituirse organismos como el Fondo Monetario Internacional o el Grupo del Banco Mundial, se fijó la evolución del producto interior bruto (PIB) como herramienta estándar para medir el tamaño de las economías nacionales y, por la suma de estas, de la economía mundial.

Sin embargo, ¿es realmente la evolución del PIB

el mejor indicador para evaluar la situación económica global? Algunos expertos creen que no, por diversos motivos. Uno de ellos es que no tiene en cuenta la economía sumergida, del mismo modo que tampoco contempla el efecto del voluntariado ni recoge el valor real de las labores domésticas, como cocinar o atender a familiares enfermos, que en países emergentes constituyen la base de muchas familias y son un eje clave en economías de trueque. Además, otra crítica habitual a esta magnitud es su enfoque exclusivamente cuantitativo, que no permite valorar dimensiones más cualitativas, como el bienestar ciudadano o la calidad de vida.

En esta línea de pensamiento se manifiesta Alberto Ades, director de

Investigación y Estrategia en el fondo global de inversión NWI Management y autor de *Economía convergada*, para quien "los datos del PIB tienen limitaciones importantes para el seguimiento económico en tiempo real: se publican con varios meses de retraso y, en la mayoría de los países, solo están disponibles trimestralmente". José Manuel Marín, fundador de Fortuna SFP, com-

→ **EL PIB RECIBE críticas por no considerar la economía sumergida, las tareas domésticas ni el bienestar real de la población.**

plementa esta idea al afirmar que "el PIB ofrece solo una fotografía estática y retrospectiva, incapaz de capturar con agilidad los cambios que se están gestando en tiempo real".

Alternativas al PIB

El propio Marín sostiene que "para comprender verdaderamente el pulso de la economía global, es fundamental observar un conjunto de indicadores más dinámicos, como una especie de 'vídeo en movimiento', que ofrezcan en conjunto señales tempranas y más detalladas". Entre ellos, este experto destaca:

→ **Tasa mundial de desempleo, crecimiento salarial y participación laboral,** porque "reflejan la →→→

**ALBERTO ADES**

[NWI Management]

“Los datos de PIB tienen limitaciones importantes para el seguimiento económico en tiempo real”.

**JOSÉ MANUEL MARÍN**

[Fortuna SFP]

“Para comprender el pulso de la economía global hay que observar un conjunto de indicadores dinámicos”.

**PEDRO DEL POZO**

[Mutualidad]

“El oro es uno de los mejores indicadores de coyuntura económica o, más exactamente, de aversión al riesgo”.

**PETER DOUGHERTY**

[Nissan WM]

“El volumen del comercio global es clave para anticipar problemas como el incremento en los aranceles”.

→→→ vitalidad del mercado interno y la confianza del consumidor, y son una señal directa del bienestar económico de la población”.

→ **Índices de gerentes de compras (PMI)**, ya que “miden la actividad tanto en el sector manufacturero como en el de servicios, captando el sentimiento de las empresas y anticipando cambios en la producción, los pedidos y el empleo”.

→ **Comercio global de bienes y servicios**, porque “analiza la demanda agregada y el grado de interconexión entre las economías, advirtiendo posibles desaceleraciones o tensiones globales”.

Ades, por su parte, argumenta que para medir con mayor objetividad la evolución económica mundial conviene combinar lo que denomina **indicadores de alta frecuencia**. “El tráfico en puertos clave como Shanghái, Singapur, Róterdam, Los Ángeles o Long Beach revela el movimiento del comercio global; el *Baltic Dry Index*

ofrece una referencia rápida del coste de transporte de materias primas, mientras que indicadores como el consumo eléctrico, combinados con los precios de *commodities* (materias primas) y los *spreads* financieros (diferenciales de riesgo), permiten obtener una fotografía mucho más actualizada de la economía mundial”, afirma.

En una posición intermedia se sitúan expertos como **Peter Dougherty**, *financial planner* en Nissan Wealth Management, quien, aunque sostiene que “el PIB es el mejor indicador para evaluar la marcha de la economía global”, recomienda complementarlo con otras variables para obtener una radiografía más objetiva. Entre ellas, destaca el volumen del comercio internacional, ya que “anticipa posibles problemas en los intercambios globales, como el incremento de aranceles”, o la participación de la fuerza laboral, porque “permite valorar si el crecimiento se

traduce en oportunidades de empleo reales”.

Bolsas, oro y petróleo

¿Y qué ocurre con los mercados financieros? Pocos dudan del papel crucial que juegan las bolsas internacionales en la asignación global de recursos y en el impulso de la economía mundial. Pero, ¿su evolución es realmente un buen termómetro del contexto económico global?

La teoría indica que sí, aunque con matices. Tal vez el ejemplo más paradigmático sea el del famoso *crack* del 29, que provocó una caída masiva en la Bolsa de Nueva York que se replicó en prácticamente todas las del mundo, y que es considerada una de las peores crisis bursátiles de la historia. Sin embargo, también hay casos más recientes que apuntan en la dirección contraria. Por ejemplo, tanto

en la crisis financiera de 2008 como durante la pandemia de la COVID-19, los mercados financieros se recuperaron mucho más rápido que la economía real, generando beneficios que los hogares tardaron meses —o años— en percibir.

En cualquier caso, José Manuel Marín lo tiene claro: “Aunque volátiles y sensibles al ruido, los mercados bursátiles reflejan las expectativas de crecimiento, riesgo y liquidez, y son útiles como brújula a corto plazo, siempre que se interpreten con cautela”. En una línea similar se manifiesta **Pedro del Pozo**, director de Inversiones Financieras en Mutualidad. A su juicio, “no todos los índices financieros son iguales, por lo que hay que elegir con criterio aquellos que realmente pueden servir como termómetro de la economía mundial”.

Para Del Pozo, posiblemente el índice que mejor replica la economía global es el **S&P 500**, que agrupa a las

500 principales compañías de la economía de Estados Unidos. “Se trata de un muy buen indicador de coyuntura, al reflejar subidas y bajadas más tácticas. De hecho, su derivado, el **VIX**, es conocido como el ‘indicador del pánico’”, explica este experto. Además, añade que el S&P 500 “es un buen *proxy* (referencia) a largo plazo del desempeño económico de las empresas de un país y, por extensión, de la evolución del propio país, ya que funciona mejor con expectativas empresariales que con resultados ya realizados”.

Del Pozo subraya también el comportamiento del oro y del petróleo como buenos referentes para analizar la coyuntura económica. En el caso del metal dorado, porque “es un buen marcador de coyuntura, o más exactamente, de aversión al riesgo. A largo plazo, su valor como indicador pierde fuerza, ya que el oro, además de ser un

activo refugio, forma parte del balance de los bancos centrales, lo que distorsiona su lectura económica”. En cuanto al petróleo, señala que “suele reaccionar de forma directamente proporcional al riesgo, especialmente al geopolítico. Es un dato mucho más indicativo de pánico inmediato que de evolución económica sostenida”

Medir el bienestar real

Uno de los economistas más reconocidos y que fue galardonado con el Premio Nobel por sus estudios sobre mercados con información asimétrica es **Joseph Stiglitz**, quien defiende que “es necesario poner fin cuanto antes a la dictadura del PIB”, ya que, en su opinión, su crecimiento no implica necesariamente un mayor beneficio para toda la población,

→ PESE A SU VOLATILIDAD, los mercados bursátiles reflejan expectativas de crecimiento, riesgo y liquidez, y funcionan como brújula a corto plazo.

dado que el incremento de la riqueza puede concentrarse en unos pocos.

Por eso, economistas como él abogan por otros indicadores para evaluar la economía real, como el **Índice de Desarrollo Humano (IDH)** de Naciones Unidas, que se centra en aspectos como la esperanza de vida, la alfabetización o el acceso a la educación; es decir, dimensiones estrechamente ligadas a la calidad de vida.

Al albor del auge del IDH, en los últimos años han

ganado también protagonismo otros indicadores como:

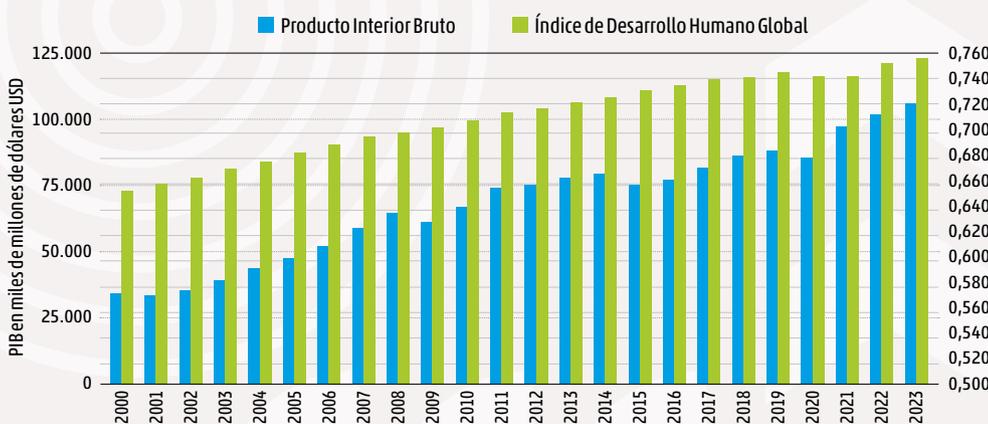
→ El **Índice de Vida Mejor** de la OCDE, que evalúa el bienestar en 11 dimensiones (vivienda, conciliación personal y familiar, acceso a la educación, etc.).

→ El **Índice de Pobreza Multidimensional**, que analiza la pobreza teniendo en cuenta factores como la salud o el nivel de vida, más allá del ingreso monetario.

→ La **Felicidad Nacional Bruta**, un singular indicador originario de Bután que pone el foco en el bienestar emocional y social, complementando las métricas económicas convencionales.

Entonces, ¿con qué indicador quedarse para medir la salud de la economía mundial? Si hubiera que escoger solo uno, algunos expertos siguen apostando por el PIB, a pesar de sus limitaciones, bien resumidas en una célebre frase del filósofo **Zygmunt Bauman**: “El PIB lo mide todo excepto lo que hace que valga la pena vivir la vida”. Sin embargo, quizá la postura más sensata sea la de economistas como José Manuel Marín, para quien “analizar indicadores de forma aislada puede resultar incompleto. Evaluados en conjunto, permiten anticipar giros económicos, detectar puntos de inflexión y comprender mejor tanto las dinámicas estructurales como coyunturales, incluyendo la evolución de la economía mundial”. ●

PRODUCTO INTERIOR BRUTO (PIB) E ÍNDICE DE DESARROLLO HUMANO GLOBAL. 2000-2023



Fuente: PNUD: Informe sobre Desarrollo Humano 2025.

LA IMPORTANCIA DE LOS CAMBIOS DEMOGRÁFICOS PARA CUALQUIER ESTRATEGIA

El envejecimiento reta a la economía... y las finanzas

Clunia Sulpicia llegó a ser una de las ciudades más importantes de la región de Hispania en el Imperio romano. A

comienzos de esta era, en pleno esplendor, superó los 30 000 habitantes, de un total de seis millones que poblaban la península ibérica. Hoy, Peñalba de Castro, que así se llama el municipio burgalés que alberga las ruinas de Clunia, apenas supera el medio centenar de habitantes, y los dos países que integran la vieja Hispania –España y Portugal– están cerca de alcanzar los 60 millones de habitantes.

Clunia es uno de los muchos ejemplos de auge y caída de una comunidad; prueba de que el ser humano

La baja natalidad y el aumento de la esperanza de vida llevan a un envejecimiento de la población en España, al igual que ocurre en Europa y que también va a afectar a Asia, singularmente a China.

Ese cambio demográfico tiene serios impactos en el crecimiento económico y en las políticas de inversión. Por **AURELIO MEDEL**.*

lleva migrando sin parar por el planeta Tierra, movido por la necesidad de recursos básicos: agua y alimentos, cuya producción va de la mano de las condiciones climáticas y de las tecnologías disponibles en cada época.

En los primeros años de este milenio, el principal problema de las provincias europeas del antiguo Imperio romano es el envejecimiento de su población, que por el momento se está supliendo con una fuerte entrada de inmigrantes procedentes de la ribera sur del Mediterráneo (África), Latinoamérica y, en menor medida, Asia.

Los expertos en demografía estiman que, para mantener

*Periodista. Doctor en Ciencias de la Información por la **Universidad Complutense**.

PAÍSES QUE TENDRÁN MÁS HABITANTES EN 2100 (En miles de personas)

| | |
|---------------------------------|-----------|
| India | 1.509.107 |
| China | 638.685 |
| Pakistán | 510.572 |
| Nigeria | 476.693 |
| República Democrática del Congo | 429.293 |
| Estados Unidos | 421.007 |
| Indonesia | 366.401 |
| Etiopía | 296.074 |
| Tanzania | 261.694 |
| Bangladesh | 209.120 |
| Egipto | 201.847 |
| Brasil | 163.966 |
| Angola | 149.487 |
| Sudán | 136.603 |
| México | 130.629 |
| Afganistán | 129.941 |
| Rusia | 126.439 |
| Uganda | 120.825 |
| Filipinas | 114.596 |
| Yemen | 109.894 |
| Kenia | 104.215 |
| Mozambique | 104.153 |
| Costa de Marfil | 103.651 |
| Irak | 100.564 |

Fuente: ONU

estable la población, es necesaria una tasa de fertilidad de 2,1 hijos por mujer en edad fértil, lo que garantizaría la reposición (es decir, que al menos nazcan tantos niños como adultos mueren). La media actual en el mundo está en 2,3, gracias a que en África aún hay mujeres que tienen seis hijos (Níger, Somalia, Congo o Chad) o cinco (Nigeria, Angola, Malí y República Centroafricana). Estos países “fabrican” los seres humanos que repueblan la vieja Europa, donde las familias con dos o más hijos son la excepción. España, Italia y Grecia están por debajo de 1,3 hijos por mujer; Alemania y Polonia, en 1,5; Reino Unido, en 1,6, y Francia, con 1,8, es el país con una situación más “privilegiada”.

La natalidad es la cara positiva de la demografía; los fallecimientos, la negativa. La combinación de ambos da el llamado crecimiento vegeta-

tivo, y están íntimamente ligados. Los países donde se producen los mayores nacimientos son los que tienen la menor esperanza de vida, y viceversa: donde la tasa de fertilidad es más baja, se vive más. En Nigeria, Malí o Chad, las mujeres tienen entre cinco y seis hijos, que nacen con una esperanza de vida de 55 años. En España, Italia o Japón, que están en la parte baja de la tasa de fertilidad (1,3 hijos por mujer), se encuentran en lo más alto de las expectativas de vida, con alrededor de 84 años.

Cuando se ponen en perspectiva temporal estos movimientos, se aprecia cuánto va a cambiar el mundo en este siglo. La División de Población de la ONU estima que el mundo alcanzará su máximo de población –10.300 millones– en la década de los ochenta de este siglo, y que, a partir de ahí, comenzará a descender.

El caso más extremo es el de China, que, a causa de su política de limitación de la natalidad y del desarrollo económico, va a

perder la mitad de su población en lo que queda de siglo, pasando de poco más de 1410 millones actuales a 639 millones, lo que supone volver a los niveles poblacionales de 1950.

En los próximos años se va a producir la eclosión de África. Actualmente, los cuatro países más poblados de este continente –Nigeria, Etiopía, Egipto y la República Democrática del Congo– suman algo más de 450 millones de habitantes, los mismos que tienen los 27 países de la Unión Europea. En 2100, solo Nigeria contará con una población estimada de 476 millones, más que los 420 millones que se calcula tendrá entonces la UE.

España en el 2074

El Instituto Nacional de España (INE) realiza cada dos años unas proyecciones sobre la evolución de la población en 50 años. La estimación →→→



→→→ realizada el año pasado señalaba que España tendrá 54,6 millones de habitantes en 2074, lo que supone un crecimiento inferior al 10% en medio siglo. Este aumento se debe exclusivamente a la inmigración. Sin ella, la población total caería hasta 32 millones en dicho período, lo que se traduce en casi 18 millones menos que ahora. En 2022, el saldo migratorio supuso una entrada neta de 727.000 personas, cifra que ha ido creciendo y que el INE estima que alcance un total de 17,1 millones de habitantes en cincuenta años. Esta aportación de extranjeros implicaría que la población nacida en España baje casi 21 puntos, hasta el 61% en 2074. Por tanto, cuatro de cada diez habitantes de este país habrán nacido en el extranjero, con un peso mayor en los tramos de edad más jóvenes.

Además del evidente reto de integración de la población inmigrante, España se encontrará con un claro envejecimiento de su población. Las proyecciones del INE sitúan la tasa de fertilidad de nuestro país por debajo de 1,3 hijos y la esperanza de vida media llegaría en 2073 a 90 años y 86 años para mujeres y hombres, respectivamente. La población de entre 20 y 64 años, la fuerza laboral, se reducirá en casi siete puntos, al pasar del 61% al 54,2% de 2024 a 2074. Al tiempo, los de más de 65 años aumentarán en diez puntos, desde el 20,4% al

30,3%, con el añadido de que la esperanza de vida de una persona de 65 años aumentará en algo más de tres años en los próximos 50.

La inmigración está siendo la clave principal para que la economía española crezca muy por encima de la media europea. El Banco de España publicó en junio de este año el artículo *La contribución de la población extranjera en España al crecimiento del PIB per cápita en el periodo 2022-2024*, que concluye que en ese período son responsables del 25% del crecimiento medio anual del PIB per cápita. Los inmigrantes han aportado entre un 0,4% y un 0,7% de la variación positiva del PIB per cápita, que en

ese periodo aumentó un 2,9% de media anual. La horquilla de la aportación se debe si se mide atendiendo a los que tienen nacionalidad extranjera (6,7 millones) o a los que han nacido en el extranjero (casi nueve millones).

Planificación financiera

La evolución de la población es uno de los elementos clave para el devenir económico de un país o de un continente. Del planeta, al fin y al cabo. Las proyecciones dicen que Asia y Europa van a tener menos población y más envejecida. En cambio, África y

América van a seguir creciendo, especialmente la primera. Estas perspectivas genéricas hacen prever que las necesidades de estas regiones van a ser diferentes a las actuales, lo que va a impactar en la producción y la inversión.

En España, por ejemplo, la jubilación de la generación del *baby boom* implica cambios muy relevantes. Entre 1958 y 1977 cada año nacieron en España más de 650.000 niños, que es más del doble de los nacidos anualmente en los últimos tres años. Estas cohortes están llegando al retiro con situaciones patrimoniales saneadas, mucho tiempo libre y crecientes necesidades de cuidados de la salud y apoyo.

El peso de este grupo, que suma más de 12 millones de personas, en la economía pone de manifiesto la urgencia de más plazas en residencias de mayores, de las convencionales y otro tipo de hogares de convivencia que se están desarrollando, denominados *coliving senior*. Al tiempo, habrá familias que necesiten hacer caja con su vivienda, que es su principal patrimonio, para así poder vivir razonablemente sus últimos años, de ahí el desarrollo incipiente de la hipoteca inversa. Este producto permite a personas ya jubiladas convertir su vivienda en un fondo de pensiones del que extraer recursos y seguir ocupándola.

Sanidad envejecida

*** Uno de los sectores con el personal más envejecido es el sanitario. Precisamente el que se ocupa de lo más esencial, la salud. El último informe sobre la colegiación de los profesionales de la sanidad que elabora el INE (2024) resulta alarmante. España cuenta con 301.684 médicos y 345.969 enfermeros, de los que el 25,4% y el 11,8% tiene ya más de 65 años. Además, el colectivo que está en la franja de edad anterior (55-65 años), que se puede jubilar antes de una década, es muy numeroso y representa al 19,4% de los médicos y el 14,4% de los enfermeros.**

*** Además, este sector sufre una fuga de profesionales sanitarios al extranjero, sobre todo a Francia y Reino Unido, en busca de mejores condiciones, que tratan de paliar con inmigración. La memoria del Colegio de Médicos de Barcelona de 2022 señala que de los 38.982 médicos que tenía colegiados ese año, el 24,5%, eran extranjeros. Este porcentaje continúa subiendo, ya que en la memoria del 2023 señala que el 56% de los colegiados en ese año se había formado en universidades extranjeras, el 53% de fuera de la UE. ***

La hipoteca inversa opera como si fuera un préstamo, con garantía de la vivienda habitual, pero que en vez de pagar una entrada y abonar una cuota mensual se puede recibir un pago inicial y una renta periódica mientras se viva. Estos ingresos están, además, exentos de tributación. Será al fallecimiento cuando los herederos tendrán la opción de abonar el préstamo y sus intereses o vender la casa para liquidar la deuda. Este sistema es especialmente útil para las familias que tienen en su casa prácticamente su único patrimonio y cuentan con pensiones modestas. Es un caso muy frecuente en España, donde la cultura de la vivienda en propiedad está muy extendida. Se ha convertido en la principal fórmula de ahorro y, además, se ha revalorizado mucho, especialmente en las grandes ciudades.

Construirse antes un plan de pensiones

Al tiempo, el incremento de la esperanza de vida de este colectivo seguramente hará repensar las estrategias de inversión que se les recomienda. Lo más frecuente es que las personas jubiladas inviertan en renta fija y depósitos a plazo. Sin embargo, cuando la esperanza media de vida apunta a que un jubilado con 65

La banca móvil impulsa el ahorro en África subsahariana

Por **Redacción**

* África subsahariana y Asia Central son las únicas zonas del planeta donde el índice de fecundidad permite reemplazar las muertes que se producen. Podría parecer que estas regiones no se están viendo afectadas por los cambios que la demografía y las nuevas tecnologías están imponiendo en los ámbitos de la economía y las finanzas. Nada más lejos de la realidad.

* Los africanos subsaharianos incrementaron sus ahorros al ritmo más rápido en más de una década

durante el año pasado, impulsados por el creciente impacto de las cuentas bancarias a través del teléfono móvil en todo el continente.

* La proporción de adultos en el África subsahariana que ahorró mediante canales formales aumentó 12 puntos porcentuales, hasta alcanzar el 35% en 2024, la segunda tasa regional más alta después de Asia Oriental y el Pacífico, según la Base de Datos Global Findex 2025 del Banco Mundial.

* La población joven experta en tecnología en África utiliza cada vez más los teléfonos móviles para cerrar brechas en los servicios, incluida la banca. Este grupo comienza a valorar, como nunca antes, la necesidad del ahorro para llevar a cabo sus planes. *

años aún tiene entre 20 y 25 años por delante, quizá necesite una política de inversión más activa, de modo que la inflación no supere a la rentabilidad y, por tanto, se vaya comiendo el patrimonio.

En sentido contrario, las familias más jóvenes se encuentran ante otra tesitura diferente desde el punto de vista de la inversión y el ahorro. Las parejas de entre 25 y 40 años cuentan con unos salarios medios bajos, un precio de la vivienda disparado en las grandes urbes y una expectativa de pensiones públicas bajas cuando se jubilen. Estas perspectivas hacen que la planificación de su ahorro a largo plazo deba tener más claro que en generaciones anteriores la necesidad de construirse su propio plan de pensiones. En muchas ocasiones, la capacidad de ahorro es tan pequeña que la herencia a recibir se convierte en la única esperanza de contar con ese complemento privado de pensión.

El envejecimiento de la población española y europea hace que haya sectores, como el farmacéutico o el de los cuidados, que van a tener una demanda muy fuerte y otros, que, pese a las urgencias de hoy, quizás estén sobredimensionados.

Si las proyecciones de población que hace la ONU sobre China, que es el ejemplo más extremo, se cumplen y pierde 700 millones de habitantes en 75 años, ¿cuántas viviendas, colegios o fábricas van a sobrar? Cuesta imaginar cómo se

puede gestionar un proceso así, con tanta infraestructura sobrante que no se puede movilizar. Su apuesta por el “hijo único” evidencia ahora que fue un gravísimo error.

Aunque suene a ciencia ficción, ya ha pasado. Hace dos mil años, nadie en Clunia pensaba que esa magnífica ciudad pudiera terminar en escombros bajo unas tierras de labor habitadas por medio centenar de personas. Lo mismo sucede con Éfesos, una ciudad en el extremo oriental del Mediterráneo, que hoy forma parte de Turquía y que alcanzó su máximo esplendor también bajo el Imperio Romano. Dos terremotos y los sedimentos del río Caistro hicieron que su puerto terminara cegado y perdiera interés estratégico, de manera que la población terminó marchándose. Demografía, guerras y desastres naturales, son variables que siguen moviendo el mundo y que es necesario contemplar y tener en cuenta sin necesidad de tener un espíritu visionario. ●

➔ **EL INE SITÚA la tasa de fertilidad en España por debajo de 1,3 hijos por mujer, y estima que en 2073 la esperanza de vida media alcanzará los 90 años para las mujeres y los 86 para los hombres.**

Nouriel ROUBINI

VOZ INCÓMODA, BRÚJULA DE CRISIS

“
**Estados Unidos
utiliza el dólar
como arma de política
exterior y de
seguridad nacional**
”

Apodado “Dr. Doom” por anticipar la crisis de 2008, Nouriel Roubini sigue advirtiéndolo sobre los riesgos que acechan a la economía global. Hablamos en exclusiva con el autor de *MegaThreats*, quien ofrecerá el 13 de noviembre un análisis en directo sobre el futuro del dólar y la economía global, en el acto de Madrid del 25.º aniversario de EFPA España.

Por **LUIS TORRAS.**



Fotos: Peter Lueders



Escuchar a Nouriel Roubini en persona es una oportunidad que pocos pueden dejar pasar. Para unos, un catastrofista empedernido; para otros, un realista necesario. Pocas figuras logran condensar con tanta claridad la tensión entre el poder de los mercados y la

vulnerabilidad de los Estados. El economista conocido como “Dr. Doom” por sus acertadas y tempranas previsiones sobre la última gran crisis financiera llega el **13 de noviembre** para intervenir en el acto de Madrid del 25.º aniversario de EFPA España. Lo hace dispuesto a analizar las debilidades que podrían sacudir la economía global: desde la sostenibilidad fiscal de Estados Unidos hasta el futuro del dólar como moneda de reserva. Con su mirada crítica y sin medias tintas, Roubini invita a repensar los riesgos y oportunidades que marcarán la próxima década. Asistir a este encuentro es, sin duda, presenciar de primera mano la visión de uno de los economistas más influyentes del mundo, un privilegio para los asociados de EFPA España.

¿Cómo evalúa la evolución del balance fiscal estadounidense? ¿Se está gestando un catalizador para una

crisis a corto plazo, o más bien, una vulnerabilidad latente que podría tardar años en desarrollarse?

El déficit fiscal estadounidense y la acumulación de una enorme deuda pública son motivo de preocupación, y la nueva ley de presupuestos añade más presión tanto sobre el déficit como sobre la deuda.

En el largo plazo, no veo riesgos de una crisis financiera inminente, porque Estados Unidos sigue siendo la mayor economía del mundo y el mayor mercado de bonos. Un escenario posible es que la disciplina del mercado aumente la presión sobre los rendimientos y fuerce cambios. En otros países, cuando la deuda es insostenible, se produce una crisis de deuda. En el caso de Estados Unidos, una mayor exigencia por parte de los mercados podría forzar ajustes fiscales, aunque para ello las tasas deberían subir mucho más. El

gran beneficio de EE. UU. es que se endeuda en su propia divisa.

Por otro lado, siempre está la opción de reducir el valor real de la deuda pública a través de un aumento inesperado de la inflación, lo que disminuiría su peso real. Estados Unidos sigue controlando la divisa de reserva global, por lo que la demanda de dólares y activos en dólares aún es significativa.

¿No está en riesgo esa privilegiada posición del dólar?

Existe el riesgo de que, con el tiempo, este privilegio se vaya erosionando, pero sería un proceso paulatino. Esta demanda estructural →→→

“**Estados Unidos tiene el privilegio de endeudarse en su propia divisa, pero no está exento de riesgos**”

Roubini, el economista que incomoda a los mercados

● Nació en Estambul en 1958, hijo de una familia judía iraní que lo llevó a vivir en varios países antes de asentarse en Italia. Estudió Economía en la Universidad Bocconi y se doctoró en Harvard bajo la tutela de Jeffrey Sachs. Cosmopolita desde joven, habla cinco idiomas y se mueve con la misma soltura en el aula que en los foros financieros.

● Roubini saltó a la primera línea mundial en 2006, cuando advirtió que el mercado

inmobiliario de Estados Unidos estaba inflado y podía desencadenar una crisis sistémica. Dos años después, la caída de Lehman Brothers le dio la razón y lo catapultó a la fama con el apodo de “Dr. Doom”. Desde entonces, se ha convertido en una de las voces más escuchadas —y temidas— de la economía internacional.

● Profesor emérito de la Universidad de Nueva York y exasesor de la Casa Blanca y el Tesoro estadounidense, ha sido consultor

del FMI, el Banco Mundial y la Reserva Federal. Fundó la consultora Roubini Global Economics, que cerró en 2016. Es CEO de Roubini Macro Associates y ejerce como Chief Economist en Atlas Capital Team.

● Autor de libros de referencia como *Crisis Economics* (2010) y *MegaThreats* (2022), Roubini ha construido una reputación de analista incómodo, que no teme señalar desequilibrios allí donde la ortodoxia prefiere callar. ✨

Inversión en ciberseguridad: Una oportunidad de crecimiento en la era digital

La ciberseguridad es hoy esencial para proteger información, garantizar la continuidad empresarial y sostener la sociedad digital. Se ha convertido en un motor de innovación y un sector económico en rápido crecimiento.

Factores que impulsan el crecimiento de la ciberseguridad

Varias tendencias están acelerando esta expansión. La digitalización y la conectividad han alcanzado niveles sin precedentes. Actualmente, ya hay más de 20.000 millones de dispositivos conectados a internet (desde electrodomésticos hasta sensores industriales) y se espera que esta cifra siga creciendo¹. Cada uno de estos dispositivos puede ser una puerta de entrada para

ciberdelincuentes, por lo que la demanda de soluciones de seguridad es constante.

El contexto geopolítico hace de la ciberseguridad un factor estratégico ya que los conflictos entre países y la competencia global se trasladan cada vez más al ciberespacio, con ataques que van más allá de la interrupción de servicios: afectan infraestructuras críticas, propiedad intelectual y seguridad nacional. Por ello, tanto gobiernos como empresas están invirtiendo en su protección digital.

La aparición de nuevas tecnologías, como la IA y la automatización transforman la ciberseguridad, creando amenazas más complejas pero también defensas más rápidas y eficaces.

Finalmente, regulaciones cada vez más estrictas obligan a las empresas a reforzar su seguridad digital e invertir más, impulsando la demanda de

soluciones y servicios especializados en ciberseguridad. Esto obliga a empresas de todos los sectores a implementar medidas sólidas y a invertir más recursos para cumplir con estas normativas, lo que a su vez impulsa la demanda de servicios y productos especializados en ciberseguridad.

Oportunidades de inversión

El conjunto de estas dinámicas está dando lugar a un mercado en constante crecimiento. Según estudios recientes, el gasto global en soluciones de ciberseguridad superará los 200.000 millones de dólares en el corto plazo y se espera que crezca a un ritmo anual cercano al 12,6% durante los próximos años, hasta 2030². Esta creciente demanda impulsa inversiones tecnológicas, el surgimiento de startups y la expansión de grandes compañías. Además, la IA aplicada a la ciberseguridad permite

desarrollar soluciones que detectan amenazas en tiempo real y protegen infraestructuras complejas.

Este crecimiento sostenido convierte al sector en una **oportunidad atractiva para inversores** que buscan exposición a una industria con fuerte potencial de desarrollo y solidez ante ciclos económicos adversos.

El fondo Allianz Cyber Security, lanzado en 2021, está diseñado para ofrecer exposición a empresas líderes en este mercado, con foco en compañías de mediana capitalización que destacan por su innovación y capacidad de expansión. Su objetivo es identificar negocios con ventajas competitivas claras y un sólido potencial a largo plazo. De este modo, permite a los inversores posicionarse en un sector estratégico que, además de proteger el mundo digital, puede ofrecer oportunidades reales de rentabilidad.



Erik Swords,
gestor del
fondo Allianz
Cyber Security

¹ iot-analytics.com/number-connected-iot-devices.

² mckinsey.com/capabilities/risk-and-resilience/our-insights/the-cybersecurity-providers-next-opportunity-making-ai-safer



Para obtener más información sobre el fondo, la documentación legal y los riesgos, consulte el siguiente código QR:

Esto es una comunicación publicitaria. Consulte el documento informativo del fondo y el documento de datos fundamentales para el inversor antes de tomar una decisión final de inversión. Sólo para distribuidores de fondos e inversores profesionales. Allianz Global Investors y Voya Investment Management (Voya IM) han establecido un acuerdo de colaboración estratégica de largo plazo. Desde el 25 de julio de 2022, el equipo de gestión se traspasó a Voya IM, entidad que pasa a ser responsable Allianz Cyber Security. AllianzGI continúa ofreciendo sus servicios y compartiendo información con Voya IM para esta estrategia. Las inversiones en instituciones de inversión colectiva conllevan riesgos. Las inversiones en instituciones de inversión colectiva y los ingresos obtenidos de las mismas pueden variar al alza o a la baja dependiendo de los valores o estimaciones en el momento de la inversión y, por tanto, Usted podría no recuperar su inversión por completo. Allianz Cyber Security es un sub-fondo de Allianz Global Investors Fund SICAV, una sociedad de inversión abierta de capital variable organizada de acuerdo al derecho de Luxemburgo. El valor de las participaciones/acciones que pertenecen a las Clases de Participaciones/Acciones del Subfondo denominadas en divisas distintas de la divisa base puede estar sujeto a una volatilidad considerablemente incrementada. Es posible que la volatilidad de otras Clases de Participaciones/Acciones sea diferente. El rendimiento pasado no garantiza los resultados futuros. Los fondos pueden no estar disponibles en todos los territorios o ciertas categorías de inversores. [name of the fund] e [name of the fund] son inscritos para su comercialización en España en la Comisión Nacional del Mercado de Valores (la "CNMV") con el número 178. Los precios diarios de las acciones/participaciones de los fondos, el documento de datos fundamentales para el inversor, los estatutos/reglamento de gestión, el folleto y los últimos informes financieros anuales y semestrales pueden obtenerse gratuitamente del emisor en la dirección abajo indicada, o en las oficinas de Allianz Global Investors GmbH, Sucursal en España en Serrano 49, 28001 Madrid, en las oficinas de cualquier distribuidor española o en regulatory.allianzgi.com. Lea con atención estos documentos, que son vinculantes, antes de invertir. Esto es una comunicación publicitaria emitida por Allianz Global Investors GmbH, www.allianzgi.com, una sociedad de inversión de responsabilidad limitada, constituida en Alemania, con domicilio social en Bockenheimer Landstrasse 42-44, 60323 Frankfurt/M, registrada en el tribunal local de Frankfurt/M con el número HRB 9340, autorizada por la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (www.bafin.de). El Resumen de los derechos de los inversores está disponible en inglés, francés, alemán, italiano y español en <https://regulatory.allianzgi.com/en/investors-rights>. Allianz Global Investors GmbH tiene una Sucursal en España, con domicilio en Serrano 49, 28001 Madrid que está inscrita en el Registro de la Comisión Nacional del Mercado de Valores con el número 10. No está permitida la duplicación, publicación o transmisión de su contenido, independientemente de la forma.

→→→ de dólares permite a EE. UU. financiar más déficit, a menor coste y durante más tiempo, lo que limita el margen de los mercados para imponer disciplina fiscal, como ocurre en países como Italia, Reino Unido o Francia. Es una situación que puede cambiar, pero que no considero un riesgo a corto plazo.

Un apunte adicional: recientemente EE. UU. ha modificado la estructura de su deuda mediante la emisión de bonos a más largo plazo, buscando mantener un liderazgo en esos tramos. La mejor solución a este problema sería una combinación de reducción del gasto público y aumento de impuestos, pero la voluntad política en Estados Unidos para avanzar en una u otra dirección es limitada.

Además, está el crecimiento, que sigue mostrando fortaleza...

Efectivamente. Ese es otro factor clave. Estados Unidos, gracias a su liderazgo tecnológico, está incrementando su crecimiento potencial futuro, con un PIB más dinámico que puede ayudar a normalizar la ratio deuda/PIB.

De este crecimiento, muy apoyado en la digitalización y la inteligencia artificial, se desprende otra consecuencia: la desaparición de empleos, lo que podría requerir el desarrollo de mecanismos de redistribución como una renta básica universal u otras ayudas.

¿Cómo cree que puede evolucionar el papel del dólar estadounidense en las próximas décadas en relación con otras divisas?

No anticipo cambios significativos en el papel del dólar. Por un lado, Estados Unidos mantiene un déficit fiscal alto y sigue liderando los mercados de emisión de



No existe aún un sustituto claro al dólar, incluso para quienes no quieran tener dólares. Todas las alternativas presentan limitaciones



Claves de una conversación: el telón de fondo fiscal y monetario de EE. UU.

🔴 El debate sobre la sostenibilidad de la deuda estadounidense no es académico: los números empiezan a presionar. Un informe del Committee for a Responsible Federal Budget estima que los déficits federales podrían sumar **22,7 billones de dólares entre 2026 y 2035**, casi un billón más de lo calculado inicialmente por la Oficina Presupuestaria del Congreso (CBO). Solo en 2025, el déficit alcanzaría **1,7 billones**, y subiría hasta **2,6 billones en 2035**. A esto se añade el creciente peso de los intereses: en la próxima década, el gobierno tendrá que destinar hasta 14 billones de dólares al servicio de la deuda, según informa Reuters.

🔴 A pesar de estas cifras, **S&P Global** ha mantenido la calificación soberana de EE. UU. en AA+, apuntalado en parte por los ingresos arancelarios derivados de la ley *One Big Beautiful Bill Act (OBBBA)*. Tanto *Financial Times* como *Barron's* destacan que esta recaudación inesperada ha mitigado parte del impacto fiscal. El secretario del Tesoro, de hecho, aseguró que los ingresos por aranceles serán "sustancialmente" superiores a lo previsto, y que se destinarán en buena medida a la reducción de deuda.

🔴 En paralelo, crece la inquietud en los mercados por un fenómeno conocido como "dominancia fiscal": la posibilidad de que los elevados niveles de deuda condicionen a los bancos centrales a mantener tipos bajos, incluso con inflación, erosionando su independencia. **Ray Dalio** advirtió en *Financial Times* sobre un potencial "espiral de deuda" que podría deteriorar la confianza en las divisas principales y reforzar al oro como refugio.

🔴 Por otro lado, aunque el dólar sigue siendo la **moneda de reserva global dominante (58%)**, su hegemonía comienza a mostrar grietas. Según *The Guardian*, los países del bloque BRICS —que ya superan al G7 en PIB medido en paridad de poder adquisitivo— están intensificando sus operaciones fuera del dólar, impulsando monedas soberanas y debilitando la dependencia de divisas coloniales. El resultado es una lenta pero persistente transición hacia un sistema financiero multipolar.

🔴 En contraste, desde el ámbito privado surge una fuerza en dirección opuesta: las **stablecoins**. Con la aprobación de la **GENIUS Act**, que aporta un marco regulatorio claro, estrategias como **Michael Kelly** anticipan un auge de estos activos digitales respaldados en dólares. ✨



deuda. Por otro, está utilizando el dólar como “arma” y herramienta de política exterior y de seguridad nacional, lo que genera recelos en su uso. Es el caso de Rusia o China, donde EE. UU. ha dejado claro que empleará el dólar para defender sus intereses estratégicos. Esto alimenta la búsqueda de refugio en activos como el oro u otros que no estén sujetos a estas dinámicas. Algunos analistas sostienen que este hecho podría marcar el fin del “excepcionalismo” del dólar, aunque considero esa visión exagerada.

¿Puede explicarnos por qué?

En primer lugar, el crecimiento económico estadounidense será más alto que el de cualquier otra economía avanzada, gracias a la tecnología, lo que atraerá capital y aumentará la demanda de dólares. En segundo lugar, no existe aún un sustituto claro, incluso para quienes no quieran tener dólares. Recuerdo una anécdota de Larry Summers que, con ironía, decía: “A la gente no le gusta el dólar, pero Europa →→→

“
No veo riesgos de una crisis financiera inminente, porque Estados Unidos sigue siendo la mayor economía del mundo y el mayor mercado de bonos.
”

→→ es un museo, China es una cárcel, Japón es un asilo, y Bitcoin un experimento. ¿Cuál es la verdadera alternativa al dólar estadounidense?”

Todas las alternativas presentan limitaciones. El euro es y seguirá siendo una moneda de reserva global, pero su papel está restringido por problemas estructurales. China puede aspirar a internacionalizar el yuan, pero los controles de capital, la falta de un Estado de derecho sólido, los límites a la convertibilidad y la ausencia de un mercado financiero profundo dificultan ese camino. Japón es demasiado pequeño, y Bitcoin, en todo caso, compite más con el oro que con el dólar. Sea cual sea su evolución, no sustituirá al dólar estadounidense. Por eso creo que el dólar seguirá desempeñando un papel central.

¿Qué gran riesgo en el entorno actual cree que está más infravalorado?



En mi libro *MegaThreats* mencionaba diez grandes amenazas a la economía global. Hoy, mi mayor preocupación es el riesgo de desglobalización, proteccionismo y guerras comerciales. Algunos de estos impulsos proteccionistas derivan de fenómenos económicos, de los choques entre ganadores y perdedores, tanto entre países como dentro de cada uno. En los últimos años hemos visto un freno a la globalización. A esta dinámica económica se suma ahora una rivalidad geopolítica creciente. EE. UU. mantiene

una relación compleja con sus socios, al tiempo que la beligerancia de potencias antagonistas como China, Irán o Rusia se intensifica. Todo ello conduce a una fragmentación de la economía global y a un mayor énfasis en la seguridad, en detrimento de la eficiencia económica, como se observa en las cadenas globales de valor. Y esa es, en mi opinión, una de las principales amenazas para el crecimiento futuro. ●

Los grandes riesgos, según Roubini

En *MegaThreats* (*Megamenazas*), el economista analiza los grandes riesgos que, según él, podrían afectar al mundo en las próximas décadas. El libro identifica diez amenazas principales, y explica cómo estas podrían interactuar para generar crisis globales. Entre los peligros que destaca Roubini se encuentran:

- 1. Crisis de deuda global:** El crecimiento excesivo de la deuda pública y privada podría generar una nueva crisis financiera mundial.
- 2. Tensiones geopolíticas:** Conflictos entre grandes potencias, como Estados Unidos y China, que podrían derivar en confrontaciones prolongadas o guerras económicas.
- 3. Cambio climático:** Fenómenos naturales extremos y desastres ambientales que afectan a la economía y la seguridad global.
- 4. Pandemias:** La aparición de enfermedades nuevas que puedan causar crisis sanitarias y económicas.

- 5. Envejecimiento poblacional:** El colapso demográfico en varios países que genera desafíos sociales, económicos y fiscales.
- 6. Desglobalización:** Retroceso del comercio y la cooperación internacional, impulsado por políticas proteccionistas y nacionalistas.
- 7. Revolución tecnológica:** La automatización y la inteligencia artificial que transforman el empleo y pueden aumentar la desigualdad.
- 8. Desigualdad económica:** La brecha creciente entre ricos y pobres, que puede desestabilizar sociedades y economías.
- 9. Ciberseguridad:** Amenazas de ciberataques que afectan infraestructura crítica y la seguridad de gobiernos y empresas.
- 10. Criptomonedas:** Volatilidad y uso ilícito de las criptomonedas, con impactos negativos en la economía y el medio ambiente. ✨

Fondos para la **recta final** del año

Resultados del primer semestre del año.

Un nuevo paradigma para la renta fija.

Renta variable, entre el reto y la oportunidad.

Capital privado, más cerca del inversor individual.

Las gestoras nos presentan su mejor oferta.

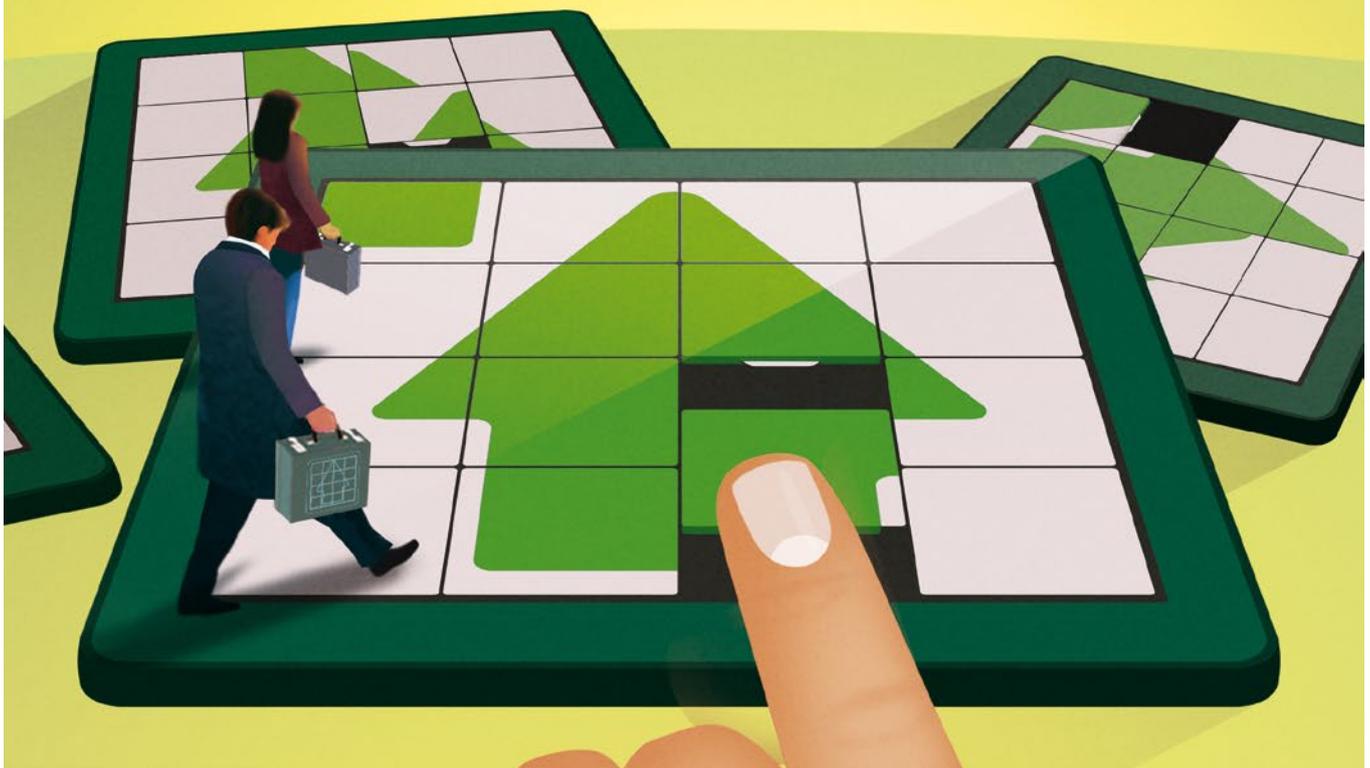


Ilustración: Maite Niebla



Amables y generosos

La despedida de Warren Buffett como máximo responsable de Berkshire Hathaway, la sociedad de inversión más prestigiosa del planeta, exigía un reconocimiento por parte de quienes lo han considerado el gran referente de los profesionales de la inversión. Hemos pedido a más de una veintena de especialistas su opinión sobre el legado que deja tras su decisión de abandonar la vida activa en la sociedad, a cuyos clientes proporcionó una rentabilidad media anual cercana al 20% durante el último medio siglo.

La respuesta ha sido rápida y animosa por parte de la mayoría de los profesionales contactados. Sin embargo, aquellos gestores a los que se reconoce más fácilmente por su «estilo Buffett» no han estado tan prestos a la hora de colaborar en este merecido homenaje. Ocurre con frecuencia y en muchos ámbitos de la vida: quienes deben buena parte de su éxito a un determinado referente pueden ser los más reacios a reconocer a quienes los inspiraron, por el falso temor de que ello pudiera cuestionar sus méritos y su valía. Tales méritos están y seguirán estando en sus propios resultados, sin que la generosidad en su reconocimiento les reste siquiera una décima de la consideración que merecen. «Sed amables» ha sido uno de los últimos consejos de Buffett a sus seguidores, que resume la simplicidad y la filosofía de su legado.

Será difícil encontrar un referente que sustituya a Buffett. El multimillonario Bill Ackman, en quienes muchos tienen puesta su mirada, ha podido lograr en unos años su misma rentabilidad en el fondo que gestiona. Pero no solo se trata de aportar resultados económicos, sino ser también ejemplar en la gestión personal del patrimonio y en eso Warren nos ha ilustrado de forma continua. ●



ES DIFÍCIL, CASI IMPOSIBLE, ENCONTRAR UN REFERENTE PARA SUSTITUIR A BUFFETT. SIEMPRE APORTÓ ALGO MÁS QUE UNOS BUENOS RESULTADOS BURSÁTILES. HA SIDO MÁS QUE UN BUEN GESTOR.



Pérdida de independencia.

Un referente para cuantos nos dedicábamos al mundo de la información económica y financiera era Estados Unidos y el respeto por la independencia que los dos grandes partidos mostraban a la hora de nombrar a los responsables de los organismos reguladores y de la contabilidad nacional. Eso nos permitió cuestionar en España algunos nombramientos de presidentes de la CNMV y de gobernadores del Banco de España, aportando como modelo el sistema estadounidense. Trump lo ha hecho

saltar por los aires: no nombra siquiera a políticos en activo de su partido, sino a íntimos amigos cuya lealtad personal pesa más que su buen hacer profesional. Eso tiene un coste a medio y largo plazo en términos económicos y de credibilidad, por mucho que no parezca preocuparle al casi octogenario presidente de Estados Unidos.



Hasta un billón de dólares de bonus le ofrecen a Elon Musk si consigue revertir la actual evolución de Tesla y logra aumentar sus ventas y la valoración bursátil. La oferta no dice nada bueno de la compañía porque muestra su excesiva dependencia de su consejero delegado, poco centrado en su compañía en los últimos tiempos. Para lograr el bonus debe revertir e incrementar el valor de la compañía hasta los 8,5 billones de dólares, el doble de lo que se valora ahora Nvidia.



Masa muscular. La información esperanzadora del trimestre procede nuevamente de los avances que se están produciendo en el mundo farmacéutico, con una increíble pugna entre Novo Nordisk (Ozempic y Wegovy) y Eli Lilly (Mounjaro) en sus investigaciones sobre medicamentos para reducir peso. Un reciente descubrimiento muestra que la combinación de dos productos ayuda a perder peso procedente, en un 92%, de la grasa corporal, sin apenas afectar a la masa muscular. Uno de los fármacos se ha mostrado muy activo contra una grave enfermedad hepática. Estas son las batallas que hacen avanzar a la humanidad.



FIXED INCOME⁴

Multi-sector fixed income investing

Combinamos la potencia de cuatro generadores de rentas para obtener un resultado más sólido.

Visita la web capitalgroup.com/msi

PARA USO EXCLUSIVO DE INVERSORES PROFESIONALES / CUALIFICADOS

Comunicación de marketing

El valor de las inversiones y las rentas generadas por las mismas pueden subir o bajar y es posible que los inversores no recuperen los importes invertidos inicialmente. La oferta de este fondo se realiza únicamente mediante el Folleto, junto con el resto de la documentación exigida a escala local. En Europa se exige el Documento de datos fundamentales para el inversor (KIID) de los UCITS / Documento de datos fundamentales (KID) de los PRIIP.

El presente material ha sido emitido por Capital International Management Company Sàrl («CIMC»).

© 2025 Capital Group. Todos los derechos reservados.



MEJOR LOS FONDOS DEL VIEJO CONTINENTE, AUNQUE CON MENOR FLUJO

La gran dicotomía entre Europa y EE. UU en el primer semestre

La primera mitad de 2025 mostró un fuerte contraste en los mercados: la Eurozona avanzó más del 13%, mientras que el índice estadounidense retrocedió un 6,5%. La caída del dólar y el mal desempeño del sector tecnológico generaron una brecha transatlántica.

Los fondos reflejaron claramente esta situación, que se ha revertido parcialmente en el tercer trimestre.

Por **Fernando Luque**.*

*Editor de **Morningstar** en España.



Tras un año 2024 muy positivo para los activos de renta

variable, el primer semestre de 2025 fue bastante más discreto. Si tomamos como referencia el índice *Morningstar Global Markets*, representativo de las bolsas mundiales, el mercado de renta variable subió un 24,1% en euros a lo largo de 2024, pero recortó un 3,0% en los seis primeros meses de este 2025.

EUROPA AL ALZA, EE. UU. A LA BAJA

Lo más llamativo de las rentabilidades de las principales bolsas mundiales fue la gran diferencia entre el mercado estadounidense y los mercados europeos al inicio de 2025. En los primeros seis meses de este año, el índice *Morningstar US Market* perdió



un 6,5% en euros, mientras que el índice de la eurozona, el *Morningstar Eurozone*, ganó un 13,4%. Nunca en la historia de los mercados habíamos tenido una dicotomía tan clara entre ambos. Parte de la diferencia de rentabilidad se debe, entre otros factores, a la debilidad del dólar estadounidense frente al euro, ya que el billete verde perdió cerca de un 9% frente a la moneda única en ese primer semestre.

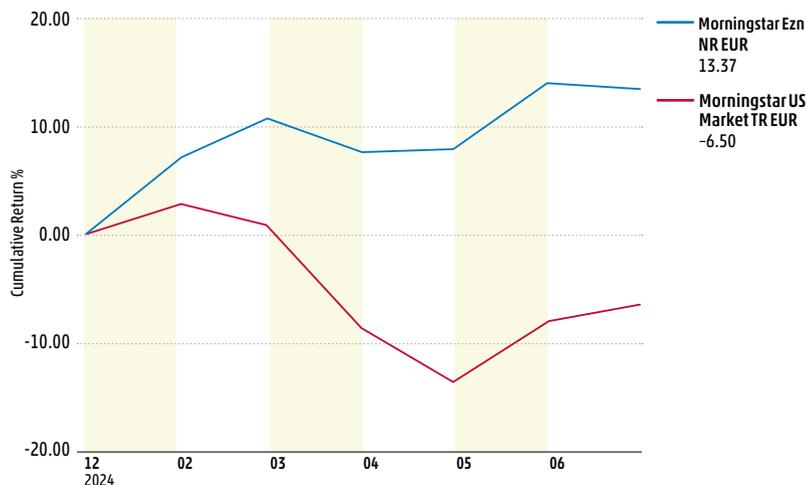
Dentro de los mercados europeos, la palma se la llevó el español, ya que el índice *Morningstar Spain* progresó un importante 25,4% gracias al empuje del sector financiero.

En cuanto a la renta fija, las rentabilidades en este primer semestre han sido bastante discretas, con la media de los fondos de deuda corporativa en euros ganando un 1,6% y la de los fondos de deuda pública en euros, apenas un 0,7%.

En lo que respecta a la evolución de los sectores, la gran novedad del primer semestre fue el mal comportamiento del tecnológico, que en 2024 había sido el gran impulsor de las rentabilidades. En los seis primeros meses de 2025 perdió un 1,2% en euros.

En el otro extremo del ránking encontramos al de mineras de oro, con una ganancia de más del 30%. El sector se benefició de la subida del 25% (en dólares) que registró el metal amarillo en la primera parte del año. ***

● DIFERENCIA DE RENTABILIDAD ENTRE EL MERCADO DE LA EUROZONA Y EL MERCADO AMERICANO EN EL PRIMER SEMESTRE DE 2025



Fuente: Morningstar Direct.

● RENTABILIDAD DE LAS CATEGORÍAS SECTORIALES

| Categoría | Rendimiento 1er semestre 2025 |
|-----------------------------------|-------------------------------|
| RV Sector Metales Preciosos | 22.00 |
| RV Sector Servicios Financiero | 16.09 |
| RV Sector Materiales Industriales | 16.07 |
| RV Sector <i>Utilities</i> | 16.01 |
| RV Sector Comunicaciones | 14.40 |
| RV Sector Recursos Naturales | 10.43 |
| RV Sector Tecnología | 7.12 |
| RV Sector Energía | 2.12 |
| RV Sector Consumo | 1.58 |
| RV Sector Salud | 1.12 |

Fuente: Morningstar Direct.

● RENTABILIDAD DE LAS PRINCIPALES CATEGORÍAS DE FONDOS

| Categoría | Rendimiento 2º semestre 2025 |
|--------------------------------|------------------------------|
| RV España | 22.00 |
| RV Latinoamérica | 16.09 |
| RV Brasil | 16.07 |
| RV Alemania | 16.01 |
| RV Zona Euro <i>Small Caps</i> | 14.40 |
| RV Zona Euro <i>Large Caps</i> | 10.43 |
| RV Europe <i>Large Cap</i> | 7.12 |
| RF High Yield Euro | 2.12 |
| RF Corporativa Euro | 1.58 |
| RF Diversificada Euro | 1.12 |
| RV Emergente Global | 1.07 |
| RV China | 1.07 |
| Mixtos Defensivos | 0.71 |
| RF Pública Euro | 0.68 |
| Mixtos Moderados | 0.51 |
| Mixtos Agresivos | -0.33 |
| RV Global <i>Large Cap</i> | -2.72 |
| RF Emergente | -6.02 |
| RV EE. UU. <i>Large Cap</i> | -7.12 |
| RF Diversificada dólar | -8.36 |

Fuente: Morningstar Direct.

Las 4 grandes tendencias del primer semestre de 2025

Los fondos europeos recibieron 131.000 millones de euros en el segundo trimestre de 2025, frente a los 161.000 millones del primer trimestre, en un contexto de volatilidad geopolítica e incertidumbre sobre la salud de la economía mundial. En este escenario, cuatro movimientos clave marcaron el rumbo de los inversores: auge de la gestión activa en renta fija, protagonismo pasivo en acciones, menor dependencia de EE. UU. y un renovado interés en defensa y en bonos de corta duración.

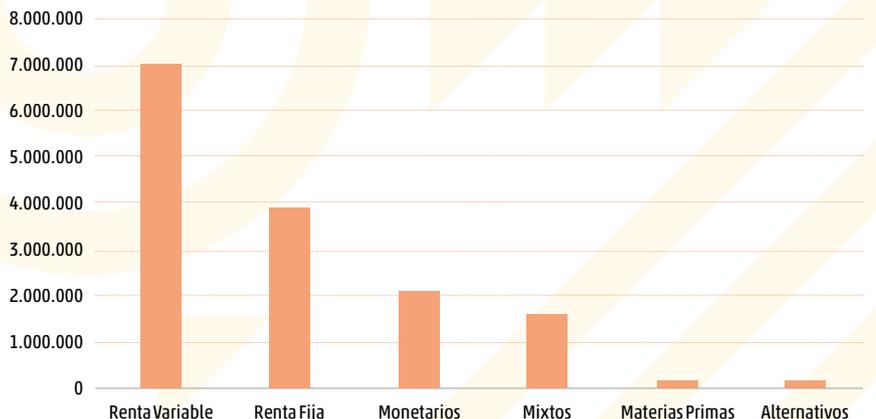
I FONDOS ACTIVOS PARA BONOS, PASIVOS PARA ACCIONES

Como viene ocurriendo desde el segundo semestre de 2024, la demanda de los inversores siguió siendo fuerte para las

estrategias activas de renta fija y para las estrategias pasivas de renta variable. Los fondos activos de renta fija registraron entradas netas por valor de 50.000 millones de euros, frente a los 16.200 millones de euros de sus homólogos pasivos.

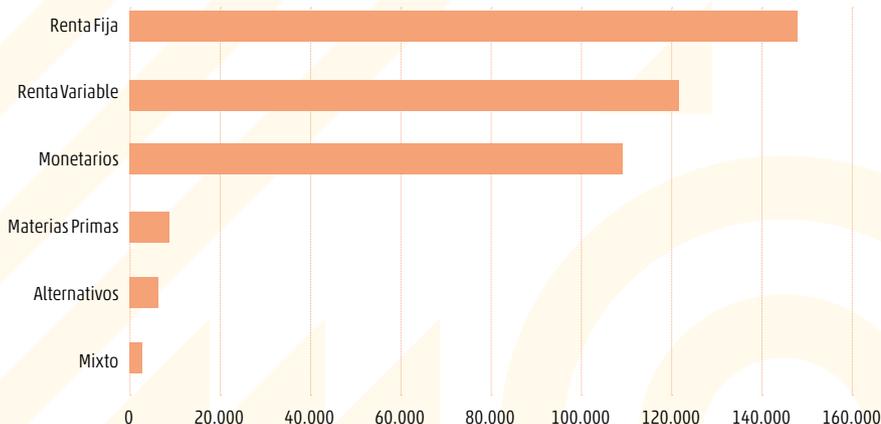
En cuanto a la renta variable, la inversión pasiva, sumando los ETF y los fondos indexados, se situó a la cabeza con 60.000 millones de euros de aportaciones netas, mientras que los fondos de renta variable de gestión activa registraron salidas por valor de 6.200 millones de euros. Los tiempos de cambios en la política monetaria son un terreno fértil para que los gestores activos muestren sus habilidades, mientras que la preferencia por las exposiciones a la renta

Patrimonio de los fondos por tipo de activo (Millones de euros a 30/6/2025 en Europa)



Fuente: Morningstar Direct.

Flujos por tipo de activo en Europa (Millones de euros durante el primer semestre 2025)



Fuente: Morningstar Direct.

variable mayoritaria apoya la continua demanda de opciones pasivas de bajo coste.

2 CONTINÚA LA ROTACIÓN DE ACTIVOS EN DÓLARES USA

Los inversores siguieron ajustando temporalmente su exposición geográfica en detrimento de la exposición exclusiva a Estados Unidos. En renta variable, los inversores optaron por estrategias globales para diversificar el riesgo país -por ejemplo, los fondos globales de gran

capitalización y estilo mixto (ni *value*, ni *growth*) atrajeron 39.300 millones de euros- o se decantaron activamente por los mercados europeos. La excepción fueron los fondos de renta variable británica, que siguen perdiendo dinero.

Mientras tanto, en la renta fija, la continua debilidad del dólar estadounidense provocó un renovado apetito por los fondos en moneda local de deuda de mercados emergentes. En el segundo trimestre se registraron entradas de 1.300 millones de

NUNCA EN LA HISTORIA DE LOS MERCADOS HUBO EN EL PRIMER SEMESTRE UNA DICOTOMÍA TAN CLARA ENTRE EUROPA Y EE. UU.

euros, invirtiendo una tendencia de salidas significativas que se remonta a 2023.

3 APUESTA POR LA TEMÁTICA DE DEFENSA

Los fondos dedicados a la seguridad aumentaron en 6.800 millones de euros en el primer semestre de 2025, de los cuales 3.200 millones en el segundo trimestre. El aumento de los presupuestos de defensa en Europa y EE. UU. es la fuerza motriz. Desde principios de 2024 se han introducido casi 20 nuevos fondos y ETF de defensa, y la mayor parte de los últimos lanzamientos -principalmente ETF- se centran específicamente en el sector de defensa europeo.

La defensa es el único punto brillante sólido en el universo de los fondos temáticos, que siguen perdiendo popularidad, con un total de 87.000 millones de euros en salidas en los últimos tres años hasta el final del segundo trimestre de 2025.

4 FONDOS DE BONOS DE CORTA DURACIÓN ANTE LA INCERTIDUMBRE

Los inversores acudieron en masa a los fondos de renta fija a corto plazo en el segundo trimestre, asustados por las posibles implicaciones de los aranceles estadounidenses anunciados en abril. Impulsados por la incertidumbre en torno a la inflación y la orientación de los bancos centrales respecto a los tipos de interés, las categorías de bonos a corto plazo en euros, bonos diversificados a corto plazo en euros y bonos a corto plazo en dólares sumaron un total de 24.000 millones de euros en flujos. ●

El renacer del crédito corporativo: *secured high yield*, CoCos e híbridos

A

continución, me aventuro a ofrecer el siguiente análisis a la luz de este diagnóstico, tras más de veinte años gestionando renta fija corporativa, tanto en grado de inversión como en *high yield*, y en mercados desarrollados y emergentes, en entidades como Clariden Leu y Credit Suisse. Lo hago combinando mi experiencia con los hallazgos e investigaciones de los especialistas en soluciones de renta fija y crédito de Swisscanto Lux, liderados por **Sébastien Zöller** y **Roland Hausheer**. Este texto expone una filosofía de inversión que replantea la gestión activa de la renta fija desde la óptica del arbitraje de la estructura de capital de las compañías.

El análisis se basa en las lecciones aprendidas tras la crisis financiera: la rentabilidad se obtiene analizando la estructura de capital del emisor, no replicando ciegamente índices heredados. Asumir subordinación con emisores de calidad o exigir colateral a los más débiles

Durante décadas, la gestión de renta fija ha estado anclada a *benchmarks* contruidos sobre criterios de volumen de deuda, no de calidad. Esto ha producido carteras dominadas por deuda pública, con una alta sensibilidad a tipos de interés con duraciones cada vez más largas y, en consecuencia, una exposición marginal al crédito corporativo.

Por **Gonzalo Ramón-Borja Álvarez de Toledo***

**Country Head y Managing Director en España de Swisscanto Asset Management International.*

permite construir carteras convexas.

EL RETO ESTRUCTURAL DE LOS BENCHMARKS DE RENTA FIJA: UN SISTEMA DE INVERSIÓN OBSOLETO

Los índices de referencia tradicionales de renta fija, como el *Bloomberg Global Aggregate Index*, están fuertemente sesgados hacia la deuda soberana y cuasisoberana, en detrimento del crédito corporativo. El *Global Aggregate* apenas asigna un 18% al crédito corporativo. El resto está dominado por activos con una elevada sensibilidad a los tipos de interés y con escasa o nula prima de riesgo crediticio.

El índice refleja a los emisores más endeudados en lugar de a los de mayor calidad. En la actualidad, la deuda soberana representa más del 54% del índice, mientras que los bonos corporativos apenas ocupan una pequeña porción, lo que limita severamente la diversificación crediticia real.

“En renta fija, a menudo se sigue un índice basado en el



tamaño de la deuda, no en la calidad. Y eso penaliza al inversor”, advertía Sébastien Zöller en una de sus últimas reuniones con inversores en España.

LA SOLUCIÓN: INVERTIR EN TODA LA ESTRUCTURA DE CAPITAL

En este contexto, nuestro equipo ha desarrollado un enfoque que explora activamente todas las capas de la estructura de capital de una compañía.

Así, se acepta la subordinación en emisores de alta

LOS COCOS OFRECEN ACCESO A BANCOS REGULADOS Y SISTÉMICOS, CON ESTRUCTURAS DE AMORTIZACIÓN BIEN DEFINIDAS Y MARCOS PREDECIBLES.

calidad con grado de inversión, a cambio de una rentabilidad adicional a través de *CoCos* o híbridos. Para los emisores de menor calificación crediticia en *high yield*, se exigen garantías reales y estructuras respaldadas por activos. Se trata de una lógica disciplinada que se adapta a cada perfil.

Siguiendo esta lógica, la estrategia de inversión y la visión del equipo gestor se centran en dos factores clave: la calidad crediticia del emisor y la posición de la deuda dentro de su estructura de capital. Si se asume riesgo crediticio, debe existir un colateral lo suficientemente solvente que respalde la emisión del bono por parte de la compañía emisora.

TRES PILARES ESTRATÉGICOS PARA MAXIMIZAR EL SPREAD

En lo que respecta a la estructura de capital, la estrategia se apoya en tres pilares complementarios. En primer lugar, los *CoCos*, que ofrecen acceso a bancos regulados y sistémicos, con estructuras de amortización bien definidas y marcos predecibles. En segundo lugar, los híbridos corporativos, instrumentos utilizados por emisores industriales con calificación de grado de inversión para mantener sus ratings. Aunque son perpetuos en su forma, económicamente presentan una duración corta. Por último, los bonos *high yield* asegurados, emitidos por compañías con calificación inferior al grado de inversión, pero respaldados por colateral real y tangible, lo que proporciona mayores tasas de recuperación y protección para la cartera.

El enfoque se concreta en estos segmentos complemen-

tarios. Los *CoCos* permiten al equipo gestor invertir en campeones financieros con estructuras claras. Los híbridos aportan estabilidad en emisores industriales de grado de inversión. Y los *secured high yield* ofrecen protección adicional gracias al colateral.

HIGH YIELD ASEGURADO: PRELACIÓN EN CASO DE IMPAGO

Pasemos ahora a analizar más de cerca el tercer pilar: el *high yield* asegurado. En caso de impago o liquidación, la deuda sénior asegurada tiene prioridad sobre otras reclamaciones dentro de la estructura de capital. Al estar respaldada por activos reales, mejora de forma significativa las tasas de recuperación. Con una duración media de 2,7 años, históricamente ha alcanzado recuperaciones en torno a un 18% superiores a las del *high yield* tradicional no asegurado, que se sitúan en torno al 40% de media histórica.

Este tipo de estructura de deuda ofrece una capa adicional de protección gracias a un colateral sólido. Los principales riesgos asociados a esta clase de activo son el impago y el riesgo de refinanciación, aunque los inversores están mejor protegidos gracias a la estructura de deuda en la que invierten. Las tasas de recuperación son sustancialmente más altas que las de la deuda sénior no asegurada, normalmente entre un 17% y un 20% superiores. La tasa media de recuperación de la deuda sénior no asegurada es del 40%, mientras que en la deuda sénior asegurada se acerca al 60%.

Gracias a su duración controlada, el respaldo de



*** activos reales, la menor exposición a impagos y unos diferenciales atractivos, el *high yield* asegurado se está consolidando como un nuevo pilar en la arquitectura moderna del crédito.

MOMENTO ACTUAL DEL HIGH YIELD

A nivel de fundamentales, se mantienen, en general, estables. Los emisores de *high yield* presentan actualmente niveles de apalancamiento neto cercanos a los mínimos previos al COVID y ratios de cobertura de intereses saludables. Las compañías han hecho claramente sus deberes; de hecho, en Europa, el apalancamiento neto ha vuelto a los niveles de 2011.

Otro cambio significativo en esta clase de activo que hemos observado post-COVID ha sido la reducción de la duración media del mercado de *high yield*. Si antes del COVID la duración media estaba en torno a 4,7 años, ahora se sitúa alrededor de 3,7 años. Una vez más, las compañías han refinanciado su deuda aprovechando los tipos de interés a la baja en los años posteriores al COVID.

En cuanto a valoraciones, es cierto que los diferenciales están ajustados. Sin embargo, a diferencia de ciclos anteriores, la rentabilidad total (cubierta a euros) se sitúa actualmente en torno al 5,23%, lo que supone un nivel significativamente superior al diferencial por sí solo. Esto proporciona un colchón de aproximadamente 300 puntos básicos. Para que el *high yield* no ofreciera rentabilidades en el medio y largo plazo, las condiciones tendrían que deteriorarse de forma muy severa.

Mientras tanto, el mercado empieza a comprender que el *high yield* asegurado es más que simple *high yield* con colateral. Es una clase de activo con su propia lógica interna. De hecho, el *high yield* asegurado ya representa el 30% del universo global de *high yield* y continúa creciendo. Actualmente, dos de cada tres nuevas emisiones incluyen colateral sólido y están estructuradas como deuda sénior asegurada, tanto en Europa como en EE.UU. A nivel de capitalización este segmento de mercado ronda entre 600 y 700 millones de euros, con una fuerte diversificación tanto a nivel sectorial como regional.

Desde nuestro equipo de gestión lo que hacemos es en bonos *high yield*, buscamos subir en *seniority*, posicionándonos en esta estructura de *senior secured HY* lo que nos da un mayor sesgo hacia calidad.

Desde el punto de vista de la construcción de cartera, el *high*

LOS EMISORES DE HIGH YIELD PRESENTAN ACTUALMENTE NIVELES DE APALANCAMIENTO NETO CERCANOS A LOS MÍNIMOS PREVIOS AL COVID Y RATIOS DE COBERTURA DE INTERESES SALUDABLES.

yield se comporta como un activo asimétrico. Cuando las cosas van bien, ofrece rentabilidades estables. Cuando las cosas se complican, entran en juego mecanismos de protección como el colateral o la prioridad en la estructura de deuda. Es precisamente esta asimetría natural la que se tiene la oportunidad de capturar estratégicamente.

"Intentar anticipar el momento exacto de los diferenciales de crédito ha sido históricamente una mala estrategia. Nosotros preferimos una asignación estratégica a estos segmentos", comenta Zöller.

UNA NUEVA FORMA DE GESTIONAR LA RENTA FIJA DE FORMA ACTIVA

Esto ha de subrayarse lo suficiente: este enfoque no se trata de una táctica puntual. Desde nuestro punto de vista, se trata de una asignación estratégica hacia nuevas fuentes de rentabilidad ajustada al riesgo. En

El índice Global Aggregate: una herencia que limita la gestión activa

Por **Martina Zimmermann**, especialista de producto para soluciones de bonos activos de Swisscanto Lux.



→ Durante años, el índice **Bloomberg Global Aggregate** se ha considerado el punto de referencia indiscutible

para crear carteras de renta fija diversificadas. Sin embargo, su propia lógica de construcción —basada en el volumen emitido por los emisores y no en su calidad o relevancia económica— ha generado distorsiones estructurales que lo convierten, a ojos de muchos profesionales, en un marco obsoleto.

→ Según nuestra visión, este desequilibrio ha dejado a muchos inversores tradicionales de renta fija atrapados entre dos extremos: bajas rentabilidades reales y un alto riesgo de tipos de interés. En consecuencia, las carteras pierden tanto rentabilidad como

protección, dos de las funciones históricas de la renta fija.

→ La respuesta no está en abandonar la renta fija, sino en repensarla. Una estrategia flexible, centrada en la selección activa de emisores y en la estructura de capital —como híbridos, *CoCos* o *high yield* asegurado— puede permitir a los inversores construir carteras con un mejor perfil rentabilidad/riesgo.

→ Este nuevo enfoque no niega la utilidad del *Global Aggregate* como punto de partida, pero lo complementa con una diversificación real y con fuentes de rentabilidad más eficientes. El objetivo no es sustituir el índice, sino superar sus limitaciones. •

lugar de recurrir a vencimientos ultracortos en el mercado secundario, el equipo se centra en activos con corta duración por diseño.

Esta estrategia favorece el mercado primario, gestiona activamente el riesgo de extensión y excluye mercados opacos, como los préstamos sindicados. También prioriza estructuras estandarizadas, líquidas y fáciles de gobernar.

"Intentar anticipar el momento exacto de los diferenciales de crédito ha sido históricamente una mala estrategia. Preferimos construir carteras con convicción y disciplina", añade Zöller.

Del mismo modo, participar en el mercado primario resulta esencial. Si se limita el universo a bonos con vencimientos inferiores a tres años, se puede perder la prima de nueva emisión. Al mismo tiempo, cada vez más inversores conservadores entienden que las soluciones tradicionales ya no ofrecen el mismo nivel de protección ni de diversificación. El cambio se percibe no solo en el mercado, sino también en cómo redefinimos el papel de la renta fija en las carteras. «Una estructura flexible, con activos seleccionados por calidad, permite a los inversores recuperar la diversificación y generar rentabilidad sin sacrificar la prudencia», explica Hausheer.

Esta visión también encaja con la evolución natural de las carteras: se pasa de estructuras únicas y monolíticas a arquitecturas por capas (*building blocks*), en las que cada componente aporta un valor diferenciado. En este modelo, instrumentos como los híbridos, los

Renta fija emergente: oportunidades desaprovechadas en los grandes índices

Por **Enzo Puntillo**, *Head of Swisscanto LUX Emerging Markets Debt Solutions*.



→ Para muchos inversores institucionales, la exposición a mercados emergentes (EM) parece estar cubierta simplemente replicando el índice *Bloomberg Global Aggregate*. Pero esta suposición es engañosa. Aunque el índice incluye bonos de mercados emergentes, la exposición está fuertemente concentrada en unos pocos países asiáticos, en particular China.

→ De hecho, más del 60% de la exposición a emergentes en el índice corresponde a China, y más del 80% a Asia. Regiones como Latinoamérica, Europa del Este u Oriente Medio apenas están representadas, lo que debilita la idea de una verdadera diversificación en EM. En contraste, índices como el *J.P. Morgan EM 50-50 Blend* ofrecen, a nuestro juicio, una visión mucho más equilibrada y representativa de esta clase de activo.

Una alternativa más representativa

→ Este índice combina deuda soberana en moneda fuerte y en moneda local, permitiendo captar la amplitud del mercado de bonos emergentes. Históricamente, ha ofrecido mejores resultados ajustados al riesgo que el *Global Aggregate*, pese a tener mayor volatilidad y una calificación crediticia promedio más baja.

→ Más allá del índice, en nuestra opinión, un enfoque de gestión activa por país es esencial para capturar valor real en mercados emergentes. Esto permite asignaciones dinámicas entre monedas locales y fuertes, dependiendo del entorno macroeconómico, político o monetario específico. Además, habilita decisiones tácticas como limitar o excluir países con riesgos elevados, en lugar de seguir ciegamente las ponderaciones del índice.

→ La exposición a mercados emergentes a través del *Global Aggregate* parece insuficiente y desequilibrada. Una asignación estratégica dedicada —ya sea mediante un índice mejor construido, como el *J.P. Morgan EM 50-50 Blend*, o a través de gestión activa— podría permitir aprovechar todo el potencial de esta clase de activo, tanto en diversificación como en rendimiento a largo plazo. •

CoCos y el *high yield* asegurado actúan como satélites estratégicos que refuerzan el núcleo de la asignación.

CONCLUSIÓN: EL NACIMIENTO DE UN NUEVO PARADIGMA

Este modelo puede integrarse en una cartera tradicional de renta fija como un satélite, aumentando el potencial de rentabilidad sin elevar de forma significativa el riesgo. Simulaciones internas y meramente ilustrativas muestran un 1,5% adicional en rentabilidad histórica frente a una réplica pura del *Global Aggregate*.

Hemos aplicado las lecciones de la crisis financiera a la gestión práctica de la renta fija, considerando desde episodios de volatilidad extrema hasta el comportamiento de los emisores híbridos. La estrategia prioriza documentación estandarizada, liquidez y capacidad de reestructuración en caso de impago.

Como inversores, favorecemos estructuras estandarizadas y líquidas, más fáciles de negociar en situaciones de estrés.

En conclusión, creemos que la renta fija corporativa, los *CoCos* y los híbridos se convertirán en las clases de activo centrales de la renta fija del futuro. Esto constituye una filosofía de inversión activa que adopta una arquitectura flexible y reconoce que la rentabilidad puede superar a los índices de referencia. ●

*Este documento se proporciona únicamente con fines informativos y no constituye una investigación independiente sobre inversiones, un consejo de inversión, una oferta o una solicitud para comprar o vender ningún instrumento financiero. Los resultados pasados no son indicador fiable de los resultados actuales o futuros.

RENDA VARIABLE EUROPEA

Que el ruido no nos desvíe de lo importante



Europa no es perfecta: arrastra burocracia, carencias tecnológicas y una excesiva aversión al riesgo. Sin embargo, sus valoraciones bursátiles descuentan un escenario demasiado negativo. Con una política fiscal más activa y un entorno en mejora, cualquier sorpresa positiva puede impulsar con fuerza a los mercados europeos.

Por **Fernando Fernández-Bravo**.*

*Director de *Distribución de Fondos para España y Portugal de Invesco*.

U

no de los principales problemas que afrontamos los inversores es la tendencia a dejarnos llevar por las noticias diarias y por titulares llamativos, olvidando que, a la hora de invertir, lo verdadera-

mente importante —lo que marca la diferencia— es el largo plazo. En los últimos meses hemos leído a diario titulares sobre tensiones geopolíticas, sobre el tira y afloja de los aranceles, etc., mientras hemos

prestado mucha menos atención a lo que ocurre en los mercados y a los asuntos que de verdad tienen el potencial de marcar el ritmo económico y bursátil en los próximos años, especialmente en Europa.

LA AUTOSUFICIENCIA DE EUROPA

En los últimos tiempos hemos asistido a una combinación de acontecimientos que han agitado el tablero y cambiado radicalmente el escenario político y económico de la última década. La competencia con China, la agresividad de Rusia y el regreso de Trump —con todo lo que ello ha supuesto— han sacudido el orden mundial y están

obligando a Europa a ser más autosuficiente. Creemos, además, que los mercados no están valorando suficientemente el giro político y económico que se está produciendo en el Viejo Continente.

Alemania está liderando este cambio, con planes de inversión equivalentes al 20% de su PIB destinados a infraestructuras y al refuerzo de la defensa. A su vez, el fondo de

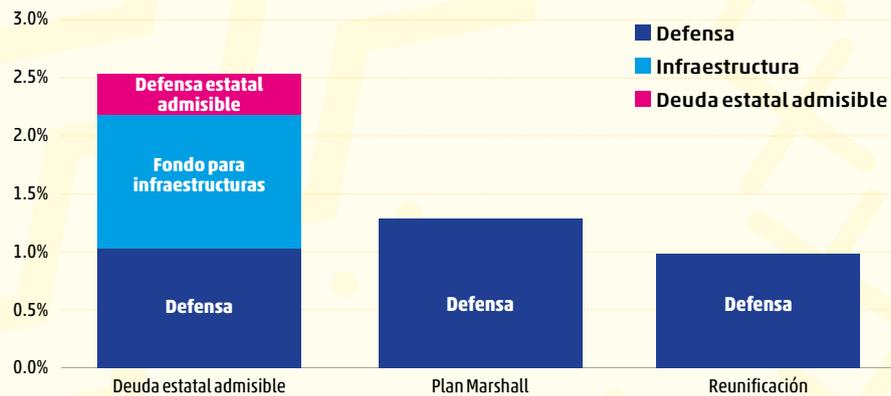
EL GIRO DE ALEMANIA NO ES COSMÉTICO, SINO PROFUNDO —AUNQUE SU IMPACTO NO SEA INMEDIATO—.

recuperación de la Unión Europea ha impulsado la inversión en los países de la periferia, que también deberán incorporar el incremento del gasto público en defensa, tal como se han comprometido en el seno de la OTAN. En conjunto, estamos convencidos de que nos encontramos al borde de un resurgimiento de la inversión pública y privada. En otras palabras, Europa tiene margen para gastar más y está dispuesta a hacerlo.

A su vez, este giro estratégico del gasto público también está estimulando la inversión privada. La iniciativa «Made for Germany», con 61 empresas comprometidas a invertir 630.000 millones de euros hasta 2028 (el 15% del PIB alemán), es un buen ejemplo. Una reciente encuesta entre altos ejecutivos de 540 empresas de la eurozona —de Alemania, Francia, Italia y España— mostraba que una inmensa mayoría de ellos esperaba aumentar sus inversiones este año, especialmente en Alemania. ***

COMPARACIÓN DEL “PLAN MERZ” CON PROGRAMAS PREVIOS FISCALES ALEMANES/EUROPEOS

(En base anualizada media respecto al PIB de Alemania de 2024)



Fuente: Invesco, a 31 de julio de 2025.

El acuerdo arancelario es una buena noticia



→ Una vez que el acuerdo arancelario ha entrado en vigor y aunque ha generado muchas críticas en Europa, nosotros pensamos que en general es un buen acuerdo. ¿Se podría haber negociado uno mejor? Posiblemente, pero ¿a qué precio? Una guerra comercial prolongada no le conviene a nadie. Era

improbable que la Unión Europea consiguiera un acuerdo tan bueno como el del Reino Unido, pero la clave es que no es tan malo como podría haber sido. Para nosotros, el mensaje clave es que la incertidumbre se ha reducido considerablemente y que no va a quebrar las perspectivas a largo plazo de la región. Uno de los aspectos clave es el impacto en la inflación

en Europa; mientras que es posible que los aranceles provoquen un incremento de la inflación en EE. UU., creemos que es prácticamente seguro que provocarán una desinflación en Europa, animada en parte por la llegada de productos baratos de países como China y por la revalorización del euro frente al dólar. Esto permitirá una

política fiscal más laxa por parte del Banco Central Europeo, lo que a su vez debería tener un impacto positivo en el crecimiento. Aunque seguimos a falta de concretar algunos detalles, el acuerdo permite mirar hacia adelante y volverse a centrar en los fundamentales económicos, que avanzan en la dirección correcta. •

***** EL PLAN EUROPEO DE AHORRO E INVERSIÓN**

Otro tema que podría marcar la diferencia —si los países son capaces de llevarlo a cabo— es el plan para impulsar la inversión dentro de Europa. La Unión Europea pretende conseguir que los 35 billones de euros de ahorros de los ciudadanos europeos se inviertan en el propio continente. La idea es redirigir ese ahorro, invertido en parte en renta variable estadounidense (Europa es el principal inversor extranjero en acciones de EE. UU.), hacia proyectos que impulsen la actividad financiera y económica europea. El plan depende de la implementación en cada país (incentivos fiscales, entre otros), pero, si se alcanza una solución razonable, podría suponer otro impulso estratégico para los mercados de renta variable.

LA SITUACIÓN ECONÓMICA ES MEJOR DE LO QUE PARECE

Existe en el mercado la sensación de que la economía europea lleva estancada más de una década, desde la crisis financiera global. Y aunque es

cierto en parte —los datos de crecimiento del PIB han sido relativamente decepcionantes—, también lo es que muchos indicadores muestran una buena evolución y otros se han reforzado recientemente. El desempleo se sitúa por debajo del 6% en la Unión Europea, en mínimos históricos. La concesión de créditos a familias y hogares se ha recuperado tras la caída de los dos últimos años por la subida de tipos y crece ya a tasas del 2%, acelerándose. La tasa de ahorro sigue siendo relativamente elevada y los índices de confianza de los gestores de compras han mejorado significativamente, hasta el punto de superar en términos relativos a sus homólogos estadounidenses.

Si observamos las previsiones del consenso del mercado para el crecimiento del PIB, las estimaciones para este año y los dos siguientes han mejorado entre dos y cuatro décimas en Europa en lo que va de año. Creemos que es realista esperar un crecimiento del PIB del 1,5% anual con una inflación del 2%, lo que supone un crecimiento nominal anual del 3,5%. Esto es el doble que en la década pasada. Y los sectores que pueden beneficiarse son, además,

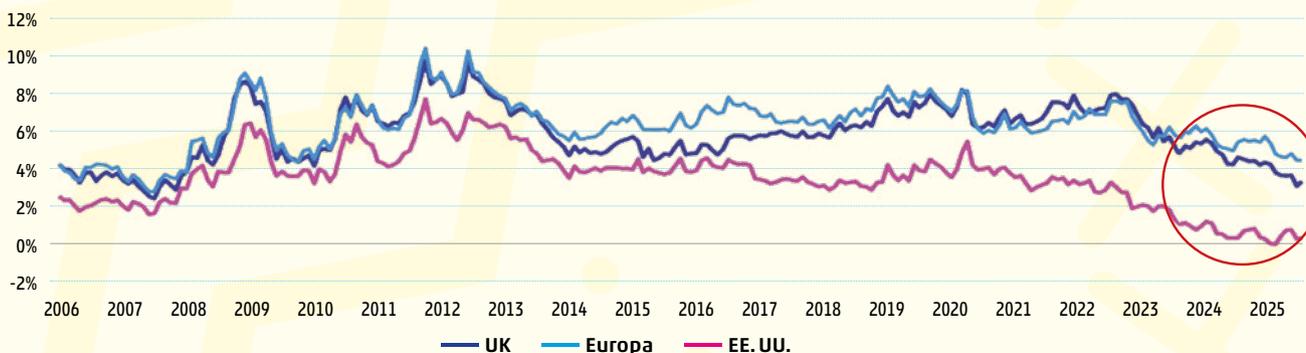
LA TASA DE AHORRO SIGUE SIENDO RELATIVAMENTE ELEVADA Y LOS ÍNDICES DE CONFIANZA DE LOS DIRECTIVOS DE COMPRAS HAN MEJORADO SIGNIFICATIVAMENTE.

aquellos que no han contado con el favor de los inversores en los últimos años, lo que se traduce en valoraciones atractivas.

OTRAS RAZONES PARA INVERTIR EN EUROPA

Ya hemos mencionado las previsiones económicas más positivas para la región gracias al giro de la política fiscal y a la favorable evolución de los tipos de interés. Además, las valoraciones de muchos sectores europeos cotizan en niveles atractivos, claramente por debajo de sus medias históricas. La cuestión de las divisas tampoco es menor: la política estadounidense ha reducido el atractivo del dólar como destino inversor y puede empujar a muchos agentes internacionales a diversificar sus posiciones en divisas invirtiendo en Europa. También destaca la rentabilidad por dividendo: actualmente, la rentabilidad media que obtienen por esta vía los inversores europeos (Eurostoxx 50) supera en 200 puntos básicos a la que logran los inversores estadouniden-

PRIMA DE RIESGO DE LA RENTA VARIABLE: el diferencial entre EE.UU. y Europa todavía es muy amplio



ses (S&P 500). Se trata de una ventaja muy importante para quienes buscan obtener una renta regular de sus inversiones con la que afrontar sus compromisos financieros.

CAMBIO EN EL LIDERAZGO SECTORIAL DEL MERCADO

Creemos que estamos en las primeras etapas de un cambio en el liderazgo del mercado. Desde 2015, las bolsas europeas han estado dominadas por los llamados «ganadores del crecimiento internacional»: empresas como LVMH, ASML o Nestlé, con gran exposición a mercados de expansión fuera de Europa. En contraste, las compañías centradas en el mercado interno europeo —especialmente las de sectores cíclicos— han tenido dificultades, afectadas por una demanda interna débil, la desinflación y las sucesivas crisis.

¿Y qué significa esto en términos de posicionamiento? Pensamos que los sectores que más se beneficiarán del contexto actual son los cíclicos con un negocio centrado en la región (al menos un 50% de sus ingresos procedentes de ella). Las compañías industriales, de materiales y químicas deberían ser las más favorecidas por el nuevo impulso industrial que experimentarán Alemania y el resto de Europa. La defensa es uno de los sectores que más se han revalorizado en los últimos 12-18 meses; el consenso espera ahora que sus ingresos crezcan en torno al 10% anual hasta 2030. En cuanto a las químicas y materiales, han estado fuera del radar de los inversores y presentan valoraciones muy deprimidas, que descuentan una situación



¿Es Europa una región invertible de nuevo?



→ **La recuperación** La renta variable europea ha tropezado con frecuencia en los últimos años. En varias ocasiones ha dado señales de recuperación, pero finalmente ha vuelto a caer al fondo de las preferencias de los inversores internacionales. Que los europeos mantengan billones de euros invertidos en las bolsas estadounidenses no es casualidad.

→ **Este año vuelve a ser positivo para Europa: el MSCI Europe se mantiene en máximos históricos —incluso a pesar de la incertidumbre arancelaria— tras anotarse más de un 15% en los últimos doce meses. Cotiza con un PER a 12 meses superior a 15 veces, casi 10 puntos por debajo del nivel del principal índice estadounidense, el S&P 500. ¿Estamos de nuevo ante una trampa o, por fin, ante un cambio de tendencia?**

→ **Creemos que los principales inconvenientes que descuentan el mercado no lo son tanto: los aranceles no neutralizarán el efecto positivo de la mayor inversión; el giro de Alemania no es cosmético, sino profundo —aunque su impacto no sea inmediato—; y los problemas financieros de Francia podrían tener repercusión local, pero, teniendo en cuenta que al menos un 70% de la región está bien posicionada para acelerar su crecimiento, con Alemania y el sur de Europa a la cabeza, pensamos que esta vez el cambio va en serio.**

→ **Dado el historial de la clase de activo, muchos inversores aún no están dispuestos a concederle el beneficio de la duda y necesitan ver transformaciones más evidentes para cambiar su percepción. Esto se refleja en la evolución de los mercados: la tendencia es positiva, pero carece todavía de una base amplia. De momento parece más una reducción de infraponderaciones y una apuesta táctica por determinadas posiciones —el DAX alemán y los sectores financiero y de defensa— que un compromiso claro con toda la región.** •

más negativa de la que refleja la realidad. Nos recuerdan a la de los bancos en 2018-2020. En línea con estas expectativas, las constructoras también pueden beneficiarse de los planes de inversión en infraestructuras, especialmente en Alemania.

Asimismo, las compañías energéticas deberían recibir un impulso de los planes europeos para aumentar la producción de energías limpias y reducir la dependencia exterior. Y un sector que creemos puede convertirse en protagonista es

el financiero, gracias a los bajos tipos de interés y al incremento de la actividad crediticia. Los bancos representan dos tercios del mecanismo de transferencias en Europa; son la clave para mover el dinero en la región y siempre se benefician de la bonanza económica. No obstante, tras la revalorización vivida desde 2020 (su valor en libros ha pasado de 0,4 veces a 1,1 veces en la actualidad), su potencial alcista ya no es tan elevado.

NO TODO ES PERFECTO

A pesar de todo lo comentado, no queremos cerrar sin reconocer que no todo es perfecto en Europa. La región afronta numerosos problemas que han lastrado su crecimiento y le han hecho perder competitividad frente a otras áreas geográficas: la burocracia, la falta de un verdadero sector tecnológico líder, una excesiva aversión al riesgo... Sin embargo, para ganar dinero con la renta variable no es necesaria la perfección; basta con que las valoraciones de las compañías en las que se invierte sean lo suficientemente atractivas.

Y lo que vemos en Europa es que esas valoraciones están en niveles tan deprimidos que ya descuentan un escenario extremadamente negativo, de modo que cualquier sorpresa positiva puede tener un impacto significativo en el sentimiento de los inversores. La realidad de los datos y de los hechos apunta, además, a que el futuro será más favorable que el presente y el pasado: Europa tiene el potencial de cerrar el diferencial de crecimiento con Estados Unidos gracias a una política fiscal mucho más proactiva. ●

INVERSIONES ALTERNATIVAS

Capital privado al alcance del inversor individual

Los inversores institucionales han estado presentes en el mercado de capital privado (*private equity*, PE) durante décadas, atraídos por las ventajas que aporta a las carteras y por su rentabilidad superior a largo plazo frente a la renta variable pública. Sin embargo, a pesar de estos beneficios, el PE ha estado fuera del alcance de la mayoría de los inversores individuales en España y en el resto del mundo.

Hoy, los cambios regulatorios y la innovación en las estructuras de producto — como los fondos *evergreen* y los Fondos Europeos de Inversión a Largo Plazo (ELTIF)— están transformando esta dinámica y facilitando el acceso al PE para los inversores individuales.

España, en particular, ha sido reconocida por su régimen regulatorio

Tradicionalmente, los inversores individuales han dependido principalmente de los mercados públicos para construir su patrimonio. Sin embargo, en los últimos años, el panorama financiero ha evolucionado rápidamente: el número de empresas cotizadas ha disminuido y una proporción creciente del crecimiento económico se genera en compañías privadas. Por **José Luis González Pastor.***

**Managing Director, Neuberger Private Equity.*

progresista. Los recientes cambios, incluida la implementación del ELTIF 2.0 y otras reformas legales, han propiciado nuevas estructuras con mayor liquidez y transparencia, ampliando y simplificando el acceso a los mercados privados para los inversores españoles.

VENTAJAS DEL CAPITAL PRIVADO

El capital privado cuenta con un historial sólido de generación de rentabilidades excepcionales a largo plazo. Como muestra la figura 1, los fondos globales de PE han superado consistentemente a la renta variable pública por varios cientos de puntos básicos en periodos de 10, 15 y 20 años hasta el primer trimestre de 2025. Los gestores de PE más destacados han superado aún más al mercado público, alcanzando diferencias de 800 a 1.000 puntos básicos. Creemos que esta rentabilidad, al acumularse, puede generar una creación significativa de riqueza para los inversores con horizontes de inversión prolongados. El desempeño histórico no garantiza rendimientos futuros.

¿Qué impulsa este rendimiento superior? Consideramos que el PE ofrece dos ventajas clave frente a la renta variable pública: 1) la posibilidad de invertir en un universo más amplio y diversificado, y 2) la capacidad del gestor para crear valor mediante mejoras operativas activas en las empresas participadas.



UN UNIVERSO DE INVERSIÓN MÁS AMPLIO

El mercado de PE permite invertir en una amplia gama de compañías, incluidas empresas medianas y de alto crecimiento no accesibles en los mercados públicos. Ampliar el universo de inversión puede desbloquear nuevas fuentes de alfa y aumentar la resiliencia de la cartera, especialmente en un contexto en el que el riesgo de concentración en los índices públicos ha aumentado. Por ejemplo, hace diez años, las diez mayores empresas estadounidenses representaban el 18% del S&P 500; hoy suponen el 37%, dominadas principalmente por el sector tecnológico (ver figura 2).

Además, la empresa media en una cartera de PE suele ser más pequeña que la empresa cotizada mediana, incluso si se considera el índice Russell 2000 (ver figura 3). Esto implica que quienes invierten únicamente en mercados públicos pueden perderse el potencial de rentabilidad de las empresas pequeñas y medianas.

OPORTUNIDAD DE CREACIÓN DE VALOR

Los gestores de PE colaboran estrechamente con las compañías participadas para identificar mejoras operativas e impulsar la innovación. A diferencia de los inversores en mercados públicos, que tienen poca influencia en la gestión, los gestores de PE ejercen un

EL CAPITAL PRIVADO CUENTA CON UN HISTORIAL SÓLIDO DE GENERACIÓN DE RENTABILIDADES EXCEPCIONALES A LARGO PLAZO.

control relevante y cuentan con flexibilidad para implementar cambios estratégicos y estructurales que mejoren los resultados y el valor de la empresa. Además, deciden el momento y la forma de desinvertir, maximizando la rentabilidad. Este enfoque activo y orientado a la creación de valor explica, en gran parte, el mejor desempeño histórico del PE respecto a los mercados públicos.

SUPERANDO BARRERAS TRADICIONALES

A pesar de sus ventajas, los vehículos tradicionales de PE han presentado barreras significativas para los inversores individuales y ***

*** no profesionales: importes mínimos elevados (superiores a US\$ 250 000), largos periodos de iliquidez (7-10 años) y opciones limitadas de desinversión.

Actualmente, innovaciones como los fondos *evergreen* y los ELTIF (ver tabla) están permitiendo a los inversores individuales acceder a los mismos gestores de PE que antes solo estaban disponibles para grandes instituciones.

Cabe destacar que "evergreen" hace referencia a una estructura de fondo abierta, diseñada para suscripciones y reembolsos periódicos; mientras que el ELTIF es un vehículo regulado paneuropeo que puede estructurarse como fondo semi-líquido o cerrado. En España proliferan los ELTIF con características *evergreen*, facilitando el acceso y la liquidez, y surgen otros vehículos regulados *evergreen*, ampliando el abanico de opciones para el inversor individual.

Los inversores españoles cuentan hoy con un abanico amplio de soluciones de PE *evergreen*, incluidos los fondos regulados localmente que permiten suscripciones y reembolsos periódicos. Esta variedad de opciones permite adaptar la exposición al PE a las necesidades de liquidez y a los objetivos de inversión de cada individuo, haciendo que los mercados privados sean más accesibles y prácticos que nunca.

COMPRENDER LOS RIESGOS

Aunque los vehículos *evergreen* y los ELTIF están diseñados para abrir el

Fondos Europeos de Inversión a Largo Plazo (ELTIF)



➔ Los ELTIF son estructuras reguladas diseñadas específicamente para dar acceso a los mercados privados, incluido el PE, a los inversores individuales europeos. Desde la entrada en vigor del régimen ELTIF 2.0, muchos se han estructurado como fondos *evergreen*, permitiendo suscripciones y reembolsos periódicos y brindando flexibilidad y accesibilidad frente a los fondos cerrados tradicionales. Estos vehículos ofrecen ventajas como menores mínimos de inversión, liquidez periódica y simplificación fiscal (ver tabla), lo que los convierte en una opción cada vez más popular entre los inversores españoles que buscan diversificación y crecimiento a largo plazo.

➔ Bajo el régimen paneuropeo ELTIF, el capital se canaliza hacia proyectos y empresas que requieren financiación a largo plazo, impulsando el crecimiento económico y ofreciendo la posibilidad de obtener rentabilidades ajustadas al riesgo atractivas. Supervisados por reguladores europeos, los ELTIF están bien diversificados por sectores, geografías y tamaños de empresa. Consideramos que estos vehículos son una solución relevante para los inversores españoles que desean diversificar su cartera y acceder a gestores líderes de PE, pero que no pueden invertir en fondos tradicionales.

LOS ELTIF OFRECEN BENEFICIOS ORIENTADOS AL INVERSOR INDIVIDUAL

| | Fondo tradicional de <i>private equity</i> | ELTIF Semi-Líquido |
|---|---|---|
| Fácil acceso para inversores Individuales | No | Sí |
| Mínimos de inversión | Alto | Bajo |
| Proceso de suscripción | Complejo | Simple |
| Llamadas de capital | Múltiples: el capital es desembolsado a lo largo de varios años, plazos inciertos | Único: el capital es desembolsado al momento de la suscripción en un portafolio diversificado |
| Liquidez | Ilíquido | Suscripciones y reembolsos periódicos |
| Riesgo de reinversión | Sí. El inversor asume el riesgo de reinversión | No. Reinversión automática de los rendimientos |
| Reporting | Poco frecuente y complejo | Periódico y transparente |

Fuente: Neuberger Berman Private Markets. Solo con fines ilustrativos.

acceso a los mercados privados, existen riesgos que los inversores deben considerar:

» **Liquidez limitada:** aunque estos fondos pueden ofrecer reembolsos regulares, la liquidez es inferior a la de los fondos de renta variable pública negociados a diario.

» **Horizonte de inversión prolongado:** los vehículos *evergreen* y los ELTIF están

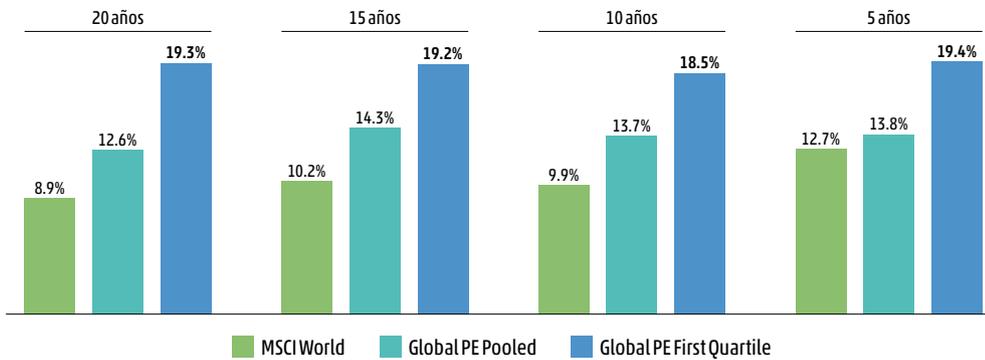
LOS GESTORES DE PE COLABORAN ESTRECHAMENTE CON LAS COMPAÑÍAS PARTICIPADAS PARA IDENTIFICAR MEJORAS OPERATIVAS E IMPULSAR INNOVACIÓN.

diseñados para inversiones a largo plazo, lo que puede no ser adecuado para inversores con necesidades de liquidez a corto o medio plazo.

» **Estructura de comisiones:** tienden a tener comisiones de gestión superiores a las de los fondos indexados o mutuos tradicionales.

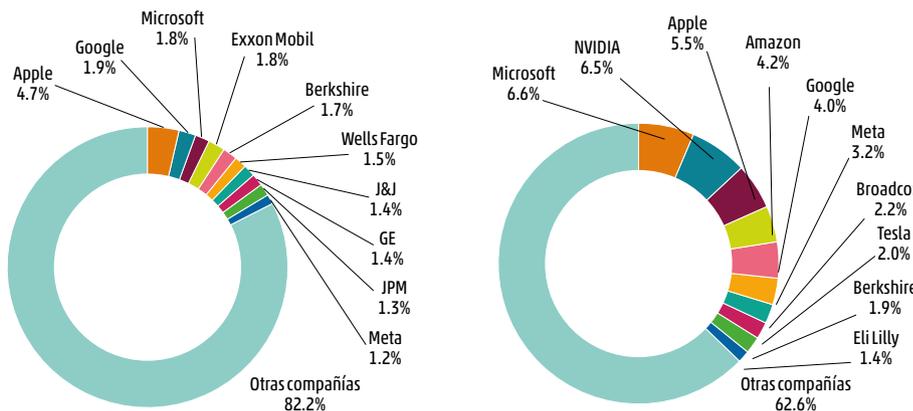
» **Selección de gestores:** existe una amplia dispersión en los resultados de los gestores de PE, por lo que es

EL CAPITAL PRIVADO HA SUPERADO A LA RENTA VARIABLE PÚBLICA A LARGO PLAZO



Fuente: Datos de private equity de Burgiss. Se presentan la TIR acumulada y el rendimiento del primer cuartil para el universo global de private equity a cierre del primer trimestre de 2025, que corresponde a la información más reciente disponible. Los datos de mercados públicos provienen de Neuberger Berman y corresponden al primer trimestre de 2025.

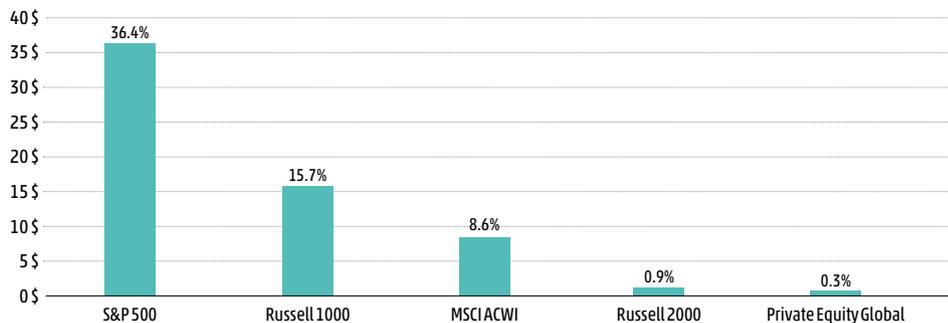
EL RIESGO DE CONCENTRACIÓN HA AUMENTADO: LAS 10 MAYORES EMPRESAS SUPONEN EL 37% DEL S&P 500



Participación de las 10 principales acciones en la capitalización bursátil del S&P 500, 30 de junio de 2015 (izquierda) vs. 16 de junio de 2025 (derecha)¹.

Fuente: Bloomberg, S&P. Cifras a junio 06, 2025.

LOS ÍNDICES PÚBLICOS TIENEN UNA EXPOSICIÓN SIGNIFICATIVA A GRANDES EMPRESAS, AUMENTANDO EL RIESGO DE CONCENTRACIÓN



Capitalización bursátil mediana de las compañías (en miles de millones de dólares estadounidenses).

Fuente: FTSE, MSCI, S&P, Pitchbook.

Nota: Cifras medias de los índices a cierre del segundo trimestre de 2025. El Private Equity Global está representado por la valoración post-money mediana de todas las transacciones respaldadas por fondos de private equity cerradas en lo que va de 2025.

fundamental seleccionar aquellos con acceso a inversiones de calidad institucional. Los inversores también deben tener en cuenta los diferentes enfoques de los gestores y asegurarse de que las inversiones en los fondos sean coherentes con la naturaleza de los vehículos.

Para quienes deseen profundizar en los mercados privados, Neuberger Berman ha

desarrollado la Neuberger Private Markets Academy, una plataforma educativa orientada a ayudar a los clientes a comprender mejor esta clase de activos. Cada módulo está acreditado con una hora de formación continua para las certificaciones profesionales EFPA.

MÁS ACCESIBLE

El capital privado antes estaba reservado a inversores

institucionales, como fondos de pensiones y *endowments*. Ahora, gracias a la innovación en producto y regulación, el PE es más accesible para los inversores individuales que buscan mayor diversificación y rentabilidades atractivas ajustadas al riesgo. Comprendiendo las opciones y riesgos, y contando con el asesoramiento adecuado, los inversores españoles tienen

una oportunidad emocionante que puede potenciar sus carteras y permitirles alcanzar sus objetivos a largo plazo. ●

*Este material se proporciona únicamente con fines informativos y no constituye asesoramiento financiero, legal ni fiscal; las decisiones de inversión implican riesgos y se recomienda consultar con un profesional.

Fondos para el *sprint* final del año

En este cierre de año, los fondos de inversión recomendados por gestoras destacan por moverse en torno a tres grandes ideas: innovación, flexibilidad y búsqueda de valor. La tecnología sigue en primera línea con temáticas como la ciberseguridad, la inteligencia artificial o el uso masivo de datos, motores de crecimiento a largo plazo. Europa también gana protagonismo con oportunidades ligadas a la transición energética, la relocalización de la industria y el impulso de compañías medianas con gran potencial. Al mismo tiempo, la apuesta por empresas de calidad y con

valoraciones atractivas continúa siendo un refugio seguro para quienes piensan en el largo plazo. En renta fija, se imponen estrategias dinámicas capaces de adaptarse a distintos escenarios de tipos de interés, combinando protección y rentabilidad. Y en el terreno de las alternativas, cobran fuerza propuestas ligadas a infraestructuras sostenibles o al *private equity* con un enfoque más defensivo. En conjunto, la tendencia es clara: aprovechar los grandes cambios estructurales de la economía, equilibrar riesgos y responder a las necesidades de un inversor cada vez más exigente y selectivo. ●

ALKEN FUND (ALKEN ASSET MANAGEMENT LTD)

Alken Fund Small Cap Europe (2007)

ESTRATEGIA. Lograr una revalorización anualizada del capital a largo plazo mediante rentabilidad ajustada al riesgo superior a la del índice de referencia (MSCI Europe Small Cap). Invertirá al menos el 75% de sus activos en valores de renta variable de compañías con sede en Europa y una capitalización bursátil inferior a 10.000 millones de euros.

TEMÁTICA. Valores de compañías europeas de pequeña y mediana capitalización, con un enfoque fundamental de gestión activa.

EVOLUCIÓN. En los últimos 24 meses, ha batido a su índice de referencia, habiendo conseguido generar rentabilidades positivas en el 2022, un sólido 2023 y 2024 (+14-15 % cada año) y un estelar 2025 YTD (~41%). Con ello se coloca en primer decil, con un Sharpe a 2 años de 2.25 y una ratio de información por encima del 4%. Esta rentabilidad refleja una disciplinada selección de valores y una sólida ejecución ajustada al riesgo.

CONTACTO.
Jaime Mesía.
Francisco Lozano 15, Madrid 28008.
Tel.: 629 13 30 83.

ALLIANZ GLOBAL INVESTORS

Allianz Cyber Security (2021)

ESTRATEGIA. Allianz Cyber Security constituye una cartera diversificada en acciones globales de ciberseguridad, con un enfoque especial en compañías de mediana capitalización. Su objetivo es identificar líderes del sector que se beneficien de factores que favorecen su crecimiento a largo plazo.

TEMÁTICA. El fondo invierte en una selección concentrada de entre 30 y 60 valores de compañías cuyos negocios se beneficien de la "ciberseguridad" o cuya actividad esté actualmente relacionada con dicho tema, conformando una cartera gestionada con alta convicción.

EVOLUCIÓN. El fondo muestra un desempeño destacado y sólido, con rentabilidades positivas en la mayoría de los periodos, reflejando la solidez y eficacia de su estrategia a largo plazo dentro de un segmento del mercado que creemos que tiene un gran potencial de crecimiento. De hecho, se prevé que el mercado de la ciberseguridad crezca un 12,6% anual hasta 2030.

CONTACTO.
Allianz Global Investors.
Ortega y Gasset, 7- 2a planta, 28006 Madrid.
Tel. +34 910 477 417.

AMIRAL GESTION

Sextant Quality Focus (30/11/2022)

ESTRATEGIA. Sextant Quality Focus invierte en renta variable internacional, sin restricciones sectoriales, geográficas o de capitalización bursátil. El fondo tiene como objetivo seleccionar una cartera concentrada en las compañías de mayor calidad identificadas a nivel global cuya valoración relativa sea más atractiva en cada momento dado.

TEMÁTICA. Selección de empresas de calidad, líderes en su sector, que responden a un doble atractivo: rentabilidad y valoración. Un universo de inversión restringido (200 valores), combinado con el uso de herramientas digitales internas que permiten identificar ineficiencias del mercado y evaluar las oportunidades en términos de valoración, calidad y crecimiento.

EVOLUCIÓN. Sextant Quality Focus (SFDR 8) tiene como objetivo superar al índice MSCI World Net TR EUR en su horizonte de inversión recomendado de 5 años. Desde creación ha obtenido una rentabilidad anualizada del +20,4% (+12,1%) y una volatilidad anualizada del 12,6% (14,3%). (30/05/2025)

CONTACTO.
Borja Aguiar y Pablo Martínez.
Velázquez 34, 7º- 28001 Madrid.
inversores@amiralgestion.com
Tel.: +34 910 623 675.

BNY INVESTMENTS

BNY Mellon Global Short-Dated High Yield Bond Fund (2016)

ESTRATEGIA. Ofrecer rentabilidades positivas superiores a las del Índice de referencia basado en el efectivo SOFR (compuesto a 90 días) en periodos sucesivos de 3 años.

TEMÁTICA. Renta fija global a corto plazo con TIR atractiva, baja volatilidad y mejor comportamiento en entornos de mayor prima de riesgo.

EVOLUCIÓN. En el corto plazo, el fondo ha mostrado un rendimiento positivo del 1,01% en el último mes, 2,32% en tres meses y 3,39% en seis meses, superando al índice de referencia SOFR 90-Day Compounded en todos estos periodos.

En el último año, la rentabilidad acumulada fue del 7,91%, frente al 4,92% del índice, mientras que en horizontes de 3 y 5 años el fondo ha registrado incrementos del 32,10% y 33,12%, claramente por encima del SOFR y en el primer y segundo cuartil del sector.

CONTACTO.
José Abascal 45, 4º,
Madrid 28003.
Tel.: 917 445 800.
contact.iberia@bny.com



ALGEBRIS GLOBAL CREDIT OPPORTUNITIES FUND

GESTORA. Algebris Investments es una gestora de inversiones global con una larga trayectoria gestionando estrategias de renta fija y renta variable. Fundada en 2006 por su actual CEO, Davide Serra, tiene €30.000 millones de activos bajo gestión y cuenta con una amplia presencia internacional a través de sus oficinas en Londres (HQ), Milán, Roma, Dublín, Zúrich, Boston, Singapur y Tokio.

ESTRATEGIA. El Algebris Global Credit Opportunities Fund es una estrategia de renta fija flexible y global que puede invertir a lo largo de todo el espectro de la renta fija, pudiendo también utilizar coberturas para proteger la cartera y controlar la volatilidad.

→ El núcleo de la estrategia lo constituye una cartera de crédito bottom up (incluyendo crédito financiero, emisiones de grado de inver-

sión, alto rendimiento y mercados emergentes) que se complementa con una serie de coberturas macro para adaptar los riesgos de la cartera a la visión de mercado del equipo. Estas coberturas se utilizan principalmente para gestionar de forma activa la exposición neta a mercado y la duración del fondo.

→ El objetivo del fondo es ofrecer a los inversores una alternativa inteligente para invertir en renta fija que pueda navegar los diferentes entornos de mercado con un perfil de rentabilidad/riesgo más atractivo que el de los principales índices.

→ Para ello es necesaria una gestión muy activa y dinámica de la cartera y los factores de riesgo, algo que diferencia a esta estrategia de otros fondos que están más limitados por sus índices de referencia.

→ El equipo que gestiona el fondo está liderado por James Friedman (Boston; 22 años de experiencia), y está formado por 6 profesionales de inversión, cada uno especializado en los diferentes segmentos del universo de crédito.

EVOLUCIÓN. El fondo tiene 5 estrellas Morningstar, y en su categoría (Global Flexible



Davide Serra, fundador y CEO; y James Friedman, gestor del fondo.

Bond – EUR) destaca en el primer percentil a 5 años y a 3 años. El indicador de riesgo DFI es 3/7. (Datos 31.05.2025).



Este es un documento de marketing. Consulta el código QR para ver los avisos legales.

CONTACTO.

Algebris Investments.
client.relations@algebris.com
Tel: +44 203 196 2450.



PARADIGMA FLEXIBLE BONDS (LU0546216986)

ENTIDAD. A&G Global Investors ofrece una cuidada selección de activos y gestiona más de 1.000 millones de euros. Su gama de fondos de inversión líquidos (600 millones de euros) incluye fondos de renta fija, multiactivos y renta variable, junto con soluciones más innovadoras como activos digitales, siempre con un enfoque flexible y activo. En paralelo, ofrece un área de inversiones alternativas (400 millones de euros) diversificada en tres estrategias: transición energética, inmobiliario y *private equity buyouts*.

FONDO. Paradigma Flexible Bonds (LU0546216986)- Renta Fija Flexible.

→ **Gestor del fondo:** Germán García Mellado.

→ **Características:** Fondo de Renta Fija.

Flexible* que se adapta de forma dinámica y activa a los diferentes entornos de mercado, con el objetivo de generar rentabilidad atractiva para el inversor conservador. Combina

un análisis macroeconómico y de políticas monetarias para la asignación de activos con un exhaustivo análisis fundamental de crédito para la selección de valores.

Gestionado activamente por un equipo experimentado (liderado por Germán García Mellado desde el año 2018), el fondo construye una cartera diversificada en deuda pública, crédito corporativo y estrategias de valor relativo. Se puede posicionar en duraciones entre 0 y 7 años (históricamente entre 2 y 4). Las emisiones son principalmente en euros, con una calificación media mínima de grado de inversión y límites estrictos (máximo 35% *high yield*, 15% CoCos), priorizando la liquidez y la preservación del capital. * Nivel de riesgo 2 sobre 7.

RENTABILIDADES. (datos a 31 de agosto 2025, fuente Morningstar)
2025: +1,9% / 1 año: +3,1% / 3 años: +12,6% / 5 años: +8,3%

ESTRATEGIA. Inversión en infraestructuras sostenibles - Activos Alternativos, Infraestructuras

→ **Gestor:** Miguel Lizaso

→ **Características:** Estrategia que invierte en activos de infraestructuras comprendidos en cuatro verticales: electrificación, descarboni-



Julio Martín-Simo, responsable de Relación con Inversores Estrategias Alternativas y Francisco Lomba Galluzzo, responsable de Relación con Inversores Fondos Líquidos.

zación industrial, circularidad e infraestructura habilitante.

Invierte en activos que contribuyen a la descarbonización e independencia energética de Europa. Combinando la experiencia de un equipo multidisciplinar que opera como una plataforma integrada, la estrategia identifica soluciones probadas que producen un claro impacto medioambiental y en la sociedad.

CONTACTO.

ayglobalinvestors.com
institucional@ayg.es
Tel.: +34 915 902 121.



CT (LUX) GLOBAL TECHNOLOGY

GESTORA.

Columbia Threadneedle Investments es una gestora de activos globales que pertenece a Ameriprise Financial (NYSE: AMP), una compañía fundada en 1894 líder en servicios financieros con sede en EE. UU. (Minneapolis), lo que supone el apoyo de una gran compañía de servicios financieros ampliamente diversificada y capitalizada.

→ Director de la oficina de España:
Rubén García Páez.

→ Equipo:

Gabriel Simón, director de ventas Iberia;

Carlos Moreno, director de ventas Iberia;

Greta Galdós y **Marisol Vallejo**, Client

Management Iberia & Latam;

Elena Carranza, Marketing Iberia & Latam.

Columbia Threadneedle Investments gestiona (a 30 de junio de 2025) €557.000 millones, tiene presencia en 17 países y



Director General
Iberia y Latam:
**Rubén García
Páez.**

cuenta con más de 2.300 empleados, entre los que hay más de 550 profesionales de la inversión y más de 200 analistas.

El gestor principal del fondo se llama Paul Wick y está basado en Silicon Valley, California. Es el gestor de carteras más longevo del sector tecnológico de Estados Unidos y con mayor permanencia en la misma compañía. Cuenta con el respaldo de uno de los equipos tecnológicos mundiales de mayor tamaño y con más experiencia en el sector (experiencia media de más de 20 años).

ESTRATEGIA.

Se trata de un fondo de renta variable global que invierte en compañías tecnológicas y relacionadas con la tecnología que exhiben potencial para generar rentabilidades sólidas y sostenibles.

TEMÁTICA.

El gestor sigue un estilo "a contracorriente", en el que aprovecha las oportunidades que ofrecen las compañías incomprendidas e ignoradas por los analistas, de modo que adquiere una temprana exposición a una tendencia antes de que la idea sea plenamente apreciada por el mercado. El enfoque no está ligado a ningún índice de referencia, sino que el gestor busca compañías que presenten atractivas valoraciones con un potencial de crecimiento sostenible y sobre las que tenemos un elevado grado de convicción y experiencia.

EVOLUCIÓN.

La rentabilidad neta anualizada en USD a 1 año es de 19,4%; a 3 años es 19,1%, a 5 años es 18,9% y a 10 años es de 19%.

CONTACTO.

Columbia Threadneedle España.

Spain.support@

columbiathreadneedle.com

columbiathreadneedle.es

Rosas de Aravaca, 31,

28023 Madrid.

Tel.: 911 873 100.

COBAS ASSET MANAGEMENT SGIC S.A.

Cobas Iberia FI (2017)

ESTRATEGIA. El objetivo es construir una cartera *long-only* diversificada, que ofrezca oportunidades de inversión con un rango de rentabilidad/riesgo atractivo en España y Portugal. La filosofía de inversión se basa en el *value investing*: compra de buenos negocios con ventajas competitivas duraderas, gestionados por un buen equipo profesional y que la acción esté cotizando con gran descuento respecto a su valor intrínseco, ofreciendo altos potenciales de revalorización en el largo plazo.

EVOLUCIÓN.

12,8% Minería y metales

9,9% Farma y biotec

6,9% Salud

6,5% Automoción

10,3% Energía

7,5% Papelero

6,6% Petróleo & gas

39,7% Otros

Rentabilidades anuales (Clase C, referencia):

Julio 2025: +34,36 %

2024: +12,10 %

2023: +22,73 %

Indicador de riesgo: 4/7

CONTACTO.

Carlos González Ramos.

Director Relación con Inversores.

Tel.: 917 556 800.

NORDEA ASSET MANAGEMENT

Nordea 1 – Empower Europe Fund

ESTRATEGIA. Nordea 1 – Empower Europe es una estrategia temática de renta variable europea de alta convicción y multicap, diseñada para aprovechar las oportunidades derivadas del impulso estructural de Europa.

TEMÁTICA. Aprovechando la importante inversión movilizada por la UE para acelerar el desarrollo en áreas estratégicas, el fondo se centra en tres temas clave que impulsan el cambio estructural de Europa: resiliencia energética, relocalización industrial y, ciberseguridad y defensa, invirtiendo en compañías bien posicionadas para beneficiarse de esta transformación del continente.

EVOLUCIÓN. Lanzado en 2025, el fondo es gestionado por un equipo con más de 30 años de experiencia en renta variable europea. El back-test de la estrategia muestra un sólido rendimiento acumulado (+57%) y exceso de rentabilidad (+24%) sobre el MSCI Europe IMI (período considerado: 31/12/2022–30/04/2025).

CONTACTO.

clientservice.iberialatam@nordea.com.

Pedro Muñoz Seca, 2, 6ª planta,

28001 Madrid, España.

Tel: +34 910 616 679.

UTMOST WEALTH SOLUTIONS

Soluciones basadas en seguros de vida unit-linked internacionales

ESTRATEGIA. Utmost Wealth Solutions (UWS) ofrece soluciones de gestión patrimonial personalizadas para clientes de alto patrimonio. Su enfoque se basa en cuatro pilares estratégicos: orientación al cliente, eficiencia operativa, crecimiento sostenido y rentabilidad perdurable a largo plazo.

OBJETIVO. Nuestras soluciones patrimoniales para España se centran en pólizas de seguro de vida unit-linked, las cuales ofrecen múltiples beneficios relacionados con las inversiones financieras que permiten al cliente alcanzar mayores rentabilidades, ciertas ventajas fiscales, y flexibilidad en la planificación sucesoria facilitando una transmisión sencilla, eficiente y dinámica del patrimonio entre generaciones.

A 31 de diciembre de 2024, Utmost Wealth Solutions administra más de 120.000 millones de euros en activos. Nuestra solidez financiera está avalada por Fitch Ratings, que ha otorgado a cada una de nuestras cuatro aseguradoras una calificación de solidez financiera 'A+' con perspectiva estable.

CONTACTO.

Diego de Elejabeitia.

diego.elejabeitia@utmostgroup.com.

utmostinternational.com



EDMOND DE ROTHSCHILD

EDMOND DE ROTHSCHILD FUND BIG DATA

GESTORA. Edmond de Rothschild es una casa de inversión fundada en 1953 que cree que la riqueza al servicio de la economía real contribuye a un progreso continuo. Con casi tres siglos de innovación financiera, está especializada en banca privada y gestión de activos, ofreciendo experiencia reconocida en gestión de patrimonio, ingeniería patrimonial, seguros de vida, servicios a gestores independientes, corporate finance, capital riesgo, activos inmobiliarios, infraestructuras, estrategias líquidas y administración de fondos. Gestiona más de 195.000 millones de EUR y tiene un sólido ratio CET 1 del 19,7% (31/12/2024).

El fondo EdRF Big Data está gestionado por Jacques-Aurélien Marcireau, corresponsable de la gestión de acciones, y Xiadong Bao, cogestor del fondo, quienes buscan capitalizar el potencial del Big Data. Creado el 31 de agosto

de 2015, el fondo tiene un patrimonio neto de 2.495 millones de euros a 31/07/2024 y está clasificado como SFDR 8.

OBJETIVO. Capitalizar el potencial de las empresas internacionales que se benefician de la revolución del Big Data, abordando tres dimensiones clave: volumen, variedad y velocidad. La generación diaria de 2,5 billones de bytes de datos representa una oportunidad significativa para los inversores.

ENFOQUE DE GESTIÓN. El equipo adopta una visión transversal del tema para construir una cartera basada en tres tipos de empresas:

→ **Infraestructuras:** empresas que recopilan, almacenan o protegen datos (sensores, centros de datos, etc.).

→ **Análisis de datos:** empresas editoras de software que permiten el análisis de estos datos.

→ **Usuarios de datos:** empresas no tecnológicas que ya han incorporado el uso de estos datos en su actividad principal para obtener una ventaja competitiva.

Dada la fuerte dinámica de la temática, se mantiene un enfoque pragmático y selectivo con disciplina estricta sobre los niveles de valoración del sector tecnológico, identificando a los actores que sabrán aprovechar estas oportunidades.



Gestores del fondo: Jacques-Aurélien Marcireau // Xiadong Bao.

EVOLUCIÓN. Rendimiento de la clase I-EUR desde el lanzamiento del fondo (31/08/2015): 250% (13,4% anualizado) frente al 187% (11,2% anualizado) del índice MSCI World NR EUR.

Los rendimientos y la volatilidad pasados no son indicativos de rendimientos futuros, no son constantes y pueden verse afectados por la evolución de los tipos de cambio. Los rendimientos indicados no incluyen costes y comisiones de emisión y reembolso, pero sí incluyen gastos corrientes, intermediación y posibles comisiones de rendimiento.

CONTACTO.

María García Fernández.
m.garcia@edr.com
+34 608 19 59 77.



HAMCO GLOBAL VALUE FUND

GESTORA. HAMCO AM SGIIC, S.A. es una gestora independiente de activos registrada en la CNMV con el número 293, con sede en Madrid. Fundada y liderada por John Tidd, profesional con más de 25 años de experiencia en la industria de gestión de activos, la gestora nace con el objetivo de consolidar una propuesta propia de gestión activa en el mercado español y europeo. La firma destaca por su experiencia en encontrar oportunidades value en renta variable. HAMCO AM SGIIC representa la culminación de una trayectoria dedicada a la gestión value, donde la independencia y la alineación de intereses con los inversores son pilares fundamentales.

ESTRATEGIA. Hamco Global Value Fund es un fondo de renta variable global gestionado bajo una filosofía value en el que se implementa una estrategia activa deep value. El fondo invierte en empresas de cualquier sector, capitalización y localización geográfica, poniendo el foco en compañías infravaloradas

con potencial de revalorización a largo plazo. El proceso de inversión se basa en el análisis fundamental y una exhaustiva investigación bottom-up, lo que permite identificar oportunidades únicas que el mercado suele pasar por alto. La gestión activa del riesgo y la preservación del capital son prioridades en todo momento.

El fondo prioriza la selección de activos con margen de seguridad, sólidos balances y capacidad de generación de caja sostenible. La experiencia del equipo gestor, liderado por John Tidd, aporta una visión global y una disciplina rigurosa en la toma de decisiones.

→ Gestor con más de 25 años de experiencia invirtiendo en más de 35 países que lidera un equipo de 6 analistas y 2 consultores locales (uno en Japón y otro en Corea del Sur).

→ Baja correlación con índices de mercado y otros fondos de inversión, incluso fondos value.

→ Estrategia deep value global caracterizada por una cartera a bajos múltiplos compuesta por empresas de todo el mundo. Verdadera diversificación global.

EVOLUCIÓN. El fondo Hamco Global Value Fund ha arrojado una rentabilidad anualizada del 18,1% desde su lanzamiento en 2019. Su rentabilidad anualizada en los últimos 5 años es de un 25,7%. Destaca su buen comportamiento en 2022, con una rentabilidad del 29,1% en un mercado bajista para la renta



De izquierda a derecha: Daniel Puleo, Gabriel Martínez, Pablo Istillarte, Luciana Moretti, John Tidd y Juan José Torrecillas.

variable. Actualmente, Hamco Global Value Fund tiene más de 130 millones bajo gestión y contará con ISIN luxemburgués en los próximos meses.

CONTACTO.

HAMCO AM SGIIC, S.A.
Paseo de la Castellana, 141 - 19ª
28046 Madrid.
hamco.es
info@hamco.es



LA FINANCIÈRE
DE L'ÉCHIQUIER

ECHIQUIER ARTIFICIAL INTELLIGENCE

GESTORA. Creada en 1991 y filial de LBP AM desde julio de 2023, La Financière de l'Échiquier (LFDE) es una de las principales gestoras de activos de convicción en Europa. LFDE se apoya en su experiencia y conocimiento para generar un alto valor añadido y ofrecer a sus clientes institucionales, clientes privados y distribuidores productos y soluciones adaptadas a sus objetivos financieros y extra financieros.

CARACTERÍSTICAS. Echiquier Artificial Intelligence es un fondo temático de renta variable internacional gestionado por el equipo tecnológico de LFDE, compuesto por tres expertos que gestionan más de 1.000 millones de euros en activos (a fecha de 11.09.2025). El fondo invierte en empresas líderes en inteligencia artificial (IA), firmas tecnológicas y compañías que se benefician directamente de esta transformación.

El universo de inversión se construye mediante un proceso riguroso que parte de unas 10.000 acciones internacionales con una capitalización bursátil superior a los 1.000 millones de euros. Utilizando un algoritmo semántico y filtros cuantitativos, se identifican unas 900 empresas con exposición directa a la IA. A continuación, el equipo gestor del fondo aplica exclusiones normativas y sectoriales antes de pasar a la fase de análisis cualitativo.

La selección cualitativa se realiza sobre unas 200 compañías a través de un análisis financiero y extra financiero, centrado en factores como la capacidad de adopción de la IA, liderazgo consolidado o emergente, crecimiento sostenible y el impacto de la IA sobre su actividad. Este análisis se complementa con reuniones con compañías, conferencias tecnológicas, llamadas con expertos y revisión de previsiones financieras. Desde el punto de vista extra financiero, se evalúa la calidad de la gobernanza a nivel directivo. El resultado es una cartera de alta convicción concentrada entre 25 y 35 valores.



MÁS INFORMACIÓN Y AVISO LEGAL

El fondo mantiene una exposición signifi-

cativa al software de infraestructura —especialmente en modelos de consumo— y ha reforzado sus posiciones en editores de software que monetizan nuevas funcionalidades de IA generativa, como los copilotos y agentes inteligentes. También está posicionado para aprovechar oportunidades en IA aplicada a centros de datos (Datacenter AI) y en Edge IA dentro del segmento de semiconductores, mientras que, en el contexto económico actual, ha incrementado su exposición a empresas usuarias de IA con un perfil más defensivo.



Iván Díez, Country Head Iberia & Latam en La Financière de l'Échiquier (LFDE).

CONTACTO.

Iván Díez, Country Head Iberia & Latam
Correo: idediez@lfde.com
Tel.: +34 630 214 395
lfde.com/es-es/

swisscanto

SWISSCANTO (LU) BOND FUND COMMITTED SECURED HIGH YIELD

GESTORA. Swisscanto Asset Management International S.A. es la sociedad luxemburguesa de gestión de activos de Zürcher Kantonalbank, uno de los mayores bancos de Suiza con más de 150 años de historia y más de 320.00 millones de euros bajo gestión. Su modelo de inversión propio se basa en sostenibilidad, propósito y calidad y se traduce en un enfoque *bottom-up* con convicción, disciplina y visión de largo plazo. Cuentan con una amplia gama de soluciones registradas en Luxemburgo, con volumen y experiencia, de renta variable (global, emergente y temática - agua, clima, economía digital, economía circular y longevidad) renta fija (*investment grade*, *High Yield*, emergente, híbridos corporativos y CoCos) y multiactivos.

En un entorno de diferenciales comprimidos, esta estrategia permite acceder al High Yield desde una posición más conservadora. El fondo se centra exclusivamente en deuda corporativa garantizada (*senior secured*), es decir, bonos con

garantías y prioridad en caso de impago. Esta estructura ofrece una capa adicional de protección, con tasas de recuperación de hasta el 60%, frente al 40% típico de la deuda sin colateral.

CARACTERÍSTICAS. Lanzado en 2014 (con estrategia original de 2007), el fondo cuenta con 4 estrellas Morningstar y está clasificado como Artículo 8 SFDR (ver en web). Distribuido desde Swisscanto Asset Management International en Luxemburgo y gestionado por el equipo de crédito de Zürcher Kantonalbank, combina experiencia, análisis riguroso y compromiso con la sostenibilidad. El fondo gestiona 200 millones de euros dentro de una estrategia global que supera los 1.000 millones. La clase institucional en euros incluye cobertura de divisa.

EVOLUCIÓN. El equipo realiza una selección activa de emisiones y ajusta la asignación según el entorno de mercado. El fondo evita emisiones subordinadas o con rating CCC, centrándose en deuda senior con sólido colateral. Esto permite elevar la tasa de recuperación en caso de impago y reducir tanto el riesgo de crédito como la volatilidad. Con un *carry* comparable al del *High Yield* tradicional, el fondo ofrece una especie de "colchón implícito"; con los niveles actuales de spread, se comporta como si llevara incorporada una opción put sin coste.



De derecha a izquierda, Gonzalo Ramón-Borja Álvarez de Toledo, Managing Director y Country Head de la oficina de España, y Antonio Feito, Senior Sales Manager España.

Actualmente ofrece una TIR del 6,3%, con duración media de 2,7 años, una cartera diversificada en más de 160 emisores y un rating medio en High Yield de B+.

CONTACTO.

Aviso legal:
<https://www.swisscanto.com/int/es/institucional/cuestiones-legales/informacion-legal.html>
Swisscanto.com
Jorge Juan 35, 28001 Madrid
antonio.feito@swisscanto.com
Tel.: +34 914 161 839

TIKEHAU CAPITAL

TIKEHAU EUROPEAN SOVEREIGNTY FUND

GESTORA. Tikehau Capital es un grupo global de gestión de activos alternativos fundado en 2004, actualmente cuenta con 51.000 millones de euros en activos bajo gestión, presencia en 17 países a través de oficinas locales y 735 empleados (a 31 de junio de 2025).

La gestora cuenta con una experiencia consolidada en crédito privado, activos reales, *private equity* y mercados cotizados, incluyendo estrategias multiactivo y de oportunidades especiales. La gestora del fondo es Tikehau Investment Management, plataforma de gestión de activos de Tikehau Capital. El fondo es un subfondo de la SICAV UCITS luxemburguesa "Tikehau Fund".

CARACTERÍSTICAS. El deseo de construir una Europa más próspera, autónoma y competitiva ha estado arraigado en el ADN de Tikehau Capital desde su creación en 2004. Este compromiso se refleja en el apoyo financiero, tanto pasado como actual, que la firma brinda a compañías europeas de todos los tamaños y en todas las áreas de expertise de la gestora.

La soberanía europea busca limitar la dependencia extranjera, dotando a Europa de autonomía y resiliencia, promoviendo inversión y desarrollo interno, incluyendo autonomía industrial, salud, defensa, digital e infraestructuras críticas.

Por ello, en 2024 se lanzó Tikehau *European Sovereignty Fund*, un vehículo de inversión que busca reforzar la autonomía estratégica europea apostando por compañías consideradas clave en sectores como defensa, energía, salud, industria, tecnología y digitalización. La cartera está compuesta por unas 35/45 compañías europeas que en nuestra opinión cuentan con unos fundamentales de calidad y potencial de crecimiento, que deberían beneficiarse y contribuir a la soberanía europea.

Con una gestión activa, el fondo tiene como objetivo superar el rendimiento del mercado de *renta variable europeo* a largo plazo (>5 años), invirtiendo en acciones de compañías que se benefician o contribuyen a la soberanía europea, alineándose con iniciativas como *Green Deal*, *Chips Act* o *ReArm Europe*.

Esta propuesta responde al nuevo contexto geopolítico y económico europeo, y representa una oportunidad para los inversores que deseen participar en la construcción de una economía más fuerte, independiente y preparada para los desafíos del futuro.



Christian Rouquerol (izq.) & David Martín (der.), co-heads de Iberia de Tikehau Capital.

Aviso legal: El fondo se gestiona de forma activa y conlleva riesgos importantes: pérdida de capital, renta variable, liquidez, contrapartida y sostenibilidad. Consulte el folleto y la documentación del fondo antes de tomar una decisión definitiva de inversión, ya que estos riesgos pueden reducir el valor liquidativo del subfondo.

CONTACTO.

Christian Rouquerol, director de Ventas Europa y Latam y Co Country Head Iberia.
Events-Tikehau-Spain@tikehaucapital.com
+34 910 481 666.
tikehaucapital.com

YIELCO Investments

PRIVATE EQUITY YIELCO DEFENSIVE INVESTMENTS

GESTORA. Fundada en 2011, la firma se ha consolidado como especialista en inversión en mercados privados, incluyendo infraestructuras, deuda privada y *private equity*. A lo largo de su sólida trayectoria, ha gestionado compromisos de inversión por más de 11.000 millones de euros de más de 80 inversores institucionales procedentes de países como Alemania, Austria, Suiza, España e Italia.

CARACTERÍSTICAS. El fondo de coinversión de *Private Equity*, YIELCO Defensive Investments II, es un programa de inversión centrado en inversiones *value* dentro del segmento lower-mid market. Cuenta con un vehículo en Luxemburgo y un Fondo de Capital Riesgo, con un tamaño total objetivo de 300 millones de euros. Invierte en empresas europeas y norteamericanas a través de múltiplos de entrada inferiores al mercado y con un apalancamiento moderado, manteniendo un enfoque defensivo.

ESTRATEGIA. Se centra en *carve-outs*, sucesiones empresariales, reestructuraciones, complejos procesos de compraventa (*broken auctions*) y compañías desatendidas en carteras del *private equity* (*orphans*).

La cartera se construirá con un total de 15-18 transacciones incluyendo *buyouts* complejos y otras transacciones *value*. Sus pilares clave son la fuerte generación de valor a través de mejoras operativas por parte de gestores experimentados y un alto nivel de protección frente a pérdidas.

El fondo coinvierte junto a equipos gestores con los que mantiene relaciones de largo plazo, habiendo participado previamente en fondos gestionados por la mayoría de ellos. La selectividad es muy estricta: invierte en menos del 3% de las oportunidades analizadas y recibidas. El primer cierre del fondo tuvo lugar en abril de este año y, en junio de 2025, alcanzó un tamaño de 250 millones de euros.

EVOLUCIÓN El fondo se basa en el exitoso primer vintage, YIELCO Defensive Investments I, reconocido por sus excelentes resultados. Tras las primeras salidas, la primera añada del fondo ha logrado distribuir a sus inversores un monto superior a la inversión inicial, en tan solo cuatro años desde su primer cierre (2020), alcanzando un TVPI de 2.9x en 2025. El



Arriba: Álvaro Higuero, Elsa van Hulst, Uwe Fleischhauer, Julián Álvarez y Maira Fontes. Abajo: Peter Laib, María Sanz y Dominik Bub.

fondo sucesor, fundado en 2025, aspira a obtener resultados similares, aunque aún está en fase inicial de inversión.

CONTACTO.

YIELCO Investments AG.
Sucursal en España.
investorrelations@yielco.com
yielco.com/es
Lagasca 24, 1º derecha
28001, Madrid.

Salud humana y animal, en el punto de mira de los inversores

acemos menos, y vivimos más. El reto demográfico abordado en este número esconde, sin duda, un reverso de oportunidades relacionadas con la salud, tanto humana como animal.

Las cifras macroeconómicas muestran que, a pesar de los desafíos globales —que no son pocos—, estos sectores cuentan con bases sólidas que respaldan tanto la inversión pública como privada, ofreciendo oportunidades para inversores que buscan estabilidad y exposición a mercados defensivos, aunque con matices.

Según una encuesta de EY dirigida a profesionales de alto nivel vinculados al ámbito del *private equity*, más del 80% de los fondos de capital riesgo mantiene el sector sanitario y de ciencias de la vida como un área prioritaria dentro de su estrategia de inversión. Y, precisamente, el 92% de los encuestados identifica las tendencias demográficas como el factor más relevante que explica el atractivo del sector. El sector de salud animal también presenta un dinamismo notable. En 2024, la industria española de sanidad y nutrición animal alcanzó una facturación de 2.276 millones de euros, con un crecimiento del 8,5% respecto al año anterior.

En este escenario, Labiana Health ilustra cómo el capital privado puede desempeñar un papel estratégico en la creación de valor. Desde su salida a BME Growth en 2022, la compañía ha reforzado su base accionarial con la incorporación de inversores institucionales y family offices. Una de las incorporaciones más relevantes ha



MANUEL RAMOS

[CEO DE LABIANA HEALTH]

sido la de Héctor Ara, a través de su fondo ANCES MEI SL, que ya alcanza el 6,02% del capital.

Con Manuel Ramos manteniendo el control del 53,87% y un *free float* que ronda el 14-18%, la estructura accionarial refleja confianza de largo plazo y estabilidad en la gobernanza. La compañía apuesta por el negocio CDMO en el sector veterinario, donde cuenta con una posición reconocida, y por nichos especializados en salud humana, sin renunciar a la innovación y al desarrollo de producto propio. Todo ello, acompañado de una política activa de relación con inversores, que nos detalla el propio Ramos, CEO de Labiana Health.

Tres preguntas

¿Qué retorno espera ofrecer la compañía al accionista?

Esperamos poder ofrecer un buen retorno en el medio plazo gracias a los distintos sistemas de retribución para

accionistas con los que contamos. En todo caso, los resultados del 2024 (un 13% más que el ejercicio anterior) nos indican que vamos por la buena senda de objetivos de negocio y rentabilidad.

¿Qué estrategia tienen para ampliar la base de inversores y mejorar la liquidez de la acción?

Estamos reforzando nuestra política de comunicación y transparencia con el mercado, aumentando la frecuencia de actualizaciones y el contacto con analistas e inversores, al tiempo que ampliamos nuestra visibilidad internacional para atraer tanto a inversores españoles como a perfiles especializados en salud y biotecnología en otros mercados europeos; todo ello acompañado de una ejecución disciplinada de nuestro plan de negocio, que nos permita seguir demostrando crecimiento en ingresos, rentabilidad y desarrollo de producto, generando confianza, ampliando la base inversora y mejorando de forma sostenida y ambiciosa la liquidez de la acción.

¿Tienen un equipo específico de relación con inversores? ¿Qué apoyo brindan a asesores financieros?

Atender debidamente a los inversores con una información continuada, transparente y precisa es clave. En los meses previos de preparación de nuestra salida a BME Growth ya creamos el área de Relación con Inversores y poco tiempo después de nuestra incorporación, publicamos nuestra “Política de comunicación y contactos con accionistas, inversores institucionales y asesores de voto”, y nuestra política de “difusión de información económico-financiera, no financiera y corporativa”, siendo posiblemente una de las primeras empresas del BME en contar con una política de estas características. ●



Detalle de las velas del futuro Maxi Edmond de Rothschild, Gitana 18, en las que los hermanos Florian y Mickaël Quistrebert han diseñado una obra original.

Liderar la carrera hacia la innovación sigue siendo la mejor manera de liderar la carrera.

Big Data cumple diez años. Diez años en los que eso nunca ha sido una apuesta para nosotros, sino una certeza. Los datos representan cada día más la materia prima de la economía, una constante que la hace crecer.

Big Data. Ayer, hoy y mañana.



**EDMOND
DE ROTHSCHILD**

Edmond de Rothschild Fund Big Data
edr.com

Comunicación publicitaria. Las inversiones del compartimento están sujetas a las fluctuaciones de los mercados de valores, los tipos de interés y las divisas. El compartimento no goza de ninguna garantía ni protección y, por lo tanto, presenta un riesgo de pérdida de capital. Los inversores corren el riesgo de recuperar una cantidad inferior al importe que han invertido. Documento no contractual elaborado exclusivamente con fines informativos. Queda estrictamente prohibida la reproducción o el uso de su contenido sin la autorización del Grupo Edmond de Rothschild. Edmond de Rothschild Fund Big Data es un compartimento de la SICAV de derecho luxemburgués autorizada por la CSSF y autorizada para su comercialización en Francia. Toda inversión conlleva riesgos específicos. Se recomienda al inversor que se asegure de que cualquier inversión se adapta a su situación personal, recurriendo, si es necesario, a asesoramiento independiente. Toda inversión conlleva riesgos específicos. Se recomienda al inversor que se asegure de que cualquier inversión se adapta a su situación personal, recurriendo, si procede, a asesoramiento independiente. Además, deberá leer el documento de datos fundamentales (DIF) y/o cualquier otro documento exigido por la normativa local que se le facilite antes de realizar cualquier suscripción y que está disponible en inglés en la página web www.edmond-de-rothschild.com, en la pestaña "Fund Center", o de forma gratuita previa solicitud. En el siguiente enlace: <https://www.edmond-de-rothschild.com/media/go5fmhx/edram-en-main-rights-of-investors.pdf>, puede obtener un resumen de los derechos de los inversores en inglés. La sociedad gestora puede decidir dejar de comercializar este fondo, de conformidad con el artículo 93 bis de la Directiva 2009/65/CE y el artículo 32 bis de la Directiva 2011/61/UE. Edmond de Rothschild Asset Management tiene una sucursal española registrada en la Comisión Nacional del Mercado de Valores (la "CNMV") bajo el n.º 47, con domicilio social en Paseo de la Castellana 55, ES - 28046 Madrid. La información adjunta no forma parte o constituye un prospecto oficial del fondo y no ha sido registrada, verificada o aprobada por la CNMV. El número de la CNMV de SICAV del Fondo Edmond de Rothschild es n.º229. Para obtener más detalles e información sobre el fondo, consulte el folleto del fondo, los estatutos y los informes financieros, que están disponibles en cualquier distribuidor autorizado o de la CNMV. Distribuidor global y delegado de la gestión financiera: Edmond de Rothschild Asset Management (France), 47 rue du Faubourg Saint-Honoré, FR - 75401 Paris Cedex 08. Sociedad anónima con Consejo de Administración y Consejo de Supervisión con un capital de 11 033 769 euros. Número de autorización AMF GP 04000015 - 332.652.536 R.C.S. Paris. Sociedad gestora: Edmond de Rothschild Asset Management (Luxembourg), 4 rue Robert Stumper, LU - 2557 Luxembourg.



LA CNMV PRESENTA LA MEMORIA DE RECLAMACIONES DEL PASADO EJERCICIO

La idoneidad de los fondos, objeto de reclamaciones

Los inversores se quejan ante la CNMV de actuaciones relacionadas con el asesoramiento financiero. Hay, entre otras cosas, ventas de productos financieros inadecuados a clientes vulnerables. Es bueno conocer esas reclamaciones en busca de un mejor servicio de asesoramiento. Por **CARLOS AZUAGA**.



La **Memoria Anual de Reclamaciones y Consultas** de la CNMV es un útil documento para los asesores financieros. Permite ver dónde se producen los principales problemas en la relación con los clientes y es, por tanto, una buena guía de comportamiento para tratar de evitarlos. Previene a los inversores sobre propuestas fraudulentas que puedan recibir y que hayan sido objeto de consulta a la Comisión.

La memoria del pasado ejercicio se hizo pública en los primeros días de agosto y, dadas las fechas, ha pasado bastante desapercibida. Es importante destacar que en el 96% de los casos las reclamaciones fueron presentadas por personas físicas y que la CNMV gestionó un total de 1.220 reclamaciones, de las cuales se resolvieron 759.

La CNMV, además de las reclamaciones, recibió 10.354 consultas, referidas la mayor parte a chiringuitos financieros, cuya actividad no cesa en su intento de estafar a los inversores.

Causas de las reclamaciones

Las reclamaciones relacionadas con acciones o participaciones de las **Instituciones de Inversión Colectiva (IIC)** representaron el 59,4% del total.

Un año más, el mayor número de reclamaciones (20%) se produce por la falta de información a los inversores tras la adquisición de un producto financiero. Esa información se echa en falta, principalmente, después de haber adquirido fondos de inversión.

La CNMV recuerda en su memoria que las entidades que prestan servicios financieros están obligadas “a mantener adecuadamente informada a su clientela y a que toda la información que le dirijan sea imparcial, clara y no engañosa”.

Existe una amplia casuística, pero la CNMV informa de un caso en el que un inversor suscribió un fondo de inversión que, al poco tiempo, fue absorbido por otro fondo. Se advirtió al partícipe de esta circunstancia y se le ofreció la oportunidad de salir del fondo. Al cabo de unos meses, los resultados del nuevo fondo inquietaron al partícipe, quien presentó una reclamación ante la CNMV. La entidad alegó haber cumplido con la normativa al informar al partícipe en todo momento y ofrecerle la oportunidad de abandonar el fondo. Sin embargo, la CNMV consideró que existía un contrato de asesoramiento y que la entidad debería haber informado al cliente sobre la idoneidad o no del fondo absorbente. No bastaba con ofrecerle la oportunidad de salir del fondo; era necesario haberlo hecho. El compromiso de asesoramiento debería haber tenido en cuenta las características del nuevo fondo y del cliente, y al no hacerlo, la CNMV consideró que se había cometido una mala práctica. →→→

→ **La CNMV advierte sobre la necesidad de cuidar la elaboración de los test de idoneidad de los clientes mayores, a menudo vulnerables.**

→→ Cuidado con los test de idoneidad

También es un motivo importante de reclamación (15,3 %) la información previa que se da a los clientes. La memoria relata la reclamación recibida por la contratación de unos fondos de inversión. Las entidades aportaron un documento de entrega de documentación firmado por el partícipe y copia de cada uno de los documentos; sin embargo, no estaban firmados de forma individual, ni estaban paginados o unidos al documento de entrega. Por ello, el Servicio de Reclamaciones consideró que la entidad había cometido una mala práctica al aportar una simple declaración de haber entregado la documentación sin conservar, en soporte duradero, toda la información firmada por los partícipes.

Llegan a la CNMV muchas reclamaciones sobre la forma en que se han realizado los test de idoneidad para hacer recomendaciones sobre determinados fondos de inversión.

La CNMV insiste en que, además de la información relativa a los conocimientos y experiencia del cliente, se debe considerar la información sobre su situación financiera (fuente y magnitud de sus ingresos ordinarios, activos, inversiones y bienes inmuebles, y sus compromisos financieros ordinarios). También es importante la información relativa a los objetivos del cliente (horizonte temporal de la inversión, tolerancia al riesgo, preferencias de sostenibilidad).

Al igual que el año pasado, muchas reclamaciones son presentadas por inversores inexpertos y vulnerables, principalmente por su edad, a quienes se asigna un fondo que no corresponde de acuerdo con los datos de idoneidad recabados por la entidad financiera.

Las directrices de **ESMA** relativas a determinados aspectos de los requisitos de idoneidad de la **MiFID II** establecen medidas para garantizar que las entidades recaben toda la información necesaria para evaluar la idoneidad y que la comprendan, prestando atención, entre otros aspectos, a la potencial vulnerabilidad del cliente, como ocurre con las

► La Memoria del pasado ejercicio confirma una tendencia que se viene dando en los últimos años: es creciente el porcentaje de los casos resueltos gracias a que las entidades dan satisfacción a las pretensiones de los reclamantes. Se evita con ello que el reclamante tenga que acudir a la vía judicial, que es más costosa para las partes y de mayor duración.



El cliente no siempre tiene razón

Solo en 58 expedientes la pretensión del reclamante no fue satisfecha por las entidades, pese a contar con un pronunciamiento favorable del Servicio de Reclamaciones de la CNMV, cuyas resoluciones, como bien se sabe, no son vinculantes.

► En cualquier caso, el cliente no siempre tiene

razón: de las reclamaciones tramitadas, el 39,1% concluyeron con un informe favorable al reclamante. De ese total, las entidades aceptaron el criterio del Servicio y rectificaron en el 80,5% de los casos.

► La presentación de reclamaciones ante la CNMV es gratuita. Un 11,8% de los reclamantes lo hicieron a

través de un representante y el 62,3% de los escritos presentados se realizaron por vía electrónica. Solo algo más del 37% se presentó en papel.

► Madrid, La Rioja y Castilla-León concentraron el mayor número de reclamaciones teniendo en cuenta su población censada.

► El plazo medio de resolución de los expedientes fue de 74 días. ✱

personas de mayor edad, y a su inexperiencia.

El Servicio de Reclamaciones se ha encontrado con varias situaciones en las que, en el ámbito del asesoramiento, algunas entidades han recomendado la contratación de fondos de inversión o de un servicio de gestión de carteras a personas de avanzada edad que, en ocasiones, carecían de experiencia inversora previa. En estos casos de vulnerabilidad e inexperiencia, las entidades necesitarán proporcionar información detallada y deberán considerar cómo afectan estas circunstancias a la situación financiera (incluida la capacidad para asumir pérdidas) o a los objetivos de inversión (incluida la tolerancia al riesgo).

→ **La CNMV, además de las reclamaciones, recibió 10.354 consultas, referidas la mayor parte a chiringuitos financieros.**

La memoria detalla que una reclamación se refería a un matrimonio que contrató una gestión de cartera con perfil de riesgo equilibrado en 2021, cuando tenían 76 y 80 años. El matrimonio ya había contratado cuatro años antes una gestión de cartera con perfil de riesgo inferior, es decir, moderado. La entidad aportó los test realizados a cada uno de los titulares en 2021 y un test de 2017 realizado a la esposa. A la vista de ello, el Servicio de Reclamaciones señaló, en relación con la →→→

Capital en riesgo. Comunicación de marketing.

Inversión **ACTIVA** en **CRÉDITO EUROPEO** **CAMBIO** para impulsar el

El fondo Responsable Horizons Euro Corporate Bond navega la volatilidad en busca de alfa.

Refiérase a los documentos del fondo.
www.bny.com/investments

SFDR 8

Renta Fija de BNY Investments
Gestionado por Insight

➤ **BNY** | INVESTMENTS



Para clientes profesionales.

BNY, BNY Mellon y Bank of New York Mellon son marcas corporativas de The Bank of New York Mellon Corporation y sus filiales y podrían utilizarse en referencia a sus subsidiarias.

Emitido en Europa (excepto Suiza) por BNY Mellon Fund Management (Luxembourg) S.A. (BNY MFML), una sociedad anónima ("Société Anonyme") constituida conforme a las leyes de Luxemburgo, con número de registro B28166 y domicilio social en 2-4 Rue Eugène Ruppert L-2453 Luxemburgo, regulada por la Commission de Surveillance du Secteur Financier (Comisión de Vigilancia del Sector Financiero, CSSF).

Emitido en Suiza por BNY Mellon Investments Switzerland GmbH, Bärensasse 29, CH-8001 Zúrich. Doc ID 2522850. Exp 30 Jun 2026. T13073 05/25

MOTIVO DE LAS RECLAMACIONES TRAMITADAS (NÚMERO DE RECLAMACIONES EN 2024)

| | Valores | IIC | Total |
|------------------------|------------|------------|--------------|
| Información posterior | 82 | 136 | 218 |
| Comisiones | 114 | 98 | 212 |
| Información previa | 35 | 132 | 167 |
| Órdenes de compraventa | 91 | 64 | 155 |
| Traspasos | 55 | 85 | 140 |
| Conveniencia/idoneidad | 30 | 96 | 126 |
| reclamaciones | 36 | 37 | 73 |
| Total | 443 | 648 | 1.091 |

Fuente: CNMV. En un mismo expediente de reclamación es habitual que se den distintas causas de reclamación.

Mala práctica

La CNMV aporta un caso de lo que no se debe hacer: El reclamante suscribió un contrato de asesoramiento no independiente en materia de inversión. La entidad realizó un test de idoneidad en el que el reclamante declaró tener estudios básicos, experiencia inversora previa en renta variable y en fondos de inversión UCITs y alternativos. La cartera asesora ascendía a 585.458 euros y el horizonte temporal era de 4 años. Ante los posibles riesgos, el

→→→ esposa, que no es habitual que una persona de 76 años opte, más de cuatro años después, por un nivel de riesgo superior, máxime cuando las condiciones sanitarias del marido habían empeorado, como se justificaba documentalmente.

Chiringuitos financieros

Además de las reclamaciones, la CNMV recibe consultas que integra en su **Memoria Anual**. En el pasado ejercicio, al igual que en años anteriores, buena parte de las consultas (30%) se refirieron a chiringuitos financieros. En 2024 destacaron las propuestas realizadas con servicios de criptoactivos. La CNMV advierte que estos chiringuitos utilizan de forma fraudulenta características propias de entidades inscritas en los registros reguladores. Un segundo bloque de las consultas se refería a la prestación de servicios de inversión.

reclamante escogió el 3 de una escala del 1 al 7. Tenía más de 55 años (sin especificar la edad real) y la inversión asesorada representaba más de un 75% de su cartera de inversión. Los gastos periódicos representaban entre el 25 y el 50% de sus ingresos.

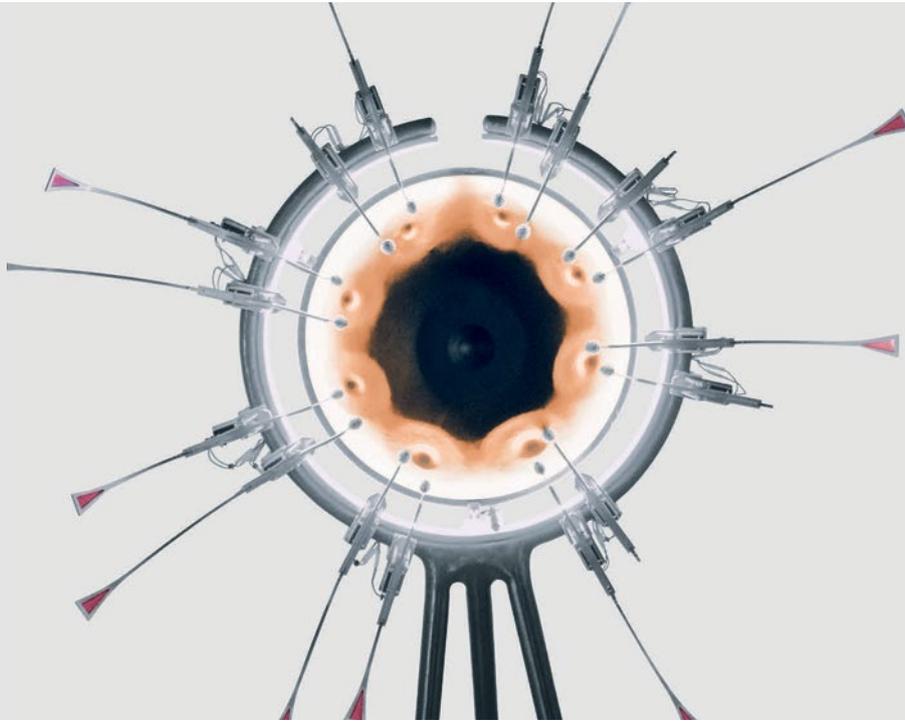
La entidad realizó un test de idoneidad un año y medio después y en sus respuestas cambió el porcentaje de los gastos periódicos respecto a los ingresos, que aumentaban del 50 al 75%. La entidad consideró que el perfil de riesgo seguía siendo 3/7. Señalaba también que el porcentaje mínimo de liquidez era del 0,0% y la volatilidad máxima asociada a su perfil del 10,7%

El Servicio de Reclamaciones de la CNMV consideró una mala práctica que la entidad no tomara medidas reforzadas tendentes a proteger la vulnerabilidad del reclamante, persona de avanzada edad (81 años) que declaró un importante incremento de los gastos periódicos, tratándose de un pensionista. El Servicio se sorprendió que se concluyera que el porcentaje de liquidez mínimo a mantener era del 0,0% y que la volatilidad máxima adjudicada a una persona de edad avanzada fuera del 10,7%. ●

➔ **La CNMV advierte que los chiringuitos utilizan de forma fraudulenta características propias de entidades inscritas en los registros reguladores.**

¿No deberían las megatendencias que cambian el mundo cambiar tus inversiones?

Renta variable global temática



Instalación artística inspirada en el Gran Colisionador de Hadrones del CERN, Ginebra.

30 años
de inversión
temática

Desde 1995, hemos sido pioneros en renta variable global temática. Nos dedicamos a innovar continuamente, identificando los temas más relevantes y perdurables a nivel global para ofrecer resultados sostenibles a largo plazo.
pictet.com/assetmanagement

 **PICTET**
Asset Management

FRENTE AL INMOVILISMO Y UNA CIERTA CLAUDICACIÓN EN OTRAS ÁREAS

La UE se mueve en el ámbito financiero, pero ¿también avanza?

La Unión Europea se ve rodeada en los últimos meses por innumerables retos desde todos los ámbitos. La mayoría de ellos confluyen en la ineludible necesidad de lograr financiación para llevar a cabo los muchos proyectos que se le plantean. Es precisamente en el ámbito financiero donde la UE muestra una especial voluntad de reforma con múltiples iniciativas. Por **CARLOS AZUAGA**.

Lo que algunos señalaban a principios del mes de abril, cuando **Donald Trump** presentó su guerra de aranceles, como una gran oportunidad que podría hacer reaccionar a la Unión Europea como no lo había hecho hasta el momento, ha quedado en una vana ilusión. El pacto comercial al que llegó la Unión Europea en uno de los campos de golf que Trump posee en Escocia no solo acepta un 15% de aranceles para los productos europeos exportados a Estados Unidos, sino que también la compromete a comprar productos energéticos por valor de 750.000 millones de dólares en los próximos tres años. Asimismo, Europa se compromete a aumentar la compra de material militar y a fomentar sus inversiones en territorio estadounidense por un valor de hasta 600.000 millones de dólares hasta 2029. "Es un auténtico regalo", vendría a decir Donald Trump días después de la firma del acuerdo, en una entrevista telefónica concedida a la cadena NBC.

Todos a una

En este escenario de crecientes compromisos y necesidades financieras, la Comisión Europea avanza en su estrategia de «**Unión de Ahorros e Inversiones**» (UAI), cuyo objetivo es animar a los hogares a desviar fondos de los depósitos en efectivo de bajo rendimiento hacia inversiones a largo plazo más productivas.

Sería no solo una oportunidad para los ahorradores e inversores, sino también para las empresas, que dispondrían de mayor financiación, y para toda la economía de la Unión Europea, que actualmente desaprovecha la gran capacidad de ahorro del continente.

Esta iniciativa responde a las conclusiones de los informes de **Mario Draghi**, **Enrico Letta** y **Christian Noyer**, que destacaban la necesidad de llevar a cabo una profunda reforma en la Unión Europea.

En los últimos meses han aparecido todo tipo de encuestas e iniciativas destinadas a lograr un mejor aprovechamiento de los recursos financieros en manos de los ciudadanos de la Unión Europea. De esa mejor utilización se beneficiarían los ahorradores e inversores, las empresas europeas y los sistemas de pensiones y ahorro. Muchas de estas iniciativas se encuentran aún en un periodo de encuestas y consultas, y el gran reto será convertirlas en acuerdos políticos que se materialicen en una eficaz realidad.

En cualquier caso, es significativo y esperanzador que prácticamente todas las organizaciones financieras se hayan activado en su convencimiento de que la Unión Europea actual no podrá cumplir sus compromisos si no rentabiliza mejor el ahorro de sus ciudadanos. La cuestión será comprobar si en el ámbito financiero se puede conseguir lo que se ha malogrado en los ámbitos comercial y de defensa en los últimos meses.



Encuesta de EFPA Europa

Etiqueta de ahorro

Una iniciativa en el camino hacia la **Savings and Investments Union** (SIU, en sus siglas en inglés) que refleja la preocupación y sensibilidad actuales es la propuesta de España y Francia de lanzar una etiqueta de ahorro para impulsar la economía europea. No se trata de un nuevo producto, sino de una etiqueta que podría asociarse a productos de ahorro e inversión de bancos y aseguradoras, permitiendo así el desarrollo de la economía europea. La idea fue del ministro de Economía español, **Carlos Cuelpo**, y se presentó en París a principios de junio, con representantes de gobiernos e instituciones financieras de Portugal, Alemania, Estonia, Luxemburgo y los Países Bajos.

Es probable que la etiqueta de ahorro tenga poco recorrido si no se acompaña de incentivos reales (garantías, fiscalidad, bajos costes, etc.), pero no deja de constituir una novedad en el ámbito financiero europeo, cuya propuesta habría resultado imposible hace unos años.

Cuentas de ahorro e inversión

De mayor calado y con el mismo objetivo de impulsar la inversión minorista, la industria de fondos ha estado analizando en los últimos meses fórmulas para fomentar una cultura más sólida de ahorro e inversión en toda la Unión Europea. EFAMA (Asociación Europea de Fondos y Gestión de →→→

> **A la hora de implementar una nueva visión del ahorro y la inversión para los ciudadanos europeos, es importante conocer su posición ante los mercados y las causas por las que muestran una gran resistencia a invertir en productos con cierto riesgo, aunque estos aporten una mayor rentabilidad.**

> **EFPA Europa representa a una comunidad de más de 100.000 asesores financieros certificados, de los que dependen no menos de cinco millones de clientes. Su actividad abarca mercados europeos clave, como España, el Reino Unido, Italia, Francia, Irlanda, Austria, Alemania, Polonia,**

la República Checa, Hungría, Luxemburgo, Portugal y Eslovaquia.

> **El pasado mes de junio, EFPA Europa llevó a cabo una encuesta entre sus asociados con el objetivo de identificar los patrones a través de los cuales los inversores minoristas buscan asesoramiento.**

> **Esta revela que la mayoría de los asesores percibe que sus clientes creen que los depósitos bancarios ofrecen mayor seguridad. Sin embargo, un alto porcentaje señala que es la falta de conocimiento de los mercados y de los productos de inversión lo que guía sus decisiones.**

> **Las comisiones son un factor relevante, aunque no decisivo, a la hora de tomar decisiones de inversión, según la encuesta de EFPA Europa.**

> **Asimismo, el sondeo realizado por EFPA muestra que existe cierta desconfianza hacia el asesoramiento: un alto porcentaje considera que este puede encontrarse sesgado por intereses comerciales. Muchos justifican esta situación por la escasa educación financiera de los inversores minoristas, que con frecuencia resulta insuficiente para comprender adecuadamente la información y las recomendaciones que se les ofrecen. ***

Los alemanes descubren el atractivo de la bolsa

■ **Conseguir** que los ahorradores europeos inviertan más en bolsa puede parecer un objetivo demasiado ambicioso. Sin embargo, no lo es tanto a la vista de la evolución que se está produciendo en Alemania.

■ **Más de tres millones** de alemanes han comenzado a invertir en acciones desde 2022, el mayor aumento en Europa después de Gran Bretaña, según una encuesta de BlackRock. El número de alemanes que poseen acciones ha crecido un 44% en la última década, y los activos en los fondos cotizados en bolsa se han disparado aproximadamente un 200%, hasta alcanzar los 343.000 millones de euros, según muestran los datos del sector.

■ **Disciplinado y conservador** ante el temor a los efectos de la inflación, el ahorrador alemán nunca ha tenido predisposición a la inversión en bolsa. Pero la situación de la economía del país está empezando a cambiar esa tendencia.

Aun así, la distancia con el porcentaje de inversores en bolsa en Estados Unidos sigue siendo considerable. ✱

→→→ Activos) apoya la adopción por parte de la Comisión Europea de **cuentas de ahorro e inversión** (SIA, por sus siglas en inglés) para lograr una mayor participación de los minoristas en los mercados de capitales. Para respaldar su propuesta, remite a la experiencia de países como Francia, Italia, Suecia y Reino Unido, que demuestran que, con una regulación adecuada a la situación nacional, se puede lograr una mayor participación de los ahorradores en los mercados de capitales. EFAMA, sin embargo, no considera esencial establecer una regulación uniforme para todos los países de la UE, aunque anima a crear estas cuentas en aquellos, como España, donde aún no existan.

Las cuentas de inversión facilitarían la inversión a largo plazo en la UE, actualmente mucho menor que en economías comparables como Estados Unidos o Reino Unido. También representarían una oportunidad para afrontar el problema de las pensiones complementarias en Europa, que carecen en gran medida de dimensión suficiente y se mantienen en exceso en inversiones improductivas, como efectivo, depósitos bancarios y renta fija a corto, con consecuencias negativas para el patrimonio personal y la economía europea.

Para facilitar y animar a los inversores minoristas a suscribir estas cuentas, EFAMA sugiere

incentivar las inversiones a largo plazo, penalizando las retiradas anticipadas, con un amplio límite de depósito y opciones tanto para ahorros periódicos como para inversiones puntuales importantes. Estas cuentas deberían ser accesibles a través de todos los canales de distribución de forma sencilla y sin pruebas adicionales de idoneidad o conveniencia. Por otra parte, considera fundamental que los incentivos fiscales sean atractivos y sencillos, con tipos impositivos reducidos y exenciones fiscales sobre los ingresos generados por las SIA (dividendos, plusvalías), incluyendo la exención del impuesto de sucesiones o el de tenencia de capital si la inversión se mantiene al menos cinco años.

EFAMA considera también necesario llevar a cabo campañas de información pública para explicar la importancia, los beneficios y los riesgos de este producto. Sugiere, además, la creación de cuentas de inversión para jóvenes, con el objetivo de fomentar una educación financiera temprana.

Modelo sueco

De todas las cuentas de ahorro e inversión existentes en los pocos países de la Unión Europea que las poseen, la más exitosa es la ISK sueca. Se introdujo hace diez años y el valor de los activos depositados en la cuenta –que representa ya el 29% del PIB sueco– es más del doble que el de la segunda cuenta con mayor éxito. Se trata de una cuenta muy flexible, sin apenas restricciones sobre las inversiones de los ahorradores, con un incentivo fiscal claro y sencillo, con un límite de depósito anual o vitalicio y un periodo de tenencia.

Otras cuentas que han captado un ahorro superior al 10% del PIB de sus países en los primeros diez años han sido la ASK noruega y la PEA francesa.

Si cada estado miembro de la UE introdujera una cuenta similar a la ISK en Suecia o a la ASK en Noruega, el valor de los activos depositados en estas cuentas en toda la Unión podría alcanzar entre 1,5 y 4,8 billones de euros en diez años, según un reciente informe de New Financial, elaborado con Fidelity International.

Finanzas sostenibles

En su esfuerzo por llevar a cabo reformas que faciliten la inversión minorista en los mercados de capitales, la Federación Europea de Asesores e

Intermediarios Financieros (FECIF), a la que pertenece EFPA España como una de las mayores asociaciones europeas, ha acogido con satisfacción la iniciativa de la Comisión Europea de revisar el Reglamento de Divulgación de Finanzas Sostenibles (SFDR). Este reglamento ha supuesto, sin duda, una dificultad en las relaciones entre asesores y clientes y ha generado confusión, incluso entre aquellos más propensos a realizar inversiones que tengan en cuenta criterios ESG (medio ambiente, responsabilidad social y gobernanza).

FECIF señala que la implicación de los inversores minoristas en finanzas sostenibles solo puede lograrse si se simplifican y estandarizan los requisitos de divulgación, lo que garantiza una mayor transparencia. No se debe esperar que los asesores evalúen o verifiquen los criterios de sostenibilidad, ya que su papel

comienza una vez que los fabricantes de productos hayan cumplido con sus obligaciones de categorización y divulgación.

En un comunicado emitido en junio, FECIF declaró: “Apoyamos la ambición de promover la inversión en finanzas positivas para la naturaleza, pero instamos a la precaución debido a datos inmaduros, métricas inconsistentes y problemas de usabilidad. Cualquier normativa debe ser gradual, alineada internacionalmente y centrada en la relevancia práctica para asesores e inversores”.

La Comisión Europea dispone de elementos y reflexiones para llevar a cabo la necesaria revisión del Reglamento de Divulgación de Finanzas Sostenibles (SFDR), aunque este solo forma parte de un marco regulador más amplio que respalda el Pacto Verde Europeo. ●

Nordea
ASSET MANAGEMENT

Empower Europe. El momento es ahora.

Cuando dar forma a nuestro destino se
convierte en una oportunidad de inversión.

Empower your portfolio.

Nordea 1 – Empower Europe Fund
nordea.es/EmpowerEurope

Material publicitario solo para inversores profesionales. Los fondos mencionados forman parte de Nordea 1, SICAV, una sociedad de inversión de capital variable luxemburguesa. Los documentos legales del Fondo están disponibles en inglés en nordea.lu. Todas las inversiones implican riesgos; se pueden incurrir en pérdidas. Este documento no constituye asesoramiento de inversión. Para obtener información sobre los riesgos asociados a estos fondos, consulte el folleto y el KID o KIID correspondiente. © Nordea Asset Management.

CONCIENCIA Y COMPETENCIA
IMPULSAN CONTRATACIÓN

Crece la demanda de ciberseguros

El mercado de ciberseguros en España experimenta una fuerte expansión debido a que las pymes son más conscientes de los riesgos de ciberataques. La llegada de nuevos operadores nacionales, como Telefónica Seguros, y multinacionales como Beazley, Hiscox, Stoik y Chubb, ha incrementado la competencia, lo que ha impulsado una bajada en las primas de estos seguros. Por **RAFAEL SIERRA**.

El 27% de los empresarios españoles señala el ciberriesgo como su mayor amenaza, aunque el 87% confía en estar preparado para afrontar ciberataques. Así lo refleja el informe *Risk & Resilience: Ciber y Transformación Tecnológica 2025* de la aseguradora especialista Beazley, que muestra un cambio en la percepción y sensación de resiliencia ante las amenazas tecnológicas entre los directivos españoles.

A diferencia de sus homólogos internacionales, la preocupación por el ciberriesgo en España está bajando ligeramente, pasando del 29% en 2024 al 27% este año. Además, la percepción de estar preparado crece del 83% al 87%.

Sin embargo, el informe advierte sobre una falsa sensación de seguridad, ya que muchas organizaciones todavía carecen de las medidas y la vigilancia necesarias para una protección efectiva.

Crecimiento del 12% en España

El volumen de primas de seguros ciber en España se incrementó un 12% en el último año, alcanzando los 190 millones de euros, según un reciente estudio de Aon, el principal bróker de seguros del mercado nacional.

En España, la banca y la energía actúan como locomotoras de madurez en la gestión del riesgo ciber, mientras que agro y logística se encuentran en la parte menos desarrollada.

Sanae Blanco, Head of Cyber de BHSI en España, la aseguradora de **Warren Buffett**, explica: “La línea de ciber es todavía una línea joven en nuestro país, ya que hace poco más de diez años que se emitió la primera póliza de ciberseguridad en España. Sin embargo, se trata de un producto que está ganando madurez y relevancia muy rápido en el mercado debido al aumento de los ciberataques y la sofisticación de las técnicas empleadas por los ciberdelincuentes”.

Blanco señala que “en España, en los cinco últimos años, el mercado asegurador de ciber ha experimentado un crecimiento significativo en nuevas contrataciones y este aumento refleja la creciente conciencia y la importancia que las empresas españolas están dando a transferir estos riesgos al mercado asegurador. Además, la regulación está evolucionando con nuevas normativas que exigen que las empresas españolas sean cada vez más conscientes en la gestión de su riesgo cibernético”.

España, objetivo de ciberdelincuentes

España se encuentra entre los países más afectados por ciberataques a nivel mundial, una realidad que ha acelerado la concienciación del tejido empresarial sobre la importancia de disponer de mecanismos eficaces no solo para prevenir, sino también para responder con agilidad a las amenazas.



Según el *Informe de Ciberpreparación 2024* de la aseguradora Hiscox, una de cada cuatro empresas españolas confía ya en el ciberseguro como medida preventiva para garantizar una rápida recuperación tras un ataque.

Asimismo, este estudio refleja que ahora ya no son solo las grandes empresas las que se interesan por estos seguros, sino que las pymes →→→

➔ **LOS SINIESTROS AUMENTAN, tienen un mayor coste y hay una clara desigualdad en la capacidad de respuesta entre sectores y tamaños empresariales.**

La nueva regulación impulsa la ciberseguridad en las empresas de inversión

» **El sector financiero** es uno de los más atacados por los ciberdelincuentes. Por eso, la regulación impulsa la ciberseguridad para lograr entornos confiables para las empresas y sus clientes.

» **El Reglamento DORA** (Digital Operational Resilience Act) de la UE fue aprobado el 16 de enero de 2023 y entró en vigor el 17 de enero de 2025. Su objetivo es reforzar la seguridad informática de entidades financieras como bancos, compañías de seguros y empresas de inversión, y garantizar que el sector financiero europeo mantenga su resiliencia ante perturbaciones operativas graves. El reglamento armoniza las normas relativas a la resiliencia operativa aplicables a veinte tipos diferentes de entidades financieras y proveedores terceros de servicios de TIC.

Tanto la CNMV como la DGSFP han facilitado información precisa a las entidades para adaptar sus sistemas a la nueva normativa y han diseñado mecanismos de supervisión para vigilar su cumplimiento.

MÁS NORMATIVA

» Por otra parte, Aon recuerda en su reciente informe sobre ciberseguros que el entorno normativo se endurece de cara a 2025 con la futura implementación de la Directiva NIS 2, que sustituye a la anterior con el objetivo de reforzar el nivel común de ciberseguridad en todos los Estados miembros.

Esta norma regula las obligaciones de gestión de riesgos y notificación, y exigirá a muchas organizaciones adaptar rápidamente sus estructuras de seguridad digital.

La directiva amplía su ámbito para incluir sectores críticos antes no regulados directamente, como el agroalimentario, farmacéutico, manufacturero, gestión de residuos, logística, distribución digital y proveedores de servicios en la nube, entre otros.

También refuerza la supervisión y el régimen sancionador. Además, exige una gestión estructurada de la cadena de suministro, obligando a las empresas a evaluar los riesgos derivados de sus proveedores y subcontratistas, lo que impactará en el diseño de las pólizas ciber. *



SANAE BLANCO

(BHSI)

“Se trata de un producto que está ganando madurez y relevancia muy rápida en España debido al aumento de los ciberataques”.



JUAN IGNACIO RAMALLO

(Stoik)

“El verdadero valor de este seguro está en combinarlo con servicios avanzados de prevención y respuesta ante incidentes”.



ANA SILVA

(Hiscox)

“Los ataques ya no se centran en vulnerabilidades técnicas, sino que explotan la confianza y la interdependencia digital de las empresas”.

→→→ y los autónomos están cada vez más concienciados del peligro que supone para la continuidad de sus negocios y tienen un interés creciente en la contratación de estas coberturas.

Bajada de precios

El dinamismo de este negocio en nuestro país se ha visto incrementado por la entrada de nuevos operadores, tanto nacionales como Telefónica Seguros, como multinacionales como Beazley, Stoik, RSA, Chubb, BHSI, AXA XL, Markel o Hiscox.

Con más competencia en el mercado, los precios de los seguros han iniciado un camino descendente, y son cada vez más reseñables las caídas de las tarifas de las primas, lo que hace todavía más atractivo el producto para las empresas.

Según **Verónica Jiménez**, directora de Ciber de Aon España, “durante el último año se ha observado una ampliación de coberturas y capacidades aseguradoras, una reducción generalizada

Siniestralidad: más incidentes y de mayor coste

○ El riesgo cibernético se está intensificando: más incidentes, mayor coste por siniestro y una clara desigualdad en la capacidad de respuesta entre sectores y tamaños empresariales. La proliferación de incidentes ligados al uso inadecuado de tecnologías emergentes (como la IA generativa), la persistencia de fallos humanos básicos y la fragilidad de las cadenas de suministro dibujan un escenario complejo, donde la velocidad de adopción tecnológica supera ampliamente la capacidad de defensa.

Este desequilibrio se refleja con contundencia al observar la relación entre el número de siniestros y su coste total: muchos incidentes en empresas pequeñas o poco

preparadas generan tanto gasto como los ataques más sofisticados a grandes compañías. Las brechas de seguridad son los incidentes más frecuentes, y el *ransomware* continúa siendo la amenaza más costosa.

○ Según **Verónica Jiménez**, directora de Ciber de Aon España, “los riesgos cibernéticos que enfrentamos hoy ya no se limitan a *malware*, *phishing* o ataques de denegación de servicio. Estamos entrando en una era de amenazas sistémicas, automatizadas y altamente interconectadas, donde la frontera entre lo interno y lo externo, lo humano y lo automático, lo visible y lo oculto se vuelve cada vez más difusa. En este contexto, el ciberseguro debe dejar de ser visto como una póliza pasiva y

transformarse en un instrumento dinámico de gestión estratégica del riesgo. Comprender a fondo fenómenos como la IA, la computación cuántica o el *Shadow IT* ya no es una opción técnica, sino una necesidad comercial”.

La superficie de ataque digital no solo crece, sino que se fragmenta y se vuelve más impredecible. En 2024, los ciberataques se diversificaron a través de múltiples vectores, muchos ligados al día a día operativo de las empresas.

○ **Ana Silva**, directora de Suscripción de Líneas Financieras y Riesgos Empresariales de Hiscox Iberia, afirma que “el correo electrónico se ha consolidado como la principal puerta de entrada a las empresas por parte de los

ciberdelincuentes (53%), ya sea por compromiso de credenciales, suplantación o vulnerabilidad del servidor. Cabe destacar que esta cifra casi duplica la registrada en 2023, cuando representaba el 28%”.

En su opinión, “en la actualidad, ya no hay un único frente que proteger, ya que la superficie de ataque se ha extendido hacia todos los rincones de las organizaciones y, en concreto, a los más cotidianos. Los ataques ya no se centran exclusivamente en vulnerabilidades técnicas, sino que explotan la confianza, la velocidad y la interdependencia digital de las operaciones empresariales. Por este motivo, es imprescindible reforzar las políticas de ciberseguridad desde un enfoque integral”. ✨



ALBERTO TROJSI

(Beazley)

“Las herramientas de ingeniería social mejoradas con IA suponen una inyección de energía para los piratas informáticos”.



VERÓNICA JIMÉNEZ

(Aon)

“En el último año hemos visto una ampliación de coberturas y capacidades aseguradoras, además de una reducción generalizada de las primas”.

de primas y un aumento de competencia. Las aseguradoras empiezan a ofrecer servicios de valor añadido en prevención y gestión de incidentes, facilitando la contratación de mayores límites. En relación con las empresas medianas, el proceso de suscripción ha evolucionado hacia modelos más flexibles, basados en mayor compromiso y acompañamiento, integrando prevención, detección, respuesta y recuperación.

Las evaluaciones automáticas y los formularios simplificados permiten adaptar condiciones y límites según la evolución del cliente, lo que hace que el seguro se convierta en una herramienta real de resiliencia”.

Combinar prevención con seguro

La francesa Stoik es una de las aseguradoras que han desembarcado recientemente en el mercado español de ciberseguros. **Juan Ignacio Ramallo**, director de negocio de la entidad en nuestro país, considera que “está creciendo la necesidad por parte de las empresas de contar con un socio asegurador que les ayude a protegerse contra la creciente amenaza de ciberataques. El seguro contra siniestros cibernéticos es una póliza cada vez más valorada por las empresas por su utilidad, ya que muchas temen enfrentarse al riesgo cibernético, bien porque han sido víctimas directas o porque temen que sus datos no estén suficientemente protegidos”.

Cómo la IA puede clonar la voz del director financiero

» **Alberto Trojsi**, Cyber Risks Regional Manager para el Sur de Europa de la aseguradora Beazley, explica claramente con este ejemplo la sofisticación que están alcanzando los ciberdelincuentes: “La IA y las nuevas herramientas denominadas «deepfake» están siendo utilizadas por los ciberdelincuentes para defraudar importantes sumas de dinero a las empresas. Un ejemplo reciente de este nuevo fenómeno en acción se produjo en mayo de este año. El grupo británico de ingeniería Arup sufrió una pérdida de 25 millones de dólares cuando un miembro de su equipo financiero, con sede en Hong Kong, fue víctima de una sofisticada estafa de deepfake”.

» Los ciberdelincuentes clonaron la imagen y voz del director financiero de Arup para engañar al empleado. Durante una videoconferencia con otros supuestos empleados, transfirió confiado fondos a varias cuentas en Hong Kong siguiendo las instrucciones del falso director financiero.

» Trojsi señala que las nuevas tecnologías de IA permiten a los ciberdelincuentes perfeccionar técnicas existentes, como los correos electrónicos de phishing, al tiempo que dan lugar a nuevos tipos de ataques. Los deepfakes representan una nueva arma en el arsenal de los ciberdelincuentes: “El ejemplo de Arup es, por desgracia, un primer caso. Ahora es casi imposible detectar la voz sintética. Las herramientas de IA

fácilmente disponibles pueden crear vídeos parecidos y desarrollar textos que reflejen los estilos de individuos específicos. Esta amenaza no hará sino aumentar”.

» Los datos del estudio Risk & Resilience de la entidad muestran que los directivos se sienten expuestos a la creciente amenaza cibernética, y más de una cuarta parte (26%) de los líderes empresariales considera que los ciberriesgos son la mayor amenaza a la que se enfrentan este año. Sin embargo, es preocupante que el 11% crea que su organización no cuenta con las protecciones adecuadas.

» Los deepfakes no son la única amenaza; la ingeniería social potenciada por IA también facilita que los ciberdelincuentes manipulen a las personas para transferir dinero o revelar información confidencial de forma voluntaria.

» Aunque las empresas están invirtiendo en ciberseguridad, y casi una cuarta parte (24%) de los ejecutivos de todo el mundo encuestados tiene previsto hacerlo este año, garantizar que los empleados sean conscientes del aumento de los riesgos y puedan detectar ataques no es una ciencia exacta: “Independientemente de la formación, el error humano siempre estará presente, sobre todo cuando los correos electrónicos y las llamadas telefónicas y por videoconferencia parecen legítimos”, concluye Trojsi. ❁

Y añade que “las empresas españolas deben priorizar la ciberseguridad, pero no basta con contratar un seguro cibernético tradicional. Aunque estos seguros son esenciales para cubrir pérdidas derivadas de un ataque, el verdadero valor está en combinarlos con servicios avanzados de prevención y respuesta ante incidentes”. ●

NUEVAS EXIGENCIAS DE ESMA

Los criptoactivos y la formación de los asesores

La Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA), con el apoyo de EFPA, ha aprobado unas directrices sobre los requisitos de formación de los asesores en criptoactivos. En el marco de la regulación MiCA, estas normas trasladan al ámbito cripto los conocimientos y competencias exigidos en el asesoramiento de inversiones tradicionales, reforzando así las exigencias de cualificación previstas en MiFID.

Por **FERNANDO ZUNZUNEGUI**.*

De **Zunzunegui Abogados. Coordinadores de Regulación de **EFPA España**.*

El **asesor financiero** que hoy opera bajo MiFID II debe tener conocimientos sólidos sobre instrumentos financieros. Sin embargo, esta formación, aunque profunda, resulta incompleta para desenvolverse en el ecosistema de los criptoactivos, que exige habilidades adicionales.

Los criptoactivos son accesibles a través de aplicaciones y plataformas en línea. En cualquier momento y en cualquier lugar los inversores minoristas pueden acceder a este nuevo producto financiero. Según datos publicados por el BCE, los hogares de la zona del euro han mos-

trado un interés creciente por poseer criptoactivos, con una exposición del 9,7% de sus activos financieros. Incluso si solo una parte de la cartera está en criptoactivos, el asesor debe cumplir con las nuevas directrices de ESMA sobre los criterios para la evaluación de los conocimientos y la competencia en este ámbito.

La necesaria cualificación del asesor en criptoactivos

La actuación en el mejor interés del cliente requiere que quienes asesoran o informan sobre criptoactivos dispongan no solo de un conoci-



miento actualizado del servicio prestado, sino también de competencias técnicas suficientes para comprender las implicaciones para los clientes de los sistemas tecnológicos que facilitan su funcionamiento, como la tecnología de registro distribuido (DLT), la automatización algorítmica de decisiones, las estructuras centralizadas o descentralizadas (DeFi) o los modelos predictivos basados en inteligencia artificial.

En la fase de consulta pública de estas directrices, EFPA expresó su apoyo al enfoque adoptado por ESMA, dirigido a garantizar un estándar común y mínimo de cualificación profesional en un sector marcado por un elevado dinamismo tecnológico, una creciente exposición minorista y un marco normativo en proceso de consolidación. La facilidad de acceso a los criptoactivos y el creciente interés de los inversores minoristas –en particular de los más jóvenes– justifican la iniciativa de ESMA. No se trata de una mera recopilación de buenas prácticas, sino de requisitos de obligado cumplimiento. Esta iniciativa refleja la importancia creciente de la cualificación de los asesores para la protección de los inversores y el correcto funcionamiento del mercado.

Los requisitos son más exigentes que los previstos en MiFID II. ESMA lo justifica por la mayor volatilidad de los criptoactivos y por contar con una regulación más ligera, pues MiCA no exige ni gobernanza de productos ni test de conveniencia, como si quisiera suplir las lagunas de la regulación con la cualificación profesional.

Las directrices entrarán en vigor a los seis meses de la publicación de su traducción en las lenguas oficiales. De este modo, ESMA quiere dar un plazo de adaptación suficiente, en particular para facilitar la transición a los operadores de menor tamaño.

Los nuevos requisitos de conocimientos y competencias

Las directrices enumeran los requisitos de cualificación profesional necesarios para informar o asesorar en criptoactivos. Primero se indican los requisitos para informar y, luego, para evitar

repeticiones, se detallan los adicionales para asesorar. Como ocurre en el sistema MiFID, las exigencias son mayores para asesorar que para informar.

Quienes informan sobre criptoactivos deben entender las características y los riesgos de los criptoactivos, la tecnología de registros distribuidos (DLT), los costes y tarifas asociados, el funcionamiento de sus mercados, su valoración y precios, así como las diferencias en la protección del inversor entre MiFID II y MiCA, incluidas las diferencias entre la regulación del folleto y el *white paper*. En cuanto a los riesgos que se deben considerar, las directrices destacan la volatilidad, la ciberseguridad, la custodia de las claves privadas, el riesgo de programación tecnológica (*IT programming risk*) y el de transferencia de los criptoactivos.

Sin llegar a exigirles ser expertos tecnológicos, deben acreditar el conocimiento de los mecanismos de consenso y de validación de transacciones, de los niveles de descentralización e interoperabilidad, y de sus casos de uso. Quienes asesoran deben entender algunos contenidos adicionales, como la evaluación de la idoneidad y los fundamentos de la gestión de carteras. No se exige tener formación fiscal relacionada con los criptoactivos.

Las directrices requieren, para informar, una cualificación profesional de 80 horas y una experiencia de seis meses bajo supervisión. Para dar flexibilidad, también se permite ofrecer información a quien tenga una experiencia de un año bajo supervisión. A su vez, para poder asesorar en criptoactivos se exigen 160 horas de cualificación y un año de experiencia bajo supervisión. Pero también se pueden acreditar los conocimientos y competencias para asesorar mediante educación superior de tres años y un año de experiencia bajo supervisión, o mediante dos años de experiencia en asesoramiento bajo

→ **SE REQUERIRÁ UN MÍNIMO DE 10 HORAS de formación continua anual para informar y de 20 horas para asesorar.**

→→→



→ **LA FORMACIÓN DE LOS ASESORES debe pasar de ser fragmentada a un sistema armonizado, certificado y convalidable.**

→→→ MiFID II o IDD y seis meses adicionales. Estas alternativas al criterio cuantitativo de horas de formación pretenden dar flexibilidad a las entidades.

Además, se facilita la transición a los nuevos estándares reconociendo la cualificación requerida a quien lleve un año a tiempo completo informando o asesorando sobre criptoactivos en

el momento de entrada en vigor de las directrices, sin necesidad de pruebas adicionales.

Como ya ocurre en el sistema MiFID, también se requiere formación continua (CPD) que acredite estar al día en los cambios regulatorios y en los nuevos desarrollos tecnológicos. Así, se exige un mínimo de 10 horas de formación continua anual para informar y de 20 horas para asesorar. Esta formación debe ser evaluada con un examen realizado por las propias entidades o por certificadores externos. ESMA reconoce que la existencia de certificadores es deseable para garantizar un estándar elevado en los conocimientos y competencias del personal que informa o asesora en criptoactivos, lo cual además facilita la labor de supervisión. Pero, ante su ausencia, considera que evaluar los conocimientos y competencias únicamente mediante un examen realizado por un proveedor externo sería demasiado perturbador, dado que no parece existir ningún examen de este tipo ampliamente aceptado. ●

El reto: armonizar la cualificación de los asesores

● Hasta ahora, **una de las principales críticas** al entorno de los criptoactivos es su baja exigencia profesional en comparación con el resto del sistema financiero. La adopción de estándares elevados permitirá reducir esa percepción de opacidad o de amateurismo técnico que ha lastrado el reconocimiento general del sector.

○ **A diferencia de lo que ocurre con los servicios de inversión tradicionales**, los proveedores de servicios de criptoactivos presentan una gran disparidad en cuanto a modelos de negocio, gobernanza interna y cultura de cumplimiento. Las directrices actúan como una infraestructura normativa

mínima común, sin la cual sería muy difícil garantizar una supervisión homogénea o una expectativa de profesionalidad.

○ **Conviene llamar la atención sobre una paradoja regulatoria** que emerge del rigor de las nuevas directrices, superior al que se exige para los instrumentos MiFID. Esta situación plantea una asimetría inversa, jurídicamente difícil de justificar desde la perspectiva de la neutralidad tecnológica. Se están imponiendo mayores requisitos de cualificación técnica al personal asesor o informador en criptoactivos que los requeridos para operar sobre instrumentos financieros tradicionales.

○ Ante el marco actual de simplificación normativa, las exigencias deben reducirse a lo imprescindible para cumplir su función. Sin duda, a ello

responde la metodología de ESMA: utilizar como modelo de regulación de la formación en MiCA el existente para MiFID II. Pero debería hacerse un esfuerzo adicional en dotar de coherencia, bajo unos mismos principios, la formación en la prestación de todo tipo de servicios financieros, incluidos los criptoactivos.

○ En este sentido, **bien podrían las autoridades europeas de supervisión (ESAs)** aprobar unas directrices conjuntas de formación para informar o asesorar en todo tipo de productos financieros, incluidos los que se prestan mediante sistemas de inteligencia artificial. La formación profesional de los asesores financieros debe dejar de ser un proceso disgregado y fragmentado para convertirse en un sistema armonizado, modular, certificado y convalidable entre los distintos marcos normativos. ✨



Test número 21 de **asesores financieros** EFPA

Los profesionales certificados de EFPA pueden computar dos horas de formación válidas para la recertificación EIA, EIP, EFA y EFP respondiendo a esta prueba. Solo hay que contestar correctamente, de entre las tres posibilidades que se ofrecen, un mínimo de 12 de las 15 cuestiones del presente test. Para responder es preciso acceder a la intranet de EFPA España (www.efpa.es) con el usuario y contraseña. Una vez completada y superada la prueba se sumarán automáticamente las horas de formación en tu perfil.

1. ¿Cuáles son los principios de inversión que, según los expertos, siguen vigentes en la filosofía de Warren Buffett?

- A. **Diversificación extrema, análisis técnico y especulación a corto plazo.**
- B. **Largo plazo, análisis fundamental y directivos competentes.**
- C. **Inversión en criptomonedas, trading diario y apalancamiento.**

2. Según las organizaciones financieras, ¿qué condición es clave para que la Unión Europea cumpla sus compromisos?

- A. **Reducir la inversión en infraestructuras.**
- B. **Depender más de la financiación externa.**
- C. **Rentabilizar mejor el ahorro de sus ciudadanos.**

3. ¿Cuál es una de las principales críticas al PIB como indicador económico?

- A. **Que mide en exceso el bienestar emocional de la población.**
- B. **Que incluye demasiado el valor del voluntariado y las tareas domésticas.**
- C. **Que no considera la economía sumergida, el voluntariado, las tareas domésticas ni el bienestar real de la población.**

4. ¿Qué efecto tendrá el aumento de la esperanza de vida en las decisiones financieras de los jubilados?

- A. **No tendrá ningún impacto en sus elecciones de inversión.**
- B. **Los llevará a depender exclusivamente de pensiones públicas.**

C. **Modificará sus opciones de inversión, actualmente centradas en renta fija y depósitos.**

5. Según Nouriel Roubini, ¿cuál es la situación actual del dólar como moneda de reserva?

- A. **Ha sido claramente reemplazado por el euro y el yuan.**
- B. **No existe todavía un sustituto claro, ya que todas las alternativas tienen limitaciones.**
- C. **El oro se ha consolidado como único reemplazo del dólar.**

6. En el especial de este número, ¿cuál se señala como la gran novedad del semestre respecto al sector tecnológico?

- A. **Mostró un mal comportamiento, a pesar de haber sido el gran impulsor de las rentabilidades en 2024.**
- B. **Registró un desempeño excepcional y lideró nuevamente las rentabilidades.**
- C. **Mantuvo estabilidad sin afectar a los mercados.**

7. ¿Qué se resalta sobre los siniestros de ciberseguridad en las empresas?

- A. **Disminuyen en frecuencia y coste, y todos los sectores responden de igual manera.**
- B. **Aumentan en frecuencia y coste, y existe desigualdad en la capacidad de respuesta según sector y tamaño empresarial.**
- C. **Solo impactan a empresas tecnológicas y financieras.**

8. ¿Qué advierte la CNMV sobre los test de idoneidad de los clientes mayores?

- A. **Que no son necesarios para este grupo de clientes.**

B. **Que deben elaborarse con especial cuidado, ya que los clientes mayores suelen ser vulnerables.**

C. **Que solo aplican a clientes con grandes patrimonios.**

9. ¿Cuántas horas de formación continua anual exigirá ESMA a quienes asesoran en criptoactivos?

- A. **15 horas**
- B. **20 horas**
- C. **40 horas**

10. Según Adam Grant en *Piénsalo otra vez*, reconsiderar nuestras creencias:

- A. **Es una muestra de fortaleza intelectual.**
- B. **Es señal de debilidad intelectual.**
- C. **Es un signo de indecisión profesional.**

11. Según Edward Chancellor, ¿qué condiciones reunía el tulipán para convertirse en un activo especulativo?

- A. **Era barato, abundante y fácil de cultivar.**
- B. **Era escaso, ilegal y respaldado por el rey.**
- C. **Era portátil, divisible, durable y deseado.**

12. ¿Qué institución financiera, vinculada a la Compañía Neerlandesa de las Indias Orientales, se fundó en Ámsterdam en 1602?

- A. **La bolsa de valores más antigua del mundo.**
- B. **El Fondo Monetario Internacional.**
- C. **La Cámara de Comercio Internacional.**

13. Según Annie Duke, en la psicología del inversor, ¿qué efectos tiene el sesgo conocido como *resulting*?

- A. **Distorsiona el juicio, aumenta la ilusión de control y fomenta la sobreconfianza.**
- B. **Mejora la objetividad y reduce la ilusión de control.**
- C. **Disminuye la toma de riesgos y promueve decisiones conservadoras.**

14. ¿Cuál es la estrategia que Duke recomienda para evitar el sesgo del costo hundido?

- A. **No invertir en activos volátiles.**
- B. **Preguntarse honestamente: "Si hoy no tuviera nada invertido en este activo, ¿lo compraría?"**
- C. **Tomar decisiones únicamente basadas en el éxito pasado de un fondo.**

15. ¿Qué ha decidido EFPA España respecto al formato de los exámenes en el conjunto de sus certificaciones?

- A. **Mantener únicamente los exámenes online.**
- B. **Recuperar el formato presencial en todas sus certificaciones.**
- C. **Combinar el formato presencial con evaluaciones por correo.**



 **Accede al test**

HITOS DE LA HISTORIA ECONÓMICA

Las primeras burbujas especulativas (I)

De los tulipanes en Ámsterdam al delirio de la South Sea en Londres, la historia de las primeras burbujas especulativas, que dividimos en dos entregas, muestra cómo la codicia, el crédito fácil y las promesas exóticas arrastraron fortunas y hasta a Newton, recordándonos que las finanzas cambian, pero la psicología humana no. Por **LUIS TORRAS**.

Ámsterdam, primavera de 1636. En los canales zarpan barcos cargados de pimienta, canela y sedas rumbo a Londres y Amberes; en los muelles, estibadores descargan fardos llegados desde Java y Ceilán. Es el Siglo de Oro neerlandés: **Rembrandt** aún pinta retratos por encargo y las casas estrechas con gabletes escalonados se multiplican a orillas del río Amstel.

La ciudad es un hervidero mercantil. Se pagan fortunas por tablas flamencas, por tapices franceses y por especias que transforman una mesa burguesa en un festín cortesano. Ámsterdam no solo es la capital comercial de Europa, sino también su vanguardia financiera.

Aquí se funda la bolsa de valores más antigua del mundo (1602), ligada a la Compañía Neerlandesa de las Indias Orientales. Aquí se experimenta con pagarés, letras de cambio y préstamos estructurados que financiarán guerras y expediciones. En este ecosistema, la especulación es casi un deporte nacional. Como escribió **Joseph de la Vega** en *Confusión de confusiones* (1688), al describir a los operadores de la bolsa de Ámsterdam: “Un mercader no vive tanto del comercio como de la esperanza”. Y en ese ambiente, donde el dinero empieza a moverse con tanta naturalidad, germina algo nuevo:

un amor casi ritual por un exótico visitante venido de Oriente, el tulipán.

De exotismo otomano a objeto de culto

El tulipán no era una flor cualquiera. Había viajado miles de kilómetros desde las frías estribaciones del Himalaya, cruzando Persia hasta llegar a los jardines imperiales de Estambul. Allí, entre fuentes y pabellones del sultán Solimán el Magnífico, alcanzó su primera consagración. Su nombre procedía, según una etimología discutida, de *tülbind*, el turbante otomano, por el parecido con sus pétalos cerrados.

Desde mediados del siglo XVI, diplomáticos y comerciantes flamencos comenzaron a llevar bulbos a Europa. Al llegar a los Países Bajos se produjo un flechazo colectivo. El clima templado de los Países Bajos —con sus inviernos fríos y veranos suaves— resultó ideal para el cultivo de una flor entonces rarísima en Europa. Su enorme variedad cromática —variaciones que en aquella época aparecían por azar y que, cuanto más raras, más eran deseadas— terminó por encender la imaginación de los neerlandeses, que iba a transformarse peligrosamente en avaricia.

Algunos tulipanes, infectados por un virus que alteraba los pigmentos, mostraban vetas rojas, púr-

puras y carmesíes sobre un fondo blanco o amarillo. Eran los *flamed tulips* y no tardaron en convertirse en un objeto enormemente codiciado. Jardineros y botánicos apenas comprendían el fenómeno: lo atribuían a misteriosas propiedades del suelo o a caprichos de la naturaleza. Cada flor con vetas imprevisibles parecía una joya irrepetible.

Así surgió la figura del florista: más allá de un simple horticultor, un comerciante especializado que trataba bulbos casi como si fueran piedras preciosas. Se organizaban exposiciones privadas y se publicaban catálogos ilustrados con tulipanes que parecían miniaturas persas. Tener un jardín con ejemplares raros era signo de estatus, tanto como un cuadro de **Frans Hals** o una vajilla de Delft.

Edward Chancellor, en *Devil Take the Hindmost*, apunta cómo el tulipán reunía todas las condiciones para convertirse en un activo especulativo: “Era portátil, divisible, durable durante meses y, sobre todo, enormemente deseado”.

La mecánica del *boom*

Cada burbuja, y la primera no iba a ser excepción, parte de una idea equivocada que alimenta su valor, y de unos mecanismos que permiten que esa fantasía se articule en los precios. A medida que crecía la demanda, el tulipán dejó de ser solo un símbolo estético para convertirse en un *instrumento financiero*. En las tabernas de Haarlem, Leiden o Ámsterdam —lugares donde se bebía cerveza fuerte y se discutían contratos entre pintores, comerciantes y notarios— empezó a proliferar un nuevo tipo de transacción: el *forward contract* (contrato de futuros).

Estos contratos permitían fijar en el presente el precio de un bulbo que se entregaría en la temporada siguiente. Funcionaban casi sin capital inicial: bastaba la palabra dada, a veces asegurada con una pequeña señal. Así, panaderos, curtidores y tejedores que jamás habrían accedido a un jardín señorial se vieron comprando “derechos futuros” sobre tulipanes que ni siquiera habían brotado. Se hablaba de un *Semper Augustus* —un tulipán blanco con llamas rojas— cuyo contrato llegó a equivaler a diez veces el ingreso anual de un maestro artesano, y que hoy, con cierta ironía, da nombre también a un fondo *value* gestio-



nado por un discípulo de Buffett especialmente alérgico a las valoraciones exageradas.

Por si fuera poco este componente psicológico y de *misconception* —según la conocida radiografía de **Soros** de las burbujas especulativas—, durante aquellos años la masa monetaria se incrementó de manera muy notable. Lo explica en detalle el economista **Douglas French**, para quien las burbujas especulativas siempre necesitan del apoyo de la liquidez para prosperar. En efecto, la oferta monetaria en los Países Bajos creció enormemente: el total de florines en circulación pasó de aproximadamente 2,8 millones en 1628–29 a más de 9 millones en 1633–35 y luego hasta 17–23 millones en 1636–38. En paralelo, los depósitos en el Banco de Ámsterdam aumentaron de 5 millones de florines en 1633 a 8 millones →→→

→→ en 1638, un incremento del 60%. Igual que los maravedís se multiplicaron durante el episodio de hiperinflación castellana en nuestro Siglo de Oro.

El mercado quedó rápidamente atrapado en una espiral especulativa. En las mesas de las tabernas, rodeadas de pipas y jarras, se firmaban contratos a pluma sobre hojas manchadas de vino. Se revendían antes de la entrega, a un precio algo mayor, una y otra vez, generando una cadena especulativa que apenas necesitaba ver la flor para inflarse. Joseph de la Vega describiría algo similar de la bolsa de Ámsterdam décadas después: un «teatro de esperanzas y temores», donde la mercancía real importaba menos que el precio del día siguiente. Toda burbuja consiste en eclipsar el fundamental.

En enero de 1637 –justo antes del estallido– los precios parecían salirse del reino de lo plausible: un solo bulbo podía costar lo mismo que una casa con jardín en la elegante plaza Damrak. Los cronistas, exagerando o no, hablaban de sirvientes que invertían las dotes de sus hijas y de carniceros que vendían sus existencias para entrar en el juego. El tulipán, antes flor persa, se había convertido en una suerte de moneda alucinada, sostenida por la pura expectativa.

El *crash* de 1637

El encantamiento duró hasta febrero de 1637 y se deshizo, como ocurrirá en tantas otras ocasiones, tan rápido como había comenzado. En una subasta rutinaria en Haarlem, los compradores –quizá temerosos de unos precios que ya nadie se podía explicar– se abstuvieron de pujar. Fue un gesto leve, casi un susurro de pánico, pero bastó para quebrar la confianza. En cuestión de días, los precios se desplomaron. El precio del bulbo común *Witte Croonen* se multiplicó 26 veces solo en enero de 1637 para después caer a una vigésima parte de su valor máximo en la primera semana de febrero, lo que muestra cómo la euforia se concentró en apenas un mes, siguiendo el patrón típico de los finales parabólicos. Los *forward*

contracts, firmados alegremente en tabernas con la esperanza de revenderlos, quedaron sin valor. De pronto, muchos tuvieron que reconocer que no podían –o no querían– cumplir con esas promesas a los precios de locura que habían suscrito.

El golpe no sacudió a todos los Países Bajos por igual. Como demostraron los estudios de **Anne Goldgar**, el alcance real del colapso fue mucho más limitado que el mito posterior: afectó a un grupo relativamente reducido de comerciantes y especuladores. La mayoría de los grandes mercaderes diversificaba su patrimonio, y el país no entró en recesión. Fue, en el fondo, una crisis de confianza dentro de un nicho muy específico (como la fiebre de los sellos en España), aunque con suficiente morbo para convertirse en mito.

Esa leyenda fue fijada dos siglos después por **Charles Mackay** en *Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds* (1841), quien convirtió la tulipomanía en el símbolo definitivo de la locura especulativa. Mackay describió escenas de criados vendiendo la herencia familiar para comprar bulbos, de viudas lanzándose a los canales y de casas hipotecadas por un puñado de flores. Historias potentes, aunque muchas sin respaldo documental. Como ironizó un historiador moderno: “La tulipomanía de Mackay fue casi tan imaginaria como algunos de los precios que relataba”. Con todo, el ajuste económico posterior no fue inocuo. El número de quiebras en Ámsterdam se duplicó entre 1635 y 1637, lo que sugiere un daño financiero real más allá del mito de que solo afectó a unos pocos.

Edward Chancellor, una de las referencias obligadas, ofrece una visión más equilibrada: para él, lo fascinante no es tanto el tamaño del estallido como el mecanismo psicológico que lo impulsó. El tulipán fue el pretexto: el verdadero motor fue la mezcla humana de codicia, credulidad y contagio social, el mismo cóctel que ha alimentado burbujas desde entonces.

Es por eso por lo que la tulipomanía perdura como advertencia, más allá de sus exageraciones: una fábula sobre cómo el deseo de riqueza rápida puede inflar hasta lo grotesco un objeto sin valor intrínseco, y sobre cómo la especulación –tan vieja como el comercio mismo– necesita siempre la fe colectiva para sostenerse. Basta que esa fe titubee un instante para que todo se venga abajo. ●

➔ **SEGÚN EDWARD CHANCELLOR, el activo era portátil, divisible, duradero durante meses y muy deseado, condiciones para su especulación.**



Por
LUIS
TORRAS



Piénsalo otra vez / **Adam Grant** / Deusto

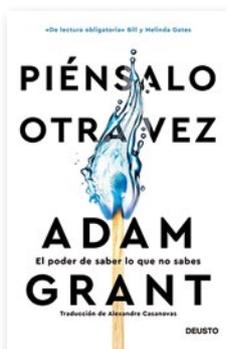
Por qué reconsiderar tus creencias siempre

Hay libros que, más que un conjunto de ideas, sirven de espejo incómodo. En *Piénsalo otra vez*, Adam Grant parte de una premisa tan sencilla como, muchas veces, radical:

reconsiderar nuestras creencias no es un signo de debilidad, sino el mayor acto de fortaleza intelectual. Una invitación a la duda en un mundo de convicciones ciegas, algo que, en el mundo actual de lucha por tener razón, resulta contracultural.

Para el asesor financiero, esta tesis tiene implicaciones directas. Vivimos en un entorno donde clientes, medios, redes sociales e incluso colegas confunden la confianza con la competencia. Cuando la experiencia acumulada demuestra cómo el exceso de confianza no es solo un sesgo cognitivo, sino un fenómeno que debilita enormemente nuestra gestión del riesgo.

Grant remarca los riesgos que derivan de lo que él llama rigidez cognitiva: es decir, el apego, esencialmente emocional, a nuestras ideas, incluso cuando la realidad comienza a desmontarlas. Nos enamoramos de nuestras opiniones, y es fácil que seamos refractarios a cambios en los hechos. Basta ver la práctica periodística en muchos ámbitos. En el ámbito específico del asesoramiento, esto se traduce en



aferrarse a narrativas de mercado, estilos de inversión o supuestos “macro” que quizás fueron válidos en el pasado, pero que han perdido su utilidad en el momento presente.

Grant señala cómo los humanos tendemos a operar en tres “modos mentales” por defecto. El primero es el predicador, consistente en defender con fervor nuestras creencias, evangelizando ideas que

consideramos incuestionables. El fiscal, cuando nos obsesionamos con demostrar que los otros están equivocados, descartando información que contradiga nuestro argumento (ceguera cognitiva). Y el político (chaquetero), que adapta el discurso para agradar o proteger nuestra reputación dentro del grupo.

El reto, señala, es aprender a actuar como científicos (en su acepción más popperiana): formular hipótesis, someterlas a prueba, analizar datos con honestidad radical y estar dispuestos a cambiar estas premisas cuando así lo aconsejen los hechos.

El sesgo de sobreconfianza y la “Montaña de la Estupidez”

Una de las metáforas más gráficas del libro es el retrato del efecto Dunning-Kruger, la llamada “Montaña de la Estupidez”: cuando sabemos →→→

→→→ poco, nos sentimos desmesuradamente seguros; a medida que aprendemos, la confianza cae en picado hasta que logramos una seguridad más modesta, pero mucho mejor fundamentada. De nuevo, en el mundo financiero es fácil observar estos fenómenos de manera omnipresente. Un asesor con unos pocos años de experiencia puede mostrarse más vehemente que un veterano que ha sobrevivido tres ciclos bajistas. La propia industria fomenta a veces esta narrativa: banners con el lema “confianza” brillan más que aquellos que anuncian “revisión crítica” o “humildad epistémica”. El inversor **Naval Ravikant** señalaba hace poco en redes sociales que, en X (antes Twitter), “los inversores noveles hablan mucho; los expertos escuchan.”

El antídoto para Grant no puede ser más contraintuitivo: cultivar el gozo de estar equivocado. Cada vez que una predicción falla o una tesis de mercado se desmonta, tenemos la oportunidad de enriquecer nuestro mapa mental. El error, bien gestionado, no deteriora la confianza del cliente; la robustece, porque muestra un asesor que aprende y se adapta.

En este sentido, Grant dedica buena parte del libro a detallar estrategias para desarrollar un pensamiento más flexible, varias de ellas perfectamente trasladables al día a día del asesor. Por ejemplo:

✦ **Desprender la identidad de las creencias:** no confundir nuestras ideas con nuestro valor como profesionales. Una tesis de inversión es una herramienta, no un tótem. Si resulta errónea, debemos abandonarla sin sentir que es un ataque a nuestro yo.

✦ **Disfrutar la contradicción:** abrazar la posibilidad de estar equivocados y convertirla en motor de aprendizaje. Esto cambia el diálogo con los clientes: un asesor que dice “esto es lo que los datos sugieren hoy, pero estamos preparados para revisar el enfoque si cambia el contexto” transmite rigor, no inseguridad.

✦ **Argumentar para aprender, no para**

vencer: los debates internos en un equipo de asesores o con analistas externos no deberían ser combates para ganar, sino para refinar tesis. Preguntas como “¿qué datos te harían cambiar de opinión?” son un catalizador formidable para pensar con profundidad.

Un capítulo particularmente valioso aborda cómo fomentar el cambio de mentalidad en los demás sin desencadenar resistencia. Grant sostiene que presionar suele generar más rechazo, mientras que invitar, con preguntas genuinas, crea un espacio más propicio para el entendimiento. En lugar de decir a un cliente: “Eso es un error, no deberías entrar en ese fondo ahora”, podemos probar con: “¿Qué te lleva a pensar que este es el mejor momento? ¿Qué datos reforzarían o debilitarían esa convicción?”. Otra situación hipotética, en un comité de inversiones, en vez de cuestionar directamente una creencia de un colega, Grant nos invita a favorecer el replanteamiento de la contraparte: “¿Qué necesitarías ver para abandonar esa hipótesis sobre los tipos de interés?”.

Pequeñas semillas de duda bien plantadas pueden florecer en un cambio de perspectiva sin necesidad de confrontación directa.

Otro punto esencial del libro es que el repensar no puede quedar solo en el plano individual; debe convertirse en una práctica cultural dentro de equipos y organizaciones. Grant cita ejemplos concretos de empresas como Pixar, que institucionalizan reuniones donde las ideas son criticadas sin que ello se viva como un ataque personal. En el mundo de las inversiones, aquí destaca el modelo de Bridgewater, el mayor fondo de cobertura del mundo fundado por **Ray Dalio**, quien, obsesionado por no cometer errores, ha favorecido siempre un entorno de *radical truth* que incluye generar un clima propicio para cuestionar opiniones y creencias como parte íntegra del proceso de inversión. Algo que requiere incorporar a financieros, analistas y asesores que no solo sean sólidos a nivel de competencias técnicas, sino que también incorporen *soft skills* como la agilidad mental y la humildad intelectual. Personas capaces de hacer un hábito del mantra “¿en qué puedo estar equivocado?”. ●

➔ **Según expresa Adam Grant, reconsiderar nuestras creencias no es un signo de debilidad, sino el mayor acto de fortaleza intelectual.**



Cuestión de probabilidad

→ **Thinking in Bets** / ANNIE DUKE / PORTFOLIO PENGUIN

Hay un error sutil, casi elegante, en la manera en que solemos evaluar nuestras decisiones: miramos el resultado final y, a partir de allí, tejemos una narrativa retrospectiva que lo justifica todo. Es un proceso tan automático que apenas notamos su irracionalidad. ¿Ganaste dinero? Entonces tomaste una buena decisión. ¿Perdiste? Fue una mala jugada. Como si el universo estuviera obligado a recompensar la lógica impecable con el éxito y a castigar el error con la ruina inmediata.

En Thinking in Bets: Making Smarter Decisions When You Don't Have All the Facts,
Annie Duke –exjugadora

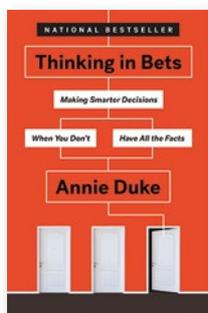
profesional de póker y experta en psicología cognitiva– destripa este sesgo con precisión quirúrgica. El punto de partida es que decidir supone sopesar siempre un *risk/reward*: apostar, aunque el verbo *bet* en inglés es todavía más amplio. El hecho de que una apuesta o posición tenga o no un buen resultado, por sí solo, puede arrojar muy poca información de valor sobre la calidad de esta decisión y el proceso que la sustenta. Duke nos invita a centrar nuestra atención en esto último.

Duke introduce uno de los conceptos más perturbadores para el ego humano:

el *resulting*. Así llama a la tendencia de juzgar la calidad de nuestras decisiones únicamente por su desenlace observable. Este sesgo es tan ubicuo que domina la conversación financiera. ¿Por qué un fondo que tuvo un 30% de rentabilidad es inmediatamente percibido como bien gestionado, aunque quizás sus apuestas fueran temerarias y dependieran enteramente de la buena fortuna?

En la psicología inversora, el *resulting* es un elemento distorsionador del juicio. Alimenta la ilusión de control, fomenta el exceso de confianza y perpetúa estrategias

subóptimas. Como inversores, nos sentimos tentados a dar explicaciones posteriores («falacia narrativa») que encajan los hechos en un relato plausible: “sabía que el mercado iba a premiar este activo”, “era evidente que la política monetaria sería expansiva”, “la tendencia secular justificaba pagar múltiplos exigentes”. Somos muy buenos inventando historias y esto hace que, de manera estructural, infravaloremos el



verdadero motor del retorno en el corto plazo: la suerte y el azar.

La propuesta de Annie Duke para escapar de este laberinto mental es tan simple como contraria a la naturaleza humana: pensar en probabilidades. Esto implica reemplazar nuestras afirmaciones de certeza (“esta acción va a subir un 50%”) por estimaciones probabilísticas (“creo que hay un 60% de probabilidades de que suba significativamente en los próximos dos años”).

Sesgo del costo hundido

Otro de los demonios que acechan al inversor es el sesgo del costo hundido. Es esa fuerza psicológica que nos empuja a seguir comprometidos con una inversión solo porque ya le hemos dedicado tiempo, dinero o reputación. El ejemplo clásico: mantener una posición perdedora simplemente porque vender implicaría reconocer explícitamente el error.

Annie Duke combate este sesgo invitándonos a formular una pregunta brutalmente honesta: “Si hoy no tuviera nada invertido en este activo, ¿lo compraría?”. Si la respuesta es no, deberíamos vender sin dudarlo. Es un enfoque que recuerda a las máximas de **Warren Buffett**, homenajeado en este número, y quien suele decir que el mercado está allí para servirnos, no para instruirnos.

Duke desmonta, una vez más, la fantasía de control y nos invita a convertir en hábito vitalicio la humildad cognitiva que en la inversión es un recordatorio a invertir con margen de seguridad. Al final, siempre queda margen para el azar, esa fuerza escurridiza que se deleita en subvertir nuestras mejores predicciones. ●

→ **En la psicología del inversor, el *resulting* distorsiona el juicio, aumenta la ilusión de control y fomenta la sobreconfianza.**



Fotos: Fran Monks

Tim HARFORD

ECONOMÍA PARA TODOS

Protagonista del acto institucional que EFPA España celebrará el próximo 19 de noviembre en Barcelona, Tim Harford nos ofrece en esta entrevista una mirada crítica y lúcida sobre el mundo de las previsiones financieras. Una conversación imprescindible para quienes creen que el buen asesoramiento empieza por hacerse las preguntas correctas y no solo las fáciles.

Por **LUIS TORRAS.**

T

im Harford (1963) es uno de los economistas divulgadores más influyentes de

nuestro tiempo. Conocido por su *best seller* *The Undercover Economist (El economista camuflado)* –título que da nombre también a su célebre columna en el *Financial Times*–, ha logrado acercar la economía al gran público con un estilo claro, ingenioso y lleno de ejemplos prácticos. Autor de obras como el ya citado *The Undercover Economist*, *Adapt o Messy*, y voz habitual en la BBC con programas como *More or Less* y el pódcast *Cautionary Tales*, Harford se ha convertido en un referente mundial en el arte de explicar la complejidad económica con sencillez y rigor.

En algunos de tus artículos, ha hablado bastante sobre predicciones que, a veces, no son realmente sobre el futuro y sobre los sesgos que existen. ¿Cómo deberían los asesores financieros equilibrar su entusiasmo –que siempre lo hay– con las previsiones y, al mismo tiempo, mantener un sano escepticismo sobre su precisión?

Soy muy escéptico con las previsiones, porque en muchos casos simplemente son imposibles o casi imposibles. Las previsiones se asemejan a la comida basura. Es como si

estuviéramos picoteando patatas fritas en el mundo de las ideas: son adictivas, nos encanta consumirlas, pero en realidad no nos hacen ningún bien. Me parece mucho más útil pensar en términos de escenarios o

contingencias y asignar una probabilidad a cada caso. En lugar de centrarnos en “¿Qué va a pasar?”, resulta más útil enfocar el tema así: “Podría pasar esto. ¿Qué haré si ocurre?” o “Podría pasar esta otra cosa. ¿Qué haría entonces?”. Pensar en términos de escenarios para los que te puedas preparar, en lugar de estas previsiones vacías y muy influenciadas por sesgos y conflictos de interés.

En sus libros, especialmente en *Messy* y también antes en *Adapt*, resalta el valor de la experimentación. ¿Cómo podemos poner en juego esta manera de proceder en el ámbito del asesoramiento?

No es fácil en absoluto, especialmente porque, si vas a hacer una gran apuesta financiera, para

enfoque que creo que puede funcionar, y es la importancia de llevar a cabo un registro sobre cuáles eran tus objetivos y revisarlos periódicamente para ver si se están cumpliendo, generando una retroalimentación que permita este hábito de revisión continua. Eso vale tanto si eres un asesor como si eres un inversor particular. Recordar de tanto en cuanto: “¿Qué estoy intentando conseguir?” y luego volver cada cierto intervalo –puede ser cada tres meses, cada cinco años o cada día, depende– y preguntarte: “¿Está funcionando? ¿Necesito cambiar algo?”.

¿Es eficaz esa estrategia?

Puede ser positiva por dos motivos. La primera: tendemos a evitar las malas noticias. Hay investigaciones

muy interesantes sobre esto. Cuando creemos que las cosas van mal, no miramos nuestras carteras de acciones; cuando sabemos que el mercado sube, las miramos todos los días. Exagero un poco, pero nos encanta recibir buenas noticias una y otra vez, y justo cuando hay un problema es cuando deberíamos mirar más de cerca. La segunda razón para revisar los objetivos es que no recordamos bien cuál era la situación o lo que pretendíamos. Hacemos

previsiones y luego olvidamos cuáles fueron. Tenemos logros y luego los olvidamos. Sin embargo, al escribirlos y volver sobre ellos, nos obligamos a ser precisos, a refrescar nuestra memoria, incluso en →→→

“
Me asombro de lo buenas y lo malas que pueden ser las respuestas de la IA
”

cuando conoces el resultado ya es demasiado tarde. O bien la apuesta salió bien y desearías haber invertido más, o salió mal y desearías no haberla hecho. Es complicado. Con todo, hay un

→→ los rincones que quedan más escondidos.

Ha escrito mucho sobre la importancia de conocer, manejar y pensar en números. ¿Qué oportunidades tienen los asesores financieros para ampliar la toma de decisiones de sus clientes mejorando su comprensión de la estadística y de los números en general?

Este es un tema muy importante. Mi consejo más directo sería mantener siempre un enfoque y estrategias que sean lo más simples posibles, porque, en realidad, los errores que comete la gente con números y estadísticas suelen ser errores muy elementales. No son errores sofisticados que requieran un doctorado para entenderlos, sino cosas como comprender la escala o la historia reciente. Por ejemplo, alguien dice: “Esta acción ha subido un 80% en los últimos cinco años”. Lo primero sería preguntar: ¿Qué significa exactamente ese 80%? Mucha gente ni siquiera lo sabe. Luego: ¿Un 80% en cinco años es bueno o no lo es? Dame comparaciones útiles para entender ese rendimiento. Y si ha subido en los últimos cinco años, ¿eso significa que debería esperar lo mismo en los próximos cinco? Son preguntas muy simples, pero mucho más importantes que un análisis sofisticadísimo de correlaciones. Animar a la gente a formular este tipo de cuestiones, a no tener miedo a parecer ingenuos, es algo realmente fundamental.

Otro tema recurrente y complejo es la idea de *nudge* (empujoncito), cómo pequeños cambios en los incentivos pueden suponer una diferencia. En el



“
Tendemos a evitar las malas noticias. Cuando creemos que las cosas van mal, no miramos nuestras carteras de acciones. Cuando sabemos que el mercado sube, las miramos todos los días
 ”

mundo de la asesoría financiera, ¿cómo podemos usar estos pequeños impulsos cognitivos para mejorar el asesoramiento financiero?

Existen muchísimos ejemplos. El problema es que algunos son muy positivos y otros muy negativos. Un ejemplo positivo muy conocido es, por defecto, ofrecer una suscripción automática en planes de pensiones: es decir, que se deduce una parte de tu salario, a menos que digas expresamente que no lo quieres. En principio, es lo mismo: si quieres contribuir, lo haces; si no, no. Pero en la práctica cambia todo, porque la mayoría de la gente debería ahorrar para su pensión, y planteando la cuestión en estos términos favoreces claramente este tipo de decisión. Pero este mecanismo puede utilizarse

para favorecer prácticas de venta deshonestas: favorecer la suscripción a un servicio que no necesitas, que ni notas que pagas y nunca cancelas. Todos lo hemos vivido. Por eso, lo más importante es usarlos de manera ética, asegurando que la gente entiende lo que ocurre y manteniendo su capacidad de elegir. No se trata de manipular, sino de ayudar a tomar mejores decisiones, no de obtener más beneficios para nosotros.

Tiene un podcast interesantísimo, *Cautionary Tales*, donde disecciona fracasos históricos. ¿Podría compartir un ejemplo relevante que aporte enseñanzas para asesores financieros en la gestión del riesgo y de crisis?

Me viene a la mente uno de los últimos episodios sobre una máquina de radioterapia, la Therac-25. Era hace unos 40 años.

Distinguido con la Orden del Imperio Británico

- **Nació el 27 de septiembre de 1973 en Kent, Inglaterra.** Es licenciado en Filosofía, Política y Economía (PPE) por el Brasenose College de la Universidad de Oxford, donde también obtuvo un máster en Filosofía en Economía en 1998. A pesar de que inicialmente consideró abandonar la economía, su tutor **Peter Sinclair** lo convenció de continuar en esta disciplina.
- **Una suerte, pues Harford ha logrado algo poco común: acercar las complejidades de la economía a un público amplio sin perder rigor.** Columnista del *Financial Times*, donde escribe la popular columna *The Undercover Economist*, conductor de programas en la BBC y autor de superventas como *El economista camuflado* y *Cincuenta cosas que hicieron la economía moderna*, ha sido distinguido con la **Orden del Imperio Británico** por sus aportes a la divulgación.
- **Su estilo se caracteriza por combinar narración, humor e inteligencia, lo que le ha valido comparaciones con Malcolm Gladwell.** *The New Statesman* lo ha descrito como "quizás el mejor escritor de economía popular del mundo".

Funcionaba bien casi siempre, pero cuando fallaba podía matar al paciente: en lugar de atacar el tumor, administraba una dosis letal o gravemente dañina. El problema era que esos fallos eran muy poco frecuentes y los efectos no se veían de inmediato. No existía un sistema adecuado de reporte de incidentes. De esta forma, cualquier fallo en una parte del país no se compartía al resto de organizaciones que también operaban la máquina. Los pacientes morían, pero podían haber muerto de cáncer igualmente, con lo que nadie conectaba los puntos. La empresa recibía quejas, pero no veía el patrón.

La lección es clara: si hay un problema en cualquier →→→

Información comercial

Mantente firme con estrategias flexibles de renta fija.

El mercado de bonos es uno de los más grandes y líquidos del mundo. Combina estabilidad con innumerables oportunidades a escala global. Aprovecharlas exige una visión independiente y la estrategia adecuada. Descubre las estrategias de renta fija de Flossbach von Storch.

flossbachvonstorch.es/es/renta-fija



Flossbach von Storch
INVESTMENT MANAGEMENT

→→→ organización –con la tecnología, la política interna, las ventas– necesitas mecanismos de reporte, de *whistleblowing*, alguien que recopile la información necesaria para evaluar el rendimiento, errores de manera rápida y actuar de forma acorde. Contar con mecanismos de retroalimentación recurrente y establecer dinámicas de mejora constante es algo muy relevante.

La última pregunta es sobre el gran tema del momento en los mercados financieros, y en cualquier ámbito: la inteligencia artificial. ¿Podría compartir una posible ventaja (*upside*), una posible amenaza (*downside*) y una incertidumbre relacionadas con este tema en el ámbito del asesoramiento financiero?

La ventaja es fácil de imaginar, aunque desafiante para los profesionales. Imagina que soy alguien con dinero para invertir, estoy nervioso y no entiendo bien el mercado. Abro un chat con una IA generativa entrenada profesionalmente. Le cuento mis objetivos, me hace preguntas sobre mi jubilación, mi familia, mis metas. Me ayuda a aclarar la situación y me da recomendaciones claras. Todo mejora mi seguridad financiera y a bajo coste. Puede ser una gran herramienta de democratización, aunque menos favorable para los asesores humanos. La amenaza es también evidente: que el consejo sea malo, que la IA se equivoque, sea manipulada o influenciada por intereses externos. Igual que los motores de búsqueda son manipulados para vendernos cosas, lo mismo puede ocurrir con las IA. Y son muy convincentes, diseñadas



“
Las previsiones se parecen a la comida basura: son adictivas, nos atrac consumirlas, pero en realidad no nos aportan nada bueno
 ”

para parecer amistosas. Eso hace que la gente confíe y pueda tomar malas decisiones.

La incertidumbre es enorme: no sabemos hacia dónde irá esto. Hoy nadie recomendaría usar ChatGPT para asesoría financiera, pero la gente ya lo está usando, igual que antes buscaba en Google. ¿Llegará a ser apropiado y seguro? ¿Seremos capaces de distinguir una buena respuesta de una mala? Yo uso estas IA y me asombra lo buenas y lo malas que pueden ser. Solo alguien con mucha experiencia tiene juicio suficiente para separar lo bueno de lo malo.

« »

Precisamente, la mirada de Harford hacia la IA refleja su enfoque habitual: combinar rigor, curiosidad y sentido crítico ante lo complejo para que, al menos, lo sea un poco menos. Porque, así como observa la tecnología, analiza la economía cotidiana, con atención, reconociendo sus riesgos y potenciales sin perder perspectiva. No es casualidad que en muchas referencias a su obra aparezca el apelativo de “detective económico”, metáfora que resume su capacidad para revelar, con precisión y cercanía, los mecanismos que rigen la vida económica, algo que queda patente en la animada charla que mantuvimos y que, seguro, continuará en un marco único: el acto final del 25 aniversario de EFPA España en las Reales Atarazanas de Barcelona, el 19 de noviembre. Escuchar a Harford es, en definitiva, entender que el mundo requiere juicio crítico, curiosidad y la habilidad de discernir entre lo relevante y lo superficial. ●

Tu presente y tu futuro en las mejores manos



Planificación
financiera



Asesoramiento
y gestión de
carteras



Grandes
patrimonios

**Quienes mejor hablan de Tressis son nuestros clientes,
pero también lo hacen los números**

70%

de nuestros clientes nos valoran
con un 9 o un 10.

NPS (Net Promoter Score): 61
Fuente: Webtools. Abril 2025

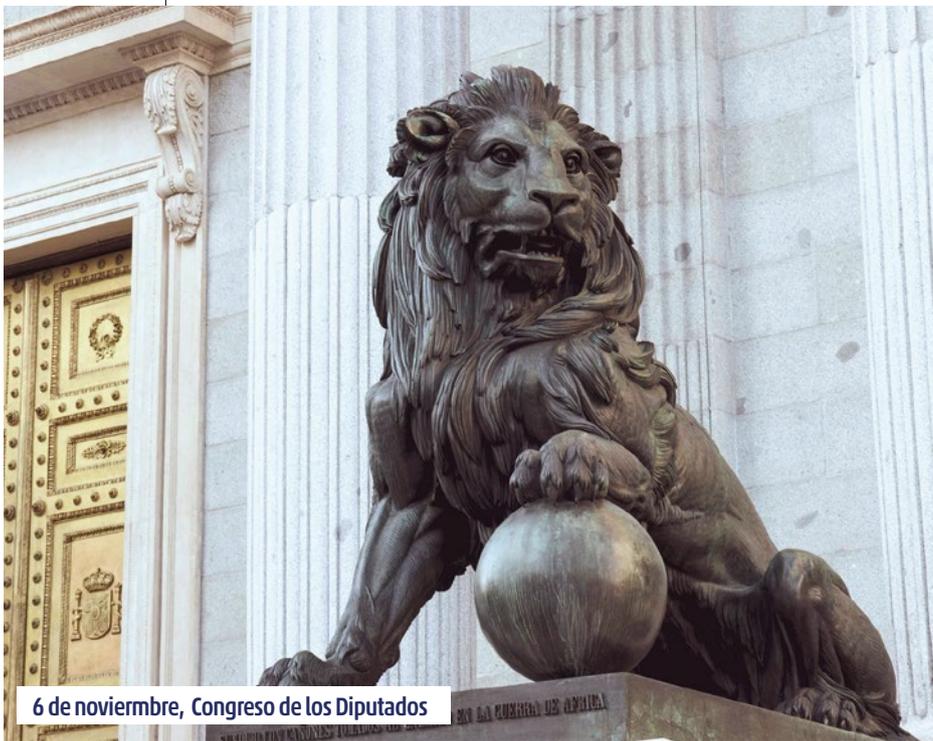
9,4

es la nota de satisfacción media
del cliente con su asesor.

Fuente: Webtools. Abril 2025

25 AÑOS DE COMPROMISO

Tres grandes encuentros para celebrar el 25 aniversario de EFPA España



6 de noviembre, Congreso de los Diputados

Este otoño, Madrid y Barcelona serán escenario de tres citas únicas que unirán reflexión, análisis e inspiración.

EFPA España celebra su 25 aniversario con una agenda de actos que refuerza su vínculo con las instituciones, pone el foco en los retos de la economía global y mira al futuro de la profesión.

Por **REDACCIÓN**.

Abran sus agendas, pues con la energía propia de los retos que comienzan, este otoño EFPA España pone el broche a la celebración de su **25.º aniversario**. Una conmemoración que no mira solo al pasado, sino que se proyecta hacia el futuro con tres grandes encuentros en Madrid y Barcelona, llamados a convertirse en escenarios de reflexión, inspiración y proyección para todo el sector del asesoramiento financiero.

La primera cita tendrá lugar el **6 de noviembre en el Congreso de los Diputados**, un marco institucional que simboliza la importancia del diálogo con las instituciones para el

desarrollo del sector, y de la que hablamos en profundidad en el primer apoyo de estas páginas. El segundo acto tendrá lugar el **13 de noviembre en Madrid**, en el **Auditorio de Abante**, y estará protagonizado por uno de los economistas más influyentes de nuestro tiempo, con quien hemos tenido el placer de poder hablar en este número: **Nouriel Roubini**, apodado "*Dr. Doom*" por haber anticipado la crisis financiera de 2008. Bajo el título "*Los riesgos sistémicos: Claves para los asesores financieros en el 25 aniversario de EFPA España*", Roubini analizará los desafíos globales que condicionan hoy la economía: tensiones

geopolíticas, riesgos de deuda, inflación persistente, fragmentación de los mercados y los efectos de la transición energética. Para los asesores financieros que asistan, su intervención será una brújula para interpretar el contexto actual de elevada incertidumbre. La sesión se abrirá con la intervención de **Santiago Satrústegui**, presidente de EFPA España.

El **19 de noviembre en Barcelona** llegará la clausura de la conmemoración en las **Drassanes Reials**, un espacio histórico que simboliza la conexión de la ciudad donde nació EFPA con el comercio y la innovación. Allí, se celebrará una jornada con un marcado carácter festivo y formativo. →→→

No dejes pasar la oportunidad de formar parte de este momento histórico para EFPA España y la industria financiera: **inscríbete y acompáñanos en el Congreso de los Diputados en Madrid el próximo 6 de noviembre para debatir el papel del asesoramiento en las previstas reformas**



financieras europeas. Consulta la agenda completa, reserva tu plaza y únete a esta conmemoración única.

El asesoramiento financiero, en el Congreso de los Diputados

» El **6 de noviembre de 2025**, EFPA España abrirá oficialmente los actos de celebración de su **25º aniversario** con una cita de enorme simbolismo: una jornada institucional en el **Congreso de los Diputados**.

» El escenario elegido no es casual; representa el firme compromiso de la asociación con la consolidación del asesoramiento financiero como profesión esencial en el desarrollo económico y social de nuestro país, y su voluntad de estrechar lazos con las instituciones que marcan el marco regulatorio en Europa y en España.

» La jornada, que se desarrollará entre las **16:30 y las 18:45 horas**, servirá para reflexionar sobre el futuro del sector bajo el lema *"El papel de España en la reforma financiera europea y el asesoramiento financiero"*. El programa contará con la bienvenida institucional a cargo de la **Excm. Sra. Francina Armengol**, presidenta del Congreso de

los Diputados, y de **Santiago Satrústegui**, presidente de EFPA España, quienes subrayarán el papel de la profesión en un momento de transformación global.

» El primer bloque corresponde a la primera mesa redonda: **"La Savings and Investments Union (SIU) de la Comisión Europea y el rol clave del asesoramiento financiero para su implementación"**. En ella, representantes parlamentarios, miembros de la Comisión Europea y expertos del sector –como **Fernando Zunzunegui**, coordinador de regulación de EFPA España– debatirán sobre cómo canalizar el ahorro hacia la inversión, fomentar la educación financiera y reforzar la integración de los mercados europeos. La sesión será moderada por **Josep Soler**, consejero ejecutivo de EFPA España.

» Posteriormente, una segunda mesa titulada **"La importancia de la colaboración público-privada en el fomento de la**

educación y la inclusión financiera", reunirá a representantes del Congreso, de la Comisión Europea y de entidades como el **Banco de España** y la **CNMV**. La mesa estará moderada por **Andrea Carreras-Candi**, directora de EFPA España, y **Jordi Martínez**, director del Programa EFPA de Educación Financiera. El debate girará en torno al valor de la cooperación entre instituciones y sector privado para mejorar la cultura financiera, con especial atención al **Plan Español de Educación Financiera** y a programas de inclusión impulsados por EFPA.

» La clausura correrá a cargo del presidente de la CNMV, **Carlos San Basilio**, que pondrá el broche final a una jornada llamada a marcar un hito en la relación entre el asesoramiento financiero y las instituciones.

» Más que una simple conmemoración, este encuentro representa una oportunidad para reafirmar la importancia del asesor financiero en la construcción de un sistema económico sólido, inclusivo y sostenible, en línea con las directrices europeas y con las demandas de la sociedad. ❁



13 de noviembre en Madrid, Auditorio de Abante

→→ El programa combinará inspiración y visión de futuro: la ponencia inaugural de **More**, conferenciante y comunicador, “*Motivación del cambio + Inteligencia Artificial*”, calentará motores antes de los platos fuertes de la velada. A continuación, **Tim Harford**, otra de las voces exclusivas que hemos podido conocer en este número y columnista del *Financial Times*, ofrecerá su visión sobre cómo los grandes procesos económicos impactan en la vida cotidiana y en el asesoramiento financiero. El acto incluirá también un bloque para revisar y abordar conjuntamente 25 años del sistema financiero en España con algunos de sus protagonistas, además de un emotivo reconocimiento a los miembros decanos de EFPA España que han acompañado a la asociación desde sus inicios. El evento concluirá con un cóctel de celebración, que permitirá compartir experiencias y tejer lazos entre profesionales en un entorno único.

Con esta agenda, EFPA España no solo celebra su aniversario, sino que reafirma su papel estratégico en el fortalecimiento del asesoramiento financiero en España y Europa. Tres actos que combinan la reflexión institucional, la visión internacional y la inspiración motivacional, y que marcan un punto de inflexión en el camino hacia el futuro. Un aniversario que, lejos de ser un punto final, se convierte en el inicio de una nueva etapa cargada de retos y oportunidades para la profesión. “Queremos que el 25 aniversario sea algo más que una celebración: una oportunidad



**NOURIEL ROUBINI
EN MADRID**



El 13 de noviembre, **Nouriel Roubini**, el economista que anticipó la crisis de 2008, ofrecerá un análisis profundo sobre los riesgos sistémicos que moldearán la economía global. Su intervención permitirá a los asesores financieros comprender los escenarios futuros y anticipar los retos que definirán su práctica en los próximos años. Una oportunidad única para acercarse a la visión de una de las voces más influyentes de la economía mundial.



**TIM HARFORD
EN BARCELONA**



El 19 de noviembre, **Tim Harford**, autor de *El economista camuflado* y columnista del *Financial Times*, compartirá su enfoque único para interpretar la economía y convertirla en decisiones prácticas y cercanas. Su ponencia ofrecerá nuevas perspectivas y herramientas que inspirarán a los profesionales del asesoramiento financiero a proyectar el futuro de su actividad desde una mirada innovadora y motivadora.

para proyectar nuevas ideas, abrir caminos y conectar a profesionales, instituciones y referentes internacionales en un recorrido que marcará un antes y un después en la profesión”, concluye **Josep Soler**, consejero ejecutivo de EFPA España y, precisamente, fundador, hace 25 años, de EFPA Europa y EFPA España. ●

10 cifras clave de EFPA España en 25 años

+36.000 profesionales certificados en España

+110.000 exámenes realizados desde el año 2000

+5 millones de horas de formación certificada acumuladas

+3.000 exámenes celebrados en 2024

+1.000 profesionales ya inscritos en la primera convocatoria de 2025

78 alianzas con entidades financieras

+150 sesiones formativas organizadas en 2024

+1000 asistentes en el último EFPA Congress (Málaga)

+ 100.000 profesionales certificados EFPA en 13 países

+40% crecimiento en certificación EFP en España en los últimos 5 años

Un marco histórico para mirar al futuro

● **Las Drassanes Reials de Barcelona** son uno de los ejemplos más sobresalientes de arquitectura gótica civil en Europa. Originalmente concebidas como astilleros, simbolizan la vocación marítima de la ciudad, su espíritu innovador y su apertura al comercio y al mundo exterior durante la Edad Media.

● Por eso no sorprende que EFPA España haya escogido este lugar histórico para celebrar su 25.º aniversario: un espacio cargado de siglos de historia, donde la tradición y el progreso se entrelazan, y que hoy se convierte en escenario de un encuentro pensado para imaginar el futuro del asesoramiento financiero. Entre muros que han sido testigos de la transformación y la navegación, los profesionales del sector celebrarán un cuarto de siglo de trayectoria y trazarán nuevas estrategias frente a los retos del siglo XXI.

● Durante siglos, las Drassanes fueron la principal fábrica de galeras de la Corona de Aragón, en un momento de expansión mediterránea. Situadas frente al mar y al pie de Montjuïc, se consideraron durante mucho tiempo los astilleros medievales más completos que se conservaban en el mundo. Sin embargo, investigaciones arqueológicas recientes han mostrado que, a finales del siglo XVI, sobre la estructura medieval previa se construyeron nuevos astilleros, dando lugar al edificio tal como lo conocemos hoy.

● La idea original nació con Jaume I, pero fue Pere III quien consolidó y amplió el proyecto a finales del siglo XIV. La primera construcción era un edificio amurallado con torres en cada esquina, que posteriormente se amplió y cubrió.



19 de noviembre en Barcelona, Drassanes Reials

● Hoy, las Drassanes Reials albergan el Museo Marítimo de Barcelona, cuya colección, iniciada en 1929, ha ido creciendo con el tiempo. Se pueden contemplar modelos de barcos, instrumentos de navegación, exvotos, pinturas, mascarones y mapas antiguos. Entre sus piezas más emblemáticas destacan la réplica de la Galera Real de Juan de Austria y el pailebote de Santa Eulalia, que siguen fascinando a visitantes y expertos. ✨

utmostTM

WEALTH SOLUTIONS

Somos el proveedor global líder en soluciones patrimoniales basadas en seguros de vida.

Nuestras soluciones patrimoniales para España se rigen por las estrictas normativas de protección de los asegurados de Irlanda y Luxemburgo, donde tienen su sede nuestras compañías de seguros de vida. Estas normativas garantizan que todos los activos de los clientes sean custodiados por un banco independiente y que exista una separación legal entre los activos de los clientes.

Nuestra fortaleza financiera ha sido reconocida por Fitch Ratings con la calificación 'A+' de Insurer Financial Strength con Perspectiva Estable. Nuestra amplia experiencia y conocimiento técnico ayuda a preservar el patrimonio de sus clientes para las siguientes generaciones.

www.utmostinternational.com

Utmost Wealth Solutions es una marca comercial utilizada por diversas compañías del Grupo Utmost. El presente documento ha sido emitido por Utmost PanEurope dac.

Utmost PanEurope dac es una empresa de actividad específica domiciliada en Irlanda (número 311420) con sede social en Navan Business Park, Athlumney, Navan, Co. Meath C15 CCW8, Irlanda, y está supervisada por el Banco Central de Irlanda. Asimismo, Utmost PanEurope dac está debidamente autorizada para la prestación de la actividad de seguros de vida en España en régimen de libre prestación de servicios, estando registrada a estos efectos en el Registro de Compañías de Seguros y Reaseguros de la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones española con el número L0466.

Lombard International Assurance S.A. está regulada por la Commissariat aux Assurances, el organismo regulador de seguros de Luxemburgo y tiene su domicilio social en 4, rue Lou Hemmer, L-1748 Luxemburgo, Gran Ducado de Luxemburgo.

An aerial photograph of a coastline, showing the ocean on the left and a sandy beach with some vegetation on the right. A thin white horizontal line is positioned above the main text.

El arte de
ofrecer soluciones
excelentes para
la planificación
patrimonial

A WEALTH *of* DIFFERENCE



VENTAJAS DE SER FORMADOR VOLUNTARIO EN EFPA

Se busca: asesor financiero con alma de maestro

Ser formador voluntario en el Programa EFPA de Educación Financiera es una oportunidad para crecer profesionalmente, conectar con otros compañeros y, sobre todo, generar un impacto real en la sociedad. Ahora es el momento y estas son algunas de las ventajas. Por **REDACCIÓN**.

Miriam, Iratxe, Sergio, Silvia, Fernando, Elena... Y así hasta 1.000. Son los formadores voluntarios miembros de asociados de EFPA España que han participado en el Programa EFPA de Educación Financiera en los últimos 10 años. Son asesores financieros con alma

de profesor, y viceversa. Porque dentro de ellos late una vocación. Un compromiso con la sociedad, fuera del despacho o la oficina. Y sí, es una cifra elevada. Sin embargo, sigue siendo insuficiente para cubrir la demanda, que es mucha si tenemos en cuenta que más de 45.000 personas se han formado a través de sus talleres. Desde EFPA España insisten: se necesitan formadores voluntarios que quieran llevar la educación financiera más lejos. ¿Te has planteado de qué otra forma puedes contribuir al progreso de la sociedad? ¿Sabes las ventajas que tiene formar parte? Toma nota porque la asociación está llamando a filas.

En primer lugar, tu labor contribuye a mejorar la cultura financiera de distintos colectivos, desde jóvenes hasta profesionales, ayudándoles a tomar decisiones económicas más conscientes. En ese camino, enseñar te obliga a profundizar en tus conocimientos y a transmitirlos de manera clara y cercana, reforzando tus habilidades de comunicación, liderazgo y pedagogía. Un *win-win* en toda regla.

Por supuesto, no podemos olvidar que ser formador voluntario permite obtener hasta 11 horas de formación por periodo de recertificación, pero hay más. Formar parte de este programa también abre puertas: facilita integrarte en la red EFPA, conectar con otros profesionales y ganar visibilidad como referente en educación financiera. Y, más allá de la carrera profesional, está la satisfacción personal de acompañar a otros en su aprendizaje y ver cómo crecen gracias a su tutor. ¿Te apuntas? ●

Voluntariado que transforma: beneficios de enseñar en EFPA

DESARROLLO PROFESIONAL

- Refuerzas y actualizas tus conocimientos financieros, al mismo tiempo que potencias tus habilidades de comunicación y liderazgo.
- Ser formador voluntario fortalece tu reputación y credibilidad dentro del sector financiero.

IMPACTO SOCIAL

- Participas activamente en la educación financiera de jóvenes,

profesionales y público general.

- Contribuyes directamente a mejorar la cultura financiera de la sociedad, dejando un legado positivo.

RECONOCIMIENTO Y NETWORKING

- Formas parte de la red EFPA y tu labor puede ser destacada en eventos, publicaciones y plataformas de la asociación.
- Aumentas tu visibilidad y reputación

profesional dentro del sector, conectando con compañeros y expertos de la industria.

FLEXIBILIDAD

- Puedes participar de forma presencial u *online*, con talleres puntuales o programas continuos según tu disponibilidad.
- La actividad se adapta a tu agenda profesional sin interferir con tus responsabilidades habituales.

CERTIFICACIÓN Y RECONOCIMIENTO OFICIAL

- Cada sesión impartida se registra oficialmente y suma horas de formación, aportando hasta 11 horas por periodo de recertificación.
- Obtienes un Diploma de participación reconocido por EFPA España, útil para tu desarrollo profesional y tu currículum.





5 años y 21 portadas después...



[...]



Cinco años, 21 números (¡y sumando!) y un puñado de portadas que, a su manera, pueden contar la historia del asesor financiero español en este tiempo. **Asesores Financieros EFPA** nació en octubre de 2020 y lo hizo con la determinación propia de su tiempo ‘pandémico’: acompañar y adaptarse a los retos y giros de guion que caracterizan el sector. Ser, por supuesto, un espejo en el que mirarse, una fuente de conocimiento e información para el asesor financiero y un garante para el debate constructivo y honesto.

En este camino, nos hemos preguntado si la inteligencia artificial iba a sustituir a los asesores (o si así ellos lo percibían), hemos abordado retos regulatorios como la Estrategia de Inversión Minorista y hasta hemos viajado a Omaha para aprender de **Warren Buffett**, a quien despedimos -solo profesionalmente- en este número. Hemos hablado de la gestión activa frente a la pasiva, del futuro (y presente) de las finanzas sostenibles, de criptomonedas, de los sesgos que acompañan al ahorrador, inversor y asesor, de los *finfluencers*, del regreso de **Donald Trump** y el impacto de sus políticas en los mercados, entre otros muchos temas, siempre con un enfoque práctico para el día a día del asesor.

Hemos entrado en el despacho de **Rodrigo Buenaventura**, **Montserrat Martínez Parera**, **Alejandra Kindelán**, **Josep Borrell**, o **José Ignacio Goirigolzarri**, entre

otros protagonistas. Conversado con economistas de prestigio internacional como **Kenneth Rogoff**, **Tim Harford** y **Nuriel Roubini**. También hemos puesto nombre y apellidos a buena parte de los equipos que lideran algunas de las instituciones clave de la industria, como la AEB, Fedea, Círculo de Empresarios, el Consejo General de Economistas, el INE o la CEOE. Y cubierto la totalidad de actividades que han surgido de la actividad de EFPA España: jornadas y congresos.

Pero, sobre todo, hemos contado con la opinión y el conocimiento de centenares de expertos que nos han mostrado la inversión desde todos los ángulos al ser preguntados por cuantos temas les hemos planteado. Ser altavoz de todas esas voces que forman y transforman el sector, es lo que nos hace ser -o al menos esa es nuestra vocación- la revista que somos.

Cinco años después, seguimos siendo esa brújula para el asesor que quiere adelantarse a los cambios, comprender los retos y, sobre todo, disfrutar del camino. Porque en *Asesores Financieros EFPA*, aprender más sobre finanzas sigue siendo una experiencia profundamente humana y, por ello, debe ser cercana. Tanto como para ‘colarse’ en el buzón de casa cada trimestre. Este es un denominador común que compartimos con EFPA España, la asociación que edita esta revista y que, mediante la formación, impulsa la excelencia de sus 36.000 miembros. Esta revista se convierte también en su orgullosa embajadora. ●



APUESTA POR LA EXCELENCIA Y LA CONFIANZA

La vuelta a los exámenes presenciales

Después de un periodo en el que los exámenes online se consolidaron como alternativa necesaria a partir de la pandemia, EFPA España ha decidido recuperar el formato presencial en el conjunto de sus certificaciones. Por **REDACCIÓN**.

La presencialidad regresa a los exámenes de EFPA España con un propósito claro: reforzar la calidad, la fiabilidad y, sobre todo, la integridad de la evaluación. La experiencia de los últimos años con formatos digitales ha aportado flexibilidad y aprendizajes valiosos, pero la vuelta al entorno presencial permite asegurar una mayor transparencia y, sobre todo, un seguimiento más cercano y detallado del rendimiento de los candidatos.

Como explican desde EFPA España, la decisión de volver a los exámenes presenciales no supone un paso atrás, sino una estrategia deliberada para garantizar que los candidatos puedan demostrar sus conocimientos de manera aún más rigurosa, dada la complejidad técnica del examen y el valor diferencial que aportan las certificaciones en la trayectoria profesional de los asesores financieros.

El cambio afecta a todas las certificaciones y a todos los niveles. Aunque algunas acreditaciones, vinculadas directamente a competencias críticas bajo normativa MiFID II, tienen un impacto regulatorio especialmente sensible, EFPA España defiende

que todo su sistema de certificación debe regirse por los mismos estándares de rigor.

Entre las ventajas más destacadas de la presencialidad se encuentran la mayor fiabilidad y equidad del proceso, la reducción de riesgos de fraude, la aplicación homogénea de criterios de evaluación y, en consecuencia, una valoración más justa del esfuerzo individual, lo que redundará en el prestigio del asociado como colectivo. “Además, recuperar el examen en un entorno físico devuelve el componente social y profesional que supone compartir la experiencia con otros aspirantes”, explica **Verónica Martín**, responsable de Certificación y Acreditación de EFPA España.

Los primeros exámenes presenciales se han retomado en septiembre, en diversas sedes ubicadas en las principales ciudades españolas, como Barcelona, Madrid, Santiago de Compostela y Sevilla, anunciadas con suficiente antelación para facilitar la planificación de los candidatos. El coste de inscripción se mantiene intacto. El único requisito es la existencia de un mínimo de 15 profesionales inscritos por ubicación para la celebración de la prueba.

Este regreso no llega solo: se han introducido cambios significativos en la concepción de las pruebas. “Las preguntas buscan ahora un mayor énfasis en el análisis crítico y la aplicación práctica del conocimiento, alejándose aún más de la mera memorización. Los exámenes se diseñan a partir de escenarios profesionales reales, en los que el candidato debe demostrar capacidad de razonamiento y toma de decisiones”, destaca la responsable de Certificación y Acreditación de EFPA España.

Digital, un irrenunciable para la formación continua

EFPA España aconseja preparar las convocatorias con rigor: repasar los contenidos clave y practicar en condiciones similares a las del examen (tiempo limitado y sin apoyos externos más que la calculadora). Las mismas que se han aplicado en las convocatorias online. De hecho, la asociación reivindica la importancia de la flexibilidad que el Aula Virtual brinda para la recertificación de los miembros asociados, equilibrando así comodidad y exigencia. “Si hablamos de formación continua, hablamos de lo online, que es clave para que los asesores financieros asociados puedan actualizar conocimientos de forma asequible en su día a día”, valora Martín. ●

nombramientos



Crecer sin perder el alma

Tras casi dos décadas de trayectoria, **Juan Massana** (EFA) conoce cada rincón de 'la casa'. Ahora asume la dirección comercial en **Banco Mediolanum** con la mirada puesta en tres ejes: clientes, red de asesores y excelencia operativa. Crecer, sí, pero sin perder la esencia. "Es un

auténtico privilegio", admite.

Para Juan, la clave pasa por cuidar a los *Family Bankers*, "el corazón de la entidad", dotándolos de formación, tecnología y visibilidad social. No es solo un objetivo interno: acercar la figura del asesor financiero a más familias es clave, convencido de que

unas finanzas personales bien gestionadas fortalecen la economía de un país.

Inspirado por el legado de **Salvo La Porta**, al que define como referente generoso y apasionado, reivindica las habilidades humanas por encima de lo técnico: escuchar, acompañar, generar confianza. Porque, en tiempos de *infoxicación*, lo que se necesita no es más ruido, sino alguien que filtre, interprete y oriente con serenidad. "Un buen asesor ayuda a proyectar el futuro con confianza y tranquilidad".

Y si alguien duda de la utilidad de un asesor, responde con una metáfora clara: igual que acudimos al médico para cuidar la salud, deberíamos confiar en un profesional para cuidar nuestro proyecto vital. Porque el verdadero éxito, recuerda, no es crecer sin medida, sino hacerlo con alma. ✨

Málaga, un relevo con visión

✨ **Ángel Diego González** (EFA) asume la dirección de la oficina de **Abante** en Málaga,

zona que la firma considera estratégica, tomando el testigo de



Rafael Romero (EFA), que lideró el proyecto desde su apertura en 2019. No es un recién llegado: González formó parte del equipo fundador de la sede en la calle Larios y, durante estos años, ha trabajado con clientes particulares, grupos familiares, empresas e instituciones de la región. "Es un orgullo asumir la dirección de la oficina en la que he trabajado desde sus inicios", afirma.

Licenciado en Económicas por la Universidad de Málaga, con un máster en Bolsa y Mercados Financieros, cuenta con más de trece años de experiencia en banca privada y asesoramiento patrimonial. Para él, el modelo de Abante –centrado en las personas y en la visión a largo plazo– ha sido la clave del crecimiento alcanzado.

El valor del largo plazo

✨ Tras 14 años en **Atl Capital**, ocupando diferentes responsabilidades, el nuevo movimiento en la carrera de **Alejandra Hernández** (EFA) como directora general de la firma no es fruto de la casualidad. "Este tipo de cambios no surgen de un día para otro", admite, convencida de que la evolución dentro de la empresa y el compromiso con su visión acaban marcando el camino.



La hoja de ruta inmediata mantiene un objetivo central: los clientes. Pero la agenda de retos es amplia: IA, digitalización, personalización de soluciones, formación financiera y ciberseguridad...

Su brújula clara: crecer con visión y responsabilidad. La lectura, una aliada. De hecho, siente debilidad por los libros que abordan el negocio "desde una perspectiva más humana y estratégica". "Un buen asesor financiero necesita tanto conocimientos como criterio y visión a largo plazo", concluye.

Complejidad y oportunidad crecientes del asesoramiento financiero

JOSEP SOLER*



Son tiempos complejos para nuestras sociedades y sus ciudadanos. Los equilibrios políticos y económicos que conocíamos se tambalean y todavía no estamos seguros del rumbo al que nos dirigimos. Para quienes nos dedicamos a orientar financieramente, y por ello también vitalmente, a familias e individuos, la situación no es fácil ni cómoda –como no lo ha sido nunca–, pero quizás ahora con el añadido de mayor incertidumbre y complejidad.

Estas dificultades, sin embargo, son también el incentivo para seguir avanzando en profesionalidad, empatía y –¿por qué no admitirlo?– en el extraordinario atractivo de colaborar en la salud y el bienestar financiero de tantas personas. Para algunos, el peso de la experiencia y de lo vivido será suficiente para afrontar estos retos ampliados, que probablemente incluso se multiplicarán en los próximos años. Para otros, la tarea del asesoramiento financiero puede parecer una dedicación demasiado ardua y exigente, dada su incesante demanda de adaptación a un entorno que cambia aceleradamente.

Una asociación como EFPA España, ya con 25 espléndidos años a sus espaldas y con una sólida base

de profesionales que –si no lo han visto ya todo– han pasado por vaivenes bruscos y continuados, tiene una importante responsabilidad: la de no parar en el empeño de acompañar a todos los miembros certificados en su necesaria adaptación a cualquier cambio, pero muy especialmente a los más jóvenes, recién incorporados a la profesión y que constituyen la imprescindible renovación. Y ello, tanto a los que hoy ya están con nosotros como para quienes, a buen seguro, se seguirán incorporando en los siguientes 25 años.

Ante ellos, se alzan montañas muy elevadas por escalar, con las ingentes novedades que debemos ir incorporando. Entre ellas, la adaptación al uso intensivo de la IA en la profesión y, en paralelo, la incorporación o ajuste de su presencia en las carteras de inversión asesoradas; lidiar con el inevitable efecto de la longevidad en el horizonte inversor de nuestros clientes y considerarla como oportunidad de inversión en sectores de la *silver economy*. O qué decir de otros retos como adaptarse a una geopolítica cada día más compleja, a la crisis de solvencia de los Estados mientras pretenden garantizar la jubilación de tantos; a los riesgos y amenazas en ciberseguridad, desinformación y atentados a la reputación o, finalmente, a cómo incorporaremos plenamente los activos financieros digitales en nuestras recomendaciones, sean criptoactivos, tokens o *smartcoins*.

Ante todo ello, tomemos conciencia de la complejidad, pero también de las formidables oportunidades que ofrecen estos retos. EFPA no es solo un apoyo de cumplimiento normativo, sino crecientemente la garantía para el desarrollo y evolución profesional. ●



*Consejero ejecutivo de EFPA España y editor de *Asesores Financieros EFPA*

La confianza se gana

¿Quieres impulsar la autonomía estratégica europea?

■ CPR INVEST - EUROPEAN STRATEGIC AUTONOMY

El momento de Europa.
Invierte en los sectores estratégicos
e impulsa tu futuro.

Más información aquí



CITYWIRE

IBERIA
DISTRIBUTION
AWARDS 2025

SPAIN - BEST
PRODUCT RANGE:
EUROPEAN
EQUITIES

Amundi

amundi.es

Las marcas y logotipos de terceros se utilizan con fines ilustrativos y/o informativos únicamente y son propiedad de sus respectivos titulares.

INFORMACIÓN IMPORTANTE. Comunicación Publicitaria dirigida a inversores profesionales. Sin garantía de capital ni rentabilidad. Rentabilidades pasadas no garantizan resultados futuros. Debe considerarse si los riesgos asociados son adecuados a los posibles inversores, que deben comprender el contenido del documento. Invertir implica riesgos. La información relativa a los riesgos (de mercado, renta variable, pequeña capitalización, mercados emergentes, tipo de cambio, contraparte, derivados, liquidez, operacional, o de inversión responsable, entre otros), escala de riesgo del producto nivel 4 en una escala de 7, costes y gastos de los Fondos pueden consultarse en el KID y Folleto. Documento publicitario; no recomendación sobre inversiones y sin valor contractual. No dirigido a ciudadanos o residentes de EEUU o cualquier "persona estadounidense" según la "US Securities Act of 1933". La información sobre aspectos relacionados con la sostenibilidad puede consultarse en la Política de Inversión Responsable de Amundi o la Declaración de Finanzas Sostenibles de Amundi disponibles en: www.amundi.es/inversor-profesional/informacion-reglamentaria. *CPR Invest - European Strategic Autonomy: un compartimento de la SICAV CPR Invest nº de registro en CNMV: 1564. Amundi Iberia SGIIC, S.A.U., registrada en CNMV nº 31. Consulte Folleto, KID y documentación legal en www.amundi.es/inversor-profesional. Antes de suscribir, asegúrese que esté permitido por la normativa vigente y compruebe sus repercusiones fiscales. Septiembre 2025. ©Getty Images | W CONRAN DESIGN

El mundo necesita nuevas finanzas. Las nuevas finanzas se enseñan en la BFS.

Barcelona Finance School,
la escuela de finanzas del
**Instituto de Estudios
Financieros**, referente
formativo del sector desde
hace más de **35 años.**

↻ Másters

↻ Executive Programs

↻ Professional Programs

↻ Certificaciones

↻ Grado en Finanzas (Vía CFGS)



¡Escanea el QR
y descubre tu próximo reto!

T. 934 124 431 / M. 650 717 477
Av.Diagonal 452, Barcelona · cursos@bfs-ief.com
www.barcelonafinanceschool.com

