

# ASESORES financieros

EFPA

## ENCUESTA

○ La relación con los clientes, a prueba por la "guerra de los aranceles"

## ENTREVISTA

○ Kenneth Rogoff ata en corto el dominio del dólar

LA INVERSIÓN ANTE EL CAMBIO GEOPOLÍTICO DE PARADIGMA

# Josep Borrell

EX ALTO REPRESENTANTE DE LA UE PARA ASUNTOS EXTERIORES Y SEGURIDAD

"Europa está demasiado fragmentada en un mundo de gigantes"

ESPECIAL

25 PÁGINAS

Renta variable europea:  
¿Flor de un día o impulso definitivo del mercado?

**santalucía**  
■■ ASSET MANAGEMENT ■■

# Sabes ahorrar, sabemos invertir

Somos la compañía de gestión  
de activos del Grupo Santalucía  
100 años de experiencia,  
100 años generando confianza

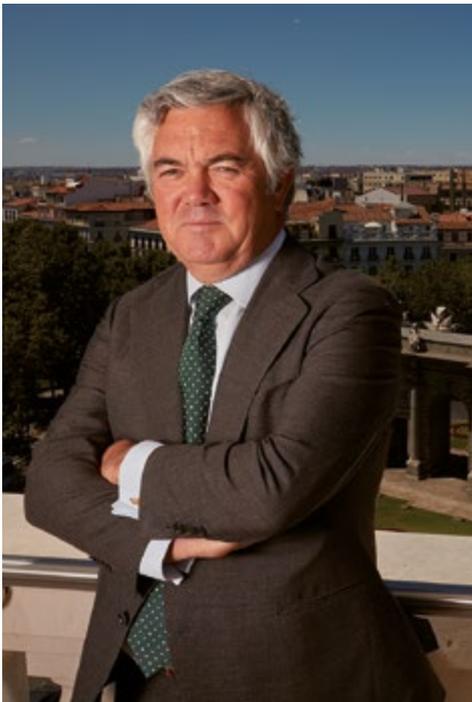


Consulta  
nuestros fondos  
de inversión

[santaluciaam.es](https://santaluciaam.es)

# 2025

## Un despliegue histórico



**SANTIAGO SATRÚSTEGUI**  
Presidente de EFPA España

**es un año muy relevante para EFPA España.** Nunca habíamos llevado a cabo un despliegue de visibilidad como el de este ejercicio, en el que celebramos nuestro 25º aniversario. A ningún visitante de Madrid o Barcelona que pasee por Goya o Vía Augusta, respectivamente, le habrá pasado inadvertido el aniversario, con dos de sus fachadas revestidas de grandes lonas con nuestra imagen y nuestro mensaje: *“25 años certificando a los asesores financieros que transforman tu ahorro en inversión, tus decisiones en rentabilidad”*.

Echar la vista atrás y recorrer el camino de este último cuarto de siglo es realmente un motivo de orgullo. Un recorrido que nos impulsa a seguir avanzando, con la misma determinación, en la mejora del asesoramiento financiero y en el fomento de la cultura financiera. Esto último, junto al impulso de la autorregulación, constituye uno de los pilares fundacionales de nuestra asociación.

**Este aniversario coincide** con otro salto de dimensión para la comunidad EFPA, que es un ejemplo de la credibilidad pública que se ha ido construyendo en todo este periodo. En Europa, hemos cruzado la barrera de los 100.000 miembros asociados, gracias, en buena medida, al liderazgo en nuestro país, que con más de un tercio del conjunto de profesionales europeos certificados es una referencia para la industria financiera a este lado del Atlántico.

Estos datos, que reflejan el trabajo profesional bien hecho a lo largo de un cuarto de siglo, son justo los que nos obligan a ser aún más responsables. Especialmente, en un contexto económico-financiero internacional muy complejo, con una economía y unos mercados globales muy sensibles al impacto de la guerra comercial de los Estados Unidos de Donald Trump, que está quitando visibilidad de corto y medio plazo al escenario macroeconómico.

**Fomentar el ahorro** en activos financieros con un plan de inversiones alineado a las necesidades y el perfil del cliente, que tenga capacidad de adaptación, pero que mantenga una estrategia predeterminada y transparente, es clave para que, en momentos de volatilidad como el actual, el valor del asesoramiento de calidad se consolide como la única herramienta válida para hacer crecer el patrimonio a lo largo del tiempo. Desde EFPA España siempre lo hemos defendido y sabemos que estar del lado del cliente en momentos complejos es el pilar básico sobre el que los buenos asesores financieros construyen relaciones de confianza duraderas.

**Dentro de 25 años** será inevitable que hayan surgido nuevas tendencias y productos, pero nuestro enfoque primigenio no variará: continuaremos al lado de nuestros asociados, fomentando su formación y actualización constante.



Herramientas que en EFPA España consideramos imprescindibles para afrontar con éxito etapas complejas -y no tanto- en los mercados financieros, porque, corran buenos o malos tiempos, lo que nunca es válido con el cliente son las respuestas vacías. ●

**PRESIDENTE**  
**Santiago Satrústegui**  
**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](mailto:rubio@asesoresfinancieros.es)

**SUBDIRECTORA**

**Natalia Pastor**, [npastor@efpa.es](mailto:npastor@efpa.es)

**REDACCIÓN Y COLABORADORES**  
**Carlos S. Ponz, Cristina Jiménez, Carlos Azuaga, Gonzalo Toca, Vicente Varó.**

**ANÁLISIS EN ESTE NÚMERO**

**Natalie Briggs, Lorenzo Coletti, Fernando Luque, Antonio Manzano, Tom O'Hara, Luis Torras, Fernando Zunzunegui, Finaccess Value.**

Diseño **Lourdes G. Castaño.**

Fotografía **Álex Rivera, Pedro Walter, Silvia Piera.**  
Ilustración **Maite Niebla.**

[hola@maiteniebla.com](mailto:hola@maiteniebla.com)

Imágenes **Shutterstock.com**

**PUBLICIDAD**

**EFPA España**

Telf.: 93 412 10 08

**ADMINISTRACIÓN**

**Ignacio Carnicero**, [icarnicero@efpa.es](mailto: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

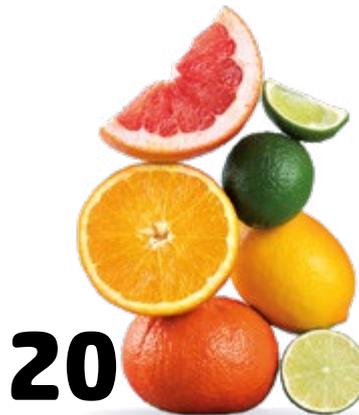
➤ Ha ocupado hasta hace muy poco el cargo de alto representante de la Unión Europea para Asuntos Exteriores y Política de Seguridad. La experiencia acumulada de Josep Borrell le permite analizar, como muy pocos pueden hacerlo, la singular situación geopolítica que vivimos.

## EL MUNDO AFRONTA UN CAMBIO DE PARADIGMA

➤ Los expertos coinciden: vivimos un cambio de paradigma que es necesario tener en cuenta a la hora de establecer estrategias y afrontar situaciones.



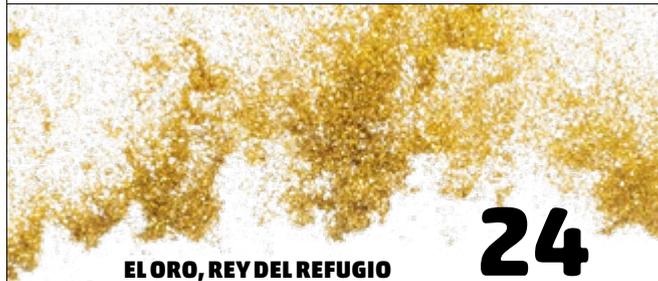
6



## ¿QUÉ HACEMOS CON LAS INVERSIONES SOSTENIBLES?

➤ Nada separa más a Europa y Estados Unidos que su distinta estrategia ante las inversiones sostenibles y la aplicación de los criterios ESG. Este hecho confunde más todavía a los inversores.

20



## EL ORO, REY DEL REFUGIO

➤ Las compras por parte de algunos gobiernos y la debilidad del dólar han hecho al oro dueño y señor de los activos refugio.

24



## TRUMP PONE A PRUEBA A ASESORES Y CLIENTES

➤ ¿Cuál ha sido la reacción ante sus clientes en la crisis de los aranceles? La encuesta llevada a cabo por EFPA España muestra que la sucesión de crisis está propiciando una mejora en las reacciones.

14

## ASESORES EFPA financieros

### 3. Editorial.

Santiago Satrústegui.

### 6. Cambio de paradigma.

La geopolítica manda ahora.

### 14. Trump pone a prueba a los asesores.

Los asesores ante la crisis arancelaria.

### 20. Inversiones ESG.

¿Qué hacemos ahora?

### 24. El oro, rey del refugio.

Ante los problemas del dólar.

### 30. Entrevista.

Josep Borrell.

### 37. LA RENTA VARIABLE EUROPEA

### 40. El despertar.

### 44. Más allá de la calidad.

### 48. La salud, buen refugio.

### 52. Europa, obligada a definirse

### 56. Defensa contra la volatilidad.

### 59. Fichas de fondos.

### 61. En el punto.

### 64. Entrevista al equipo.

Círculo de Empresarios.

### 70. Automóvil en la encrucijada.

Un sector de grandes cambios.

### 74. Una conversación con

Kenneth Rogoff.

### 78. Ciberestafas.

Tratamiento fiscal.

### 82. Los influencers.

En el objetivo de la UE.

### 85. Test de la revista.

### 86. Hitos de la Historia.

Los Templarios.

### 90. Libros por Luis Torras.

### 92. La certificación en la sociedad.

### 96. Nueva sede.

### 98. Jornadas EFPA.

### 100. Educación Financiera.

### 102. Asamblea General.

### 104. Nombramientos.

### 106. Al cierre. Josep Soler.



**UN EQUIPO** > El del Círculo de Empresarios.

## 64



### EL SECTOR DEL AUTOMÓVIL, EN LA ENCRUCIJADA

> El aumento de las ventas de coches eléctricos, junto con la apuesta por los motores de combustión en Estados Unidos, ha generado un escenario incierto en el sector, reflejado en las valoraciones bursátiles.

## 70



## 74

### KENNETH ROGOFF

> En su libro *Our Dollar, Your Problem*, nos advierte de la inminente pérdida de hegemonía de la moneda estadounidense.

### CIBERESTAFAS Y SU IMPACTO FISCAL

> Las estafas relacionadas con la ciberdelincuencia no solo afectan a las víctimas: también tienen implicaciones fiscales que deben considerarse.



## 78

### EL DESPERTAR DE LA RENTA VARIABLE EUROPEA

La incertidumbre de Estados Unidos traslada flujos de dinero a los valores europeos.



## 82

### LOS FINFLUENCERS HACEN VULNERABLE AL INVERSOR

> La Unión Europea empieza a mostrar su preocupación por los *finfluencers* y los riesgos que entrañan sus recomendaciones.



## EXTRA

## 37

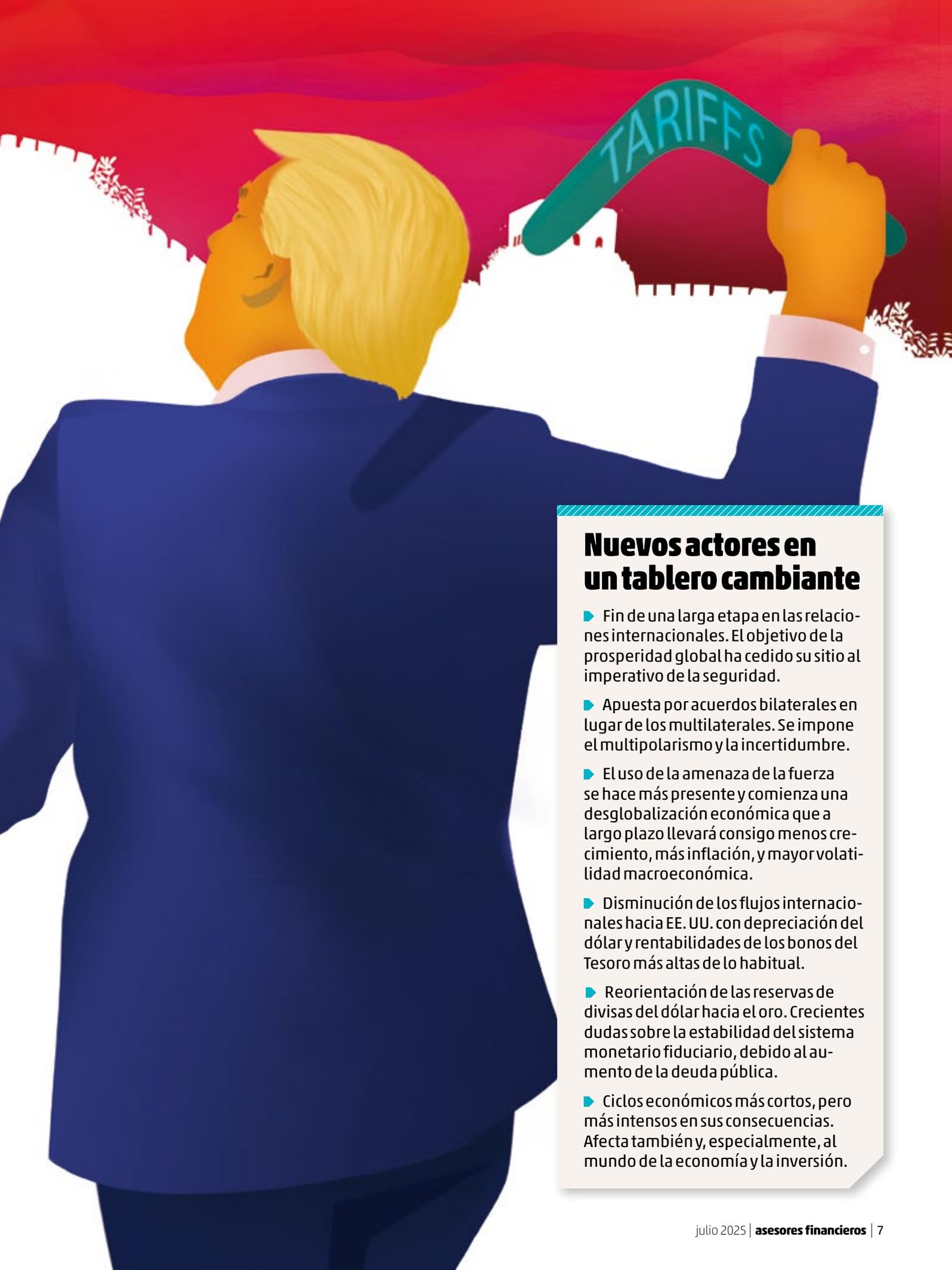
**LOS SECTORES CON MAYORES EXPECTATIVAS.**

**GEOPOLÍTICA, ECONOMÍA Y MERCADOS  
EN EL FILO DE UNA NUEVA ERA**

# El mundo afronta un cambio de paradigma

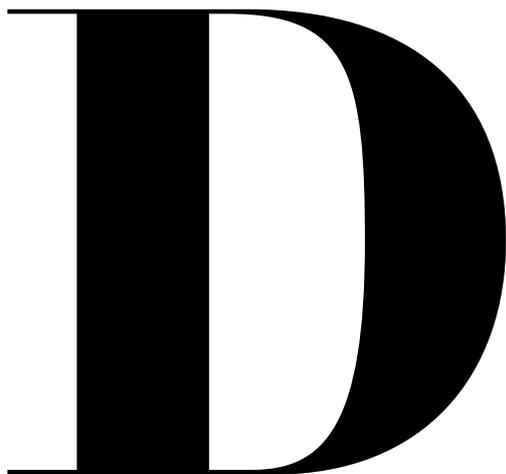
Hay momentos en los que las premisas y valores que nos han servido de referencia cambian. Es importante ser conscientes de esos hitos, que suelen afectar a todos los ámbitos de la vida, para comprender mejor los hechos y ajustar nuestra estrategia a la nueva realidad. También en el mundo del asesoramiento financiero, por mucho que nos parecieran eternos e inamovibles algunos de sus principios.

Por **RAFAEL RUBIO** | Ilustraciones **MAITE NIEBLA**.



## Nuevos actores en un tablero cambiante

- ▶ Fin de una larga etapa en las relaciones internacionales. El objetivo de la prosperidad global ha cedido su sitio al imperativo de la seguridad.
- ▶ Apuesta por acuerdos bilaterales en lugar de los multilaterales. Se impone el multipolarismo y la incertidumbre.
- ▶ El uso de la amenaza de la fuerza se hace más presente y comienza una desglobalización económica que a largo plazo llevará consigo menos crecimiento, más inflación, y mayor volatilidad macroeconómica.
- ▶ Disminución de los flujos internacionales hacia EE. UU. con depreciación del dólar y rentabilidades de los bonos del Tesoro más altas de lo habitual.
- ▶ Reorientación de las reservas de divisas del dólar hacia el oro. Crecientes dudas sobre la estabilidad del sistema monetario fiduciario, debido al aumento de la deuda pública.
- ▶ Ciclos económicos más cortos, pero más intensos en sus consecuencias. Afecta también, especialmente, al mundo de la economía y la inversión.



**D**ice la Real Academia Española que *paradigma* es el conjunto de conceptos, valores, técnicas y procedimientos compartidos por una comunidad científica, en un momento histórico determinado, para definir problemas y buscar soluciones. Prácticamente desde el fin de la Segunda Guerra Mundial, hace ahora ochenta años, la sociedad había asumido un conjunto de conceptos y valores que, efectivamente, definían las oportunidades y los problemas de los distintos países. Y, como no podía ser de otra forma, tal situación tenía sus efectos sobre la economía global y sobre los mercados financieros.

Sin embargo, la aparición de nuevos conflictos bélicos, de crisis financieras profundas y de pandemias desconocidas en más de un siglo ha ido modificando en poco tiempo muchos de los valores que nos servían de referencia. El definitivo acelerador de este cambio de paradigma ha sido el inicio del segundo mandato de **Donald Trump** como presidente de Estados Unidos y la aplicación de una guerra de aranceles que transforma el orden comercial mundial, junto con el establecimiento de relaciones muy distintas con sus socios tradicionales.

Naturalmente, un cambio de paradigma supone una gran y continua dosis de incertidumbre desde sus

inicios. La misma que se vive de forma especial en Estados Unidos y que llevó, a partir del 2 de abril, a los mercados de valores, los bonos del Tesoro estadounidense y el dólar a sufrir caídas muy pronunciadas con motivo de la guerra de los aranceles que anunció Trump desde la Casa Blanca.

## Multipolarismo e incertidumbre

Ahorrradores, inversores y profesionales del asesoramiento se preguntan si verdaderamente estamos ante un cambio de paradigma y cómo afrontar tal circunstancia, que obligaría no solo a revisar carteras, sino también a reubicarse en un mundo donde la geopolítica es un elemento cambiante que afecta a todos los ámbitos.

**Carlos Pérez-Desoy**, diplomático y embajador de España en Andorra, señala: “El cambio en el panorama político internacional es un hecho. ¿Cuáles son los principales elementos de este nuevo marco? El multipolarismo es una realidad, que comenzó con la desaparición de la URSS, y que no solo no se ha revertido, sino que se ha acentuado. En este momento, la rivalidad estratégica entre EE. UU. y China domina la escena, como se ha visto con la guerra arancelaria desencadenada por el presidente Trump”.

**José M. de Areilza Carvajal**, director de la revista *Política Exterior*, profesor y titular de la Cátedra Jean Monnet en ESADE, es todavía más contundente: “La invasión rusa del este de Ucrania y el inicio del segundo mandato de Donald Trump han puesto fin a una larga etapa en las relaciones internacionales. Se trata del paso de un mundo organizado a través de normas e instituciones multilaterales, con todas sus imperfecciones y limitaciones, a uno dividido y plagado de incertidumbres. El objetivo de la

prosperidad global, central durante los años de *Pax Americana* que sucedieron a la caída del muro de Berlín, ha cedido su sitio al imperativo de la seguridad, entendida en clave nacional o regional”.

Y para quienes en los últimos tiempos acudimos con frecuencia al concepto de “geopolítica”, es importante tener en cuenta la reflexión de José M. de Areilza: “El término *geopolítica*, en desuso después de la Segunda Guerra Mundial, ha vuelto y se utiliza de modo generalizado y acrítico. Carecemos de un marco predecible en las relaciones internacionales y observamos cómo la ambición de poder, la geografía y la historia sacuden los cimientos del orden mundial. El derecho internacional se devalúa, el uso o la amenaza de la fuerza se hace más presente y comienza una desglobalización económica que aún no sabemos hasta qué cotas de fragmentación nos llevará”.

## Las grandes organizaciones cuestionadas

Cada vez con más frecuencia se habla de que podríamos estar volviendo a un escenario similar al del inicio del siglo pasado. Para Carlos Pérez-Desoy, “desde luego, hay muchos elementos que pueden llevarnos a evocar los años treinta del siglo pasado. Pensemos en dos: el multipolarismo, del que ya hemos hablado, y la ausencia de un orden internacional articulado. Desgraciadamente, la ONU recuerda cada vez más a la inoperante Sociedad de Naciones. Hay una proliferación de conflictos militares activos que, en 2025, alcanzan los cincuenta y nueve, la cifra más alta desde la Segunda Guerra Mundial, y la parálisis del Consejo de Seguridad para hacer



## CARLOS PÉREZ-DESOY

(DIPLOMÁTICO Y EMBAJADOR DE ESPAÑA EN ANDORRA)

➤ “El cambio de orientación estratégica de la administración Trump con su, digamos, ‘giro copernicano arancelario’ va contra la globalización. Pero los flujos comerciales de los últimos años siguen siendo sólidos y poderosos, y la participación de EE. UU. en el comercio mundial no es dominante”.



## SANTIAGO CARBÓ

(CATEDRÁTICO Y DIRECTOR FINANCIERO DE FUNCAS)

➤ “Los riesgos geopolíticos son cada vez más importantes y afectan a partes crecientes de empresas y mercados. Pero también es cierto que hay una mayor resiliencia en el sistema económico, tras una pandemia, una guerra, etc”.

## JOSÉ M. DE AREILZA

(DIRECTOR DE LA REVISTA POLÍTICA EXTERIOR)

➤ “La ambición de poder, la geografía y la historia sacuden los cimientos del orden mundial. El uso o la amenaza de la fuerza se hace más presente y comienza una desglobalización económica que aún no sabemos hasta qué cotas de fragmentación nos llevará”.



## STEFAN HOFRICHTER

(DIR. ECONOMÍA Y ESTRATEGIA GLOBAL DE ALLIANZ GI)

➤ “La desglobalización probablemente se acentúe con las guerras comerciales. Menos globalización implica menor crecimiento, más inflación y mayor volatilidad macroeconómica a largo plazo”.

como la ONU por su falta de eficacia en los últimos tiempos. Señala que la ONU y el sistema internacional son mucho más que el Consejo de Seguridad. Se trata también de un entramado complejo de organismos técnicos que contribuyen a dar seguridad y estabilidad al concierto de las naciones.

“Pensemos –dice Carlos Pérez-Desoy– en la difícil situación en que se encuentra la Organización Mundial del Comercio (OMC), cuya paralización, promovida por Washington, limita la capacidad del organismo para arbitrar conflictos en el ámbito comercial. EE. UU. también ha anunciado su retirada de la Organización Mundial de la Salud (OMS) y, desgraciadamente, todo apunta a que otros organismos técnicos, que contribuyen a la elabora-

➔ **EL DEFINITIVO acelerador del cambio ha sido el inicio del segundo mandato de Donald Trump y la aplicación de una guerra de aranceles que transforma el orden comercial del mundo.**

ción de normas, acuerdos y tratados, seguirán el mismo camino”.

Y es que la apuesta por acuerdos bilaterales en lugar de marcos multilaterales supone por sí sola un cambio de paradigma respecto al orden surgido tras la Segunda Guerra Mundial, que provocará no pocas tensiones, no solo en el ámbito geopolítico, sino también en el económico y financiero. Frente a los planteamientos de Donald Trump, los líderes de las principales economías desarrolladas, e incluso de las emergentes, siguen comprometidos con un multilateralismo que permita abordar desafíos como el cambio climático o el comercio digital y de servicios. Trump, una de cuyas primeras decisiones fue abandonar el

→→→

frente a las amenazas a la paz puede hacer que se incrementen”.

José M. de Areilza comenta: “No veo un retorno a los años en que la prosperidad global a través del libre comercio inspiraba las relaciones internacionales. Asistimos a una nueva Guerra Fría, y la rivalidad militar, tecnológica y económica entre Estados

Unidos y China impide esa marcha atrás. Son dos sistemas que se consideran mutuamente incompatibles, a pesar de su gran interdependencia económica, y pugnan por la hegemonía global”.

El diplomático y embajador en Andorra advierte sobre quienes proponen la desaparición de organizaciones

→→→ Acuerdo de París, amenaza ahora con sacar a Estados Unidos del FMI y del Banco Mundial, lo que podría tener efectos tan perniciosos como su guerra arancelaria.

## Fin de la globalización

¿Ha llegado a su fin la globalización? ¿Se ha terminado la deslocalización y avanzamos hacia una relocalización? Para Carlos Pérez-Desoy, “el cambio de orientación estratégica de la Administración Trump, con su –digamos– ‘giro copernicano arancelario’, va ciertamente en esa dirección. Sin embargo, los flujos comerciales surgidos en los últimos años siguen siendo sólidos y potentes, y la participación de EE. UU. en el comercio mundial, aunque relevante, no es dominante. No cabe duda de que posee una notable capacidad para influir en las dinámicas comerciales globales, pero parece muy dudoso que pueda controlar unilateralmente el rumbo del comercio internacional”.

### → EL PAPEL DEL DÓLAR y el debilitamiento en los Bonos del Tesoro supone un cambio que deberá encajar el nuevo orden económico y geopolítico.

Según José M. de Areilza, “posiblemente ya sea tarde para adaptar el orden geopolítico surgido tras la Segunda Guerra Mundial y volver a una globalización económica que en su día pareció imparable. El reparto de poder en las organizaciones internacionales ha quedado obsoleto. El Consejo de Seguridad de Naciones Unidas, el Fondo Monetario Internacional o el Banco Mundial sufren un problema de representatividad que aún no han logrado resolver. Además, las guerras en curso, desde Ucrania

hasta Gaza, aceleran el curso de la historia”.

Para **Stefan Hofrichter**, director de Economía y Estrategia Global en Allianz Global Investors, “la desglobalización, iniciada con la crisis financiera de 2007-2009, probablemente se acentuará con las guerras comerciales. Menos globalización implica un

menor crecimiento, mayor inflación y una mayor volatilidad macroeconómica a largo plazo”.

¿Cómo pueden afectar las políticas de Trump a los planes europeos para impulsar su competitividad, integración y desarrollo económico? “Para Europa –señala José M. de Areilza–, Trump representa una triple →→→

## Energía, tecnología, defensa, etc.

- El cambio de paradigma está afectando, como era de esperar, a los grandes principios económicos vigentes hasta ahora, así como a sectores clave de la actividad productiva. Estas transformaciones ya han tenido consecuencias en la valoración de determinados sectores y de las empresas que los componen, y todo apunta a que su impacto será aún mayor en el futuro.
- En sus últimos informes a la CNMV, grandes empresas españolas cotizadas como Telefónica, Santander, Caixa-Bank, BBVA y Sabadell han reflejado la incertidumbre que genera la evolución del abastecimiento energético en sus operaciones y resultados. Esta preocupación queda recogida en el documento de registro universal que estas compañías publican anualmente, en el que informan sobre sus cuentas, previsiones y riesgos relevantes para los inversores.
- Otro sector claramente afectado es el tecnológico. La Unión Europea ha empezado a considerar de alto riesgo su dependencia de las grandes compañías estadounidenses del sector. Las diferencias normativas entre Bruselas y Washington auguran tensiones crecientes en los próximos meses. Hasta hace poco, las autoridades europeas centraban su atención en las empresas tecnológicas chinas, a las que impusieron elevadas sanciones por el uso indebido de datos personales de ciudadanos europeos. Sin embargo, a partir de ahora, las grandes tecnológicas estadounidenses estarán también bajo un escrutinio más riguroso por parte de las instituciones comunitarias.
- Por su parte, el sector de defensa es uno de los más representativos de este nuevo escenario. Las valoraciones de las compañías europeas vinculadas a la industria militar han aumentado de forma generalizada, y en los últimos meses se han concretado acuerdos entre empresas de distintos países para avanzar hacia un sistema de defensa europeo que reduzca la tradicional dependencia de la seguridad proporcionada por Estados Unidos. Un ejemplo de ello es el fabricante de armas alemán Rheinmetall, que ha ampliado su alianza con la empresa española Indra para establecer una cooperación estratégica en el ámbito de los vehículos blindados de las Fuerzas Armadas y para optar conjuntamente al contrato de renovación de los tanques Leopard. \*

# 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](http://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

→→→ crisis que amenaza la economía, la seguridad y la democracia del viejo continente. El respaldo de la Casa Blanca a partidos antieuropeos de extrema derecha es especialmente preocupante. La visión del presidente republicano es muy crítica con la integración europea. Según él, se trata de ‘un proyecto creado para fastidiar a Estados Unidos’, una idea sin ningún fundamento histórico. En consecuencia, es probable que las rentabilidades esperadas de los activos europeos se sitúen por debajo de la media histórica”.

## Resiliencia económica

Sin embargo, los expertos económicos y financieros se muestran algo más reacios a admitir la magnitud de los cambios que ya se están produciendo y que podrían intensificarse en el futuro. **Santiago Carbó**, catedrático de Análisis Económico de la Universidad de Valencia y director de Estudios Financieros de FUNCAS, señala: “Efectivamente, los riesgos geopolíticos son cada vez más relevantes y afectan a un número creciente de empresas y mercados. Pero también es cierto que el sistema económico ha ganado en resiliencia tras atravesar una pandemia, una guerra, entre otros desafíos. Los eventos geopolíticos generan volatilidad a muy corto plazo, pero, una vez pasados sus primeros efectos, el mercado tiende a estabilizarse”.

Tal vez sea precisamente esa capacidad de los mercados para recuperarse rápidamente, tras caídas bruscas en los inicios de las crisis, lo que lleva a algunos analistas a mantener una visión menos trascendental de los acontecimientos.

En cuanto a los ciclos económicos, gestores y analistas reconocen que están cambiando, al igual que los ciclos naturales con el cambio climá-

tico. Ahora, el frío o el calor extremos, y las lluvias intensas seguidas de aparentes periodos de normalidad, son reflejo de una transformación más profunda. Del mismo modo, los ciclos económicos actuales tienden a ser más largos, pero las fases de contracción, aunque intensas, resultan especialmente breves gracias, en buena medida, a la decidida intervención de los bancos centrales.

El horizonte de inversión tradicional de tres a cinco años comienza a resultar insuficiente y puede convertirse en una trampa si coincide con una tormenta financiera provocada por un factor geopolítico o económico inesperado.

Este nuevo patrón de ciclos más volátiles genera también oportunidades más frecuentes para quienes operan con un enfoque especulativo. Sin embargo, Santiago Carbó advierte: “Podemos atravesar periodos de mayor especulación, pero creo que la inversión a largo plazo seguirá siendo la función principal de los mercados.

Muchos vehículos, como los fondos de inversión –y sobre todo los de pensiones–, están orientados al largo plazo y representan una parte significativa del mercado, y lo seguirán haciendo”.

Cuando se le pregunta si los plazos para obtener rentabilidad podrían alargarse debido a las contracciones más frecuentes, Carbó responde: “Es posible que, puntualmente, los plazos se amplíen, pero no será una tendencia generalizada ni constante”.

Para Stefan Hofrichter, “a largo plazo, lo más relevante es la valoración. Esto se aplica a todas las clases de activos susceptibles de ser valoradas razonablemente, como la renta fija o la renta variable, a partir de sus flujos de caja. Ahora bien, el ‘largo plazo’ puede ser realmente largo: nuestros análisis indican que las valoraciones son determinantes en horizontes de inversión de diez años, pero no necesariamente en periodos de uno a tres años”.

## La ilusión de un nuevo mundo comercial

◆ Podría suceder, como ocurrió en los años treinta, que una política arancelaria errónea –entonces impulsada por un senador y un representante republicanos– dé lugar, como reacción, a una próspera y brillante etapa de libre comercio. Sin ese periodo, resulta difícil explicar el desarrollo que ha experimentado la humanidad en los últimos

ochenta años. Tal vez, a raíz de lo ocurrido desde los primeros días de abril, surja pronto un nuevo paradigma capaz de lograr un mejor equilibrio entre la eficiencia económica de las fronteras abiertas, una mayor equidad social y una seguridad nacional reforzada.

◆ Por el momento, ese nuevo paradigma sigue siendo una ilusión, según coinciden los expertos consultados. Tan ilusorio como el mundo comercial y económico que imaginó Donald Trump al aplicar una fórmula simplista basada en

los déficits comerciales y el volumen de importaciones, que acabó afectando incluso a los macacos de cola larga de Mauricio. Estos primates, utilizados por grandes farmacéuticas estadounidenses en experimentos clave, fueron fundamentales para desarrollar en tiempo récord las vacunas contra la COVID que salvaron millones de vidas.

◆ Si finalmente se aplican los aranceles propuestos por el presidente, las investigaciones farmacéuticas se encarecerán notablemente, ya que la importación de estos macacos costará un 70% más. ❖



## Cambios en los activos refugio

Una de las características de los nuevos tiempos y del cambio de paradigma es la creciente necesidad de diversificación ante la mayor incertidumbre. Como consecuencia, los activos privados han adquirido un papel más destacado en las carteras de los inversores, incluso en las de los minoristas. Según Santiago Carbó, esta tendencia explica también la fuerte demanda de criptoactivos en los últimos años.

Los expertos de **WisdomTree** coinciden con Carbó, aunque subrayan que también han surgido nuevos paradigmas en torno a los activos refugio. En su opinión, el oro sigue siendo un componente esencial, pero otros activos como el bitcóin, determinados instrumentos bancarios resilientes –como los CoCos– y el euro están ganando terreno. Su conclusión es clara: los inversores diversifican cada vez más sus estrategias para adaptarse a un entorno global complejo e incierto.

El papel del dólar, debilitado por decisiones del propio presidente de Estados Unidos, representa otro cambio clave que el nuevo orden económico y geopolítico deberá asimilar. La imprevisibilidad de la política estadounidense ha sembrado dudas en los mercados, donde el dólar era hasta hace poco el indiscutible protagonista. La moneda suiza se ha revalorizado en los primeros meses del año,

impulsada por una creciente demanda de activos refugio, alcanzando un tipo de cambio récord frente al dólar no visto desde la intervención del banco central suizo en 2011. El euro también se ha fortalecido en este contexto.

Hasta ahora, el dólar era sinónimo de estabilidad, pero no está claro que pueda recuperar plenamente ese estatus. Donald Trump no ha ocultado su propósito de debilitarlo para favorecer las exportaciones estadounidenses. Sin embargo, en el contexto actual, esa estrategia conlleva riesgos:

### → UNA DE LAS CARACTERÍSTICAS de los nuevos tiempos es el mayor protagonismo de los activos privados como consecuencia de una continua y mayor incertidumbre.

una moneda de referencia no puede desentenderse de las responsabilidades que implica su estatus global. En Estados Unidos empieza a preocupar la respuesta de algunos países asiáticos, que han comenzado a realizar intercambios comerciales prescindiendo del dólar como divisa intermedia, algo impensable hace apenas unos años.

Aun así, Santiago Carbó sostiene que “el dólar y sus bonos seguirán siendo activos refugio, junto al oro. Es

cierto que el oro presenta una volatilidad mucho menor, aunque actualmente parece sobrevalorado”.

Incluso los tradicionalmente intocables Bonos del Tesoro de EE. UU., cuya evolución llevó a Trump a rectificar por primera vez su política arancelaria, han servido como advertencia sobre la vulnerabilidad que una mala estrategia puede generar en estos activos considerados seguros.

Stefan Hofrichter señala que no conviene comparar el oro –un activo especulativo que no genera rentas– con los Bonos del Tesoro, que constituyen la principal garantía utilizada como colateral en los mercados. No obstante, admite que “hay razones para cuestionar el papel dominante de los Bonos del Tesoro estadounidenses (UST) y del dólar a largo plazo, especialmente por la creciente inestabilidad política en EE. UU.”. Añade que incluso se ha planteado la posibilidad de intervenir en la cuenta de capital del país, lo que podría alejar a los inversores privados. Además, advierte que “la valoración de los UST tampoco es especialmente atractiva: la prima por vencimiento a diez años sigue siendo baja. Por todo ello, esperamos que los flujos internacionales hacia EE. UU. disminuyan a medio y largo plazo, lo que podría traducirse en una depreciación del dólar y en rentabilidades más elevadas para los UST”.

En este escenario, concluye Hofrichter, “el oro tiende a beneficiarse de un mayor riesgo en la política económica –como las guerras comerciales–, de presiones inflacionarias, de tensiones geopolíticas –por ejemplo, entre Rusia, EE. UU. y China–, de una reorientación de las reservas de divisas desde el dólar hacia el oro –especialmente por parte de China– y de crecientes dudas sobre la estabilidad del sistema monetario fiduciario debido al aumento de la deuda pública”. ●

LA RELACIÓN CON LOS CLIENTES EN TIEMPOS DE CRISIS

# Donald Trump pone a prueba a los asesores financieros (otra vez)

Las decisiones del presidente de EE. UU., que han convertido la evolución de los mercados en una verdadera montaña rusa, nos permiten analizar el estado de las relaciones entre asesores y clientes. La encuesta de EFPA España y la opinión de los expertos muestran resultados optimistas. Por **GONZALO TOCA**.

**L**a guerra arancelaria provocada por Donald Trump ha puesto a prueba las relaciones entre los asesores financieros y sus clientes. Ocurrió ya con la crisis provocada por la pandemia que, en muchos casos, incrementó y mejoró la comunicación entre las dos partes y esa experiencia acumulada resultó muy útil ante la siguiente prueba que supuso la invasión de Ucrania y la consiguiente caída de los mercados. Ahora, ante la persistente incertidumbre en los mercados, como consecuencia de las continuas medidas anunciadas por Trump y muy especialmente por su guerra arancelaria, asesores y clientes vuelven a poner a prueba la efectividad de su comuni-

cación. Se trata de comprobar de qué forma han respondido las dos partes ante una caída tan inesperada como sorprendente de los mercados. La encuesta realizada por EFPA España y la opinión de un grupo de expertos señalan que hay una mejora en la respuesta de los asesores, en paralelo a una reacción más reflexiva y calmada por parte de los inversores.

**Iñaki Arcocha**, fundador y director general de la firma suiza de asesoramiento financiero IA Capital, no tiene duda en calificar como un “gran examen” para los asesores financieros lo ocurrido en los mercados desde el pasado 2 de abril. Y el motivo es que nos encontramos, en su opinión, en medio de unas gravísimas



turbulencias de los mercados que van a distinguir a los profesionales que realmente añaden valor de los que “simplemente van con la corriente”. Muchos asesores, según Arcocha, “desaparecen en momentos como estos porque no quieren lidiar con las emociones, pero es ahí es donde realmente nos ganamos la confianza y la fidelidad de nuestros clientes”.

La demanda y necesidad de comunicación ha emergido de nuevo ante la crisis de los mercados como un elemento fundamental en las relaciones entre asesores y clientes. Recuerda **Jesús Pérez**, profesor del IEB,

## → LA ÚLTIMA CRISIS vuelve a reforzar el importante papel que tiene la diversificación. Los inversores son cada día menos cortoplacistas.

actuario de seguros y analista financiero, que, “tras el atentado del 11 de septiembre de 2001, las empresas aprendieron que la comunicación efectiva y transparente era una importante ayuda para mantener la lealtad del cliente”. Aprovecha para recordar también que los mensajes empáticos

y claros ayudan a retener clientes en tiempos inciertos porque construyen confianza y demuestran responsabilidad social en momentos críticos”. Por otro lado, afirma que “las crisis anteriores al COVID-19 dejaron enseñanzas sobre la resiliencia, la diversificación y la adaptación tecnológica que fueron fundamentales para enfrentar la pandemia.

Aprender de estas experiencias permite a las empresas responder de manera más ágil y efectiva ante desafíos globales inesperados.”

## Lecciones aprendidas

En cualquier caso, los profesionales del asesoramiento financiero coinciden al señalar que las varias crisis que se han producido desde 2008 en los mercados –que, evidencian por otra parte, que los ciclos se acortan– están resultando una experiencia muy importante para mejorar las relaciones entre asesores y clientes. **Enrique Garrido**, director de grandes patrimonios de Tressis, señala: “Las grandes crisis previas al COVID-19 (en especial la financiera de 2008 y la crisis de deuda en Europa) me enseñaron que, en escenarios complejos, el papel del asesor no es anticipar el mercado, sino ayudar al cliente a mantenerse centrado en sus objetivos”. Esta experiencia acumulada la concreta más todavía: →→→

## Perfil del buen asesor durante una crisis

● **A los expertos** consultados para la elaboración de este reportaje les hemos preguntado cuál debe ser el perfil de un asesor financiero en momentos críticos de los mercados que puedan provocar una gran confusión entre los clientes. Esta ha sido la fotografía a partir de sus respuestas:

• **Sereno, analítico y comprometido.** Debe ser un referente de estabilidad para no amplificar la preocupación del cliente e interpretar correctamente los hechos.

• **Disponible.** No solo se valoran los acontecimientos, sino también estar presente cuando se le necesita.

• **Cercano y racional.** Sin sobreinformar para no dar una sensación de preocupación y pánico.

• **Profesional, estratégico y empático.** Con un enfoque centrado en la gestión del riesgo y la protección del patrimonio del cliente.

• **Cabeza fría y distancia emocional.** Es bueno alejarse del ruido mediático para ganar perspectiva y no decidir desde el miedo.

• **Siempre proactividad y transparencia.** Elevar la frecuencia de contacto con el cliente.

El profesor de IEB, **Jesús Pérez**, resume la imagen como “alguien que debe combinar la proactividad con la calma, la transparencia con la estrategia y la empatía con el análisis riguroso. Establecer rutinas de monitoreo constante, mantener una comunicación clara y estar siempre disponible son fundamentales para gestionar con éxito la crisis arancelaria”. ✨





**IÑAKI ARCOCHA**  
(IA CAPITAL)

“Muchos asesores desaparecen en momentos como estos porque no quieren lidiar con las emociones. Ahí es donde realmente nos ganamos la confianza y la fidelidad de nuestros clientes”.



**JOSÉ MANUEL AMOR**  
(AFI)

“Sigue faltando paciencia y visión a medio plazo. La mayoría de los inversores no controlan su ansiedad y cometen errores por intentar optimizar el *timing*”.



**ENRIQUE GARRIDO**  
(TRESSIS)

“La principal lección es que una estrategia bien definida y consensuada con el cliente es el ancla que evita decisiones precipitadas”.



**JAVIER PUERTO**  
(CASER)

“Las crisis anteriores han reforzado el papel que tiene la diversificación de las carteras y las experiencias vividas van paliando los efectos de pánico y de huida de los mercados”.

→→→ “La principal lección es que una estrategia bien definida y consensuada con el cliente es el ancla que evita decisiones precipitadas. También reforcé la convicción de que una diversificación bien construida –por tipo de activo, zonas geográficas, estilos de gestión– es la base para amortiguar impactos inesperados”.

Para **Javier Puerto**, responsable de inversiones en Caser Asesores Financieros, “las crisis anteriores han reforzado el papel que tiene la diversificación de las carteras y las experiencias vividas van paliando los efectos de pánico y de huida de los mercados. Los inversores son cada día menos cortoplacistas y creen en la recuperación en el medio plazo”.

“Cuando se produce una crisis –afirma Iñaki Arcocha– nunca hay que esperar. Siempre hay que ponerse en

el lugar del cliente y preguntarse: ¿Qué necesita? ¿Qué espera de mí? Lo que busca es saber que la persona a la que ha confiado su patrimonio tiene la templanza y el criterio para gestionar el temporal. Nos pagan para que sus inversiones no sean una preocupación, sino una tranquilidad.”

## Más calma en la reacción

Enrique Garrido, como el resto de los expertos consultados, está convencido de que la crisis provocada por la guerra de los aranceles se ha vivido con mayor serenidad que la del COVID-19, pese a la perplejidad que provocó en un primer momento. En su opinión tiene que ver con la característica de esta crisis: “No hablamos de un *shock* súbito e incontrolable como una pandemia, sino de una

situación más progresiva y digerible, de naturaleza política y comercial. Eso da más margen para procesar la información y tomar decisiones con cabeza fría”. En su opinión, la mayoría de los inversores han madurado tras vivir varias situaciones complejas en poco tiempo y esa experiencia acumulada les ha hecho ser más conscientes de que “los mercados se recuperan, y que mantener una estrategia coherente suele dar mejores resultados que ir reaccionando a cada evento”.

Una opinión semejante comparte Jesús Pérez al afirmar que “la previsibilidad de las medidas arancelarias permite un enfoque más estratégico, mientras que la pandemia fue caótica y de impacto inmediato. De hecho, se han establecido moratorias de 90 días para negociar los aranceles entre países”.

Sin embargo, **José Manuel Amor**, socio director de análisis económico y de mercados de AFI, señala que “sigue faltando paciencia y visión a medio plazo. La mayoría de los inversores no controlan su ansiedad y cometen errores por intentar optimizar el *timing* (algo muy complicado y que está al alcance de pocos). Al final, se impone la racionalidad una vez que hay claridad y se confirma que el mundo seguirá siendo mundo y las empresas –en su inmensa mayoría– se adaptarán a la nueva situación. Pero, por el camino se han atravesado situaciones de pánico vendedor”.

La conclusión de una experiencia de crisis es que la relación entre cliente y asesor debe salir reforzada. Enrique Garrido afirma que “la esencia de la relación no cambia: debe basarse en la confianza, la transparencia y

el entendimiento mutuo. Lo que sí cambia en momentos de tensión es el grado de presencia. En tiempos más tranquilos, el asesor guía; en tiempos de incertidumbre, acompaña con más intensidad. Es una relación más cercana, más empática, incluso más pedagógica". Señala también que es clave adaptarse al momento vital de cada cliente. Porque no todos viven la misma crisis de la misma forma: unos tienen más tolerancia al riesgo que otros, pues unos están en fase de acumulación y otros de protección.

**→ NO TODOS  
LO VIVEN de la  
misma forma:  
unos tienen  
más tolerancia  
al riesgo que  
otros, pues unos  
están en fase  
de acumulación  
y otros de  
protección.**

Javier Puerto subraya el papel de la comunicación y afirma que "ha de ser sincera y contundente. No se puede mostrar inseguridad y/o pánico. Con las llamadas hay que ser prudente de primeras: se ha de informar, pero no al momento de que ocurra una caída o lleguen noticias. En mi caso, si la situación no es plenamente crítica, prefiero esperar un poco e informarme bien de todo, para que, llegado el momento de ofrecerme, sea para aportar valor al cliente en la llamada".

Por otra parte, Iñaki Arcocha señala que

"todas las crisis ofrecen una oportunidad única: la de tomar distancia, ganar perspectiva y no dejarnos arrastrar por las emociones. Tranquilizar a mis clientes no es solo un gesto; es, en muchos casos, la mayor ayuda que puedo ofrecerles". José Manuel Amor añade una receta que parece ir contra los tiempos. Aunque puede resultar muy eficaz: "Mente abierta y contraste continuo de posiciones y creencias: hay que leer y escuchar a los que piensan distinto que uno". ●

¿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 Luxemburgo, así como en [www.fondosfidelity.es](http://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

## Encuesta de EFPA España

# Más información de los asesores y menos nerviosismo de los clientes

**L**a crisis provocada por la guerra arancelaria impulsada por Donald Trump generó nerviosismo entre ahorradores e inversores. Sin embargo, mostraron un mayor control que el evidenciado durante la crisis provocada por la pandemia. Buena parte de esta reacción se debió a la actitud proactiva de los asesores, quienes se adelantaron a contactar con sus clientes, sin esperar sus llamadas cargadas de preocupación, para explicarles la situación y definir una estrategia. Los profesionales del asesoramiento afirman que contaron con suficiente información, procedente en gran medida de gestoras y casas de análisis especializadas. La encuesta fue realizada dos semanas después de que el presidente de Estados Unidos presentara sus propuestas de aranceles en la Casa Blanca, el 2 de abril.

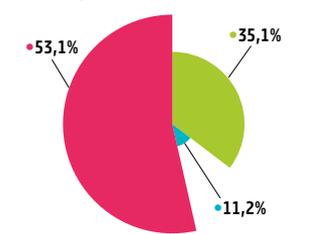
### 01. Inquietud y nerviosismo

El fuerte episodio de volatilidad, originado cuando Donald Trump hizo públicos sus aranceles, provocó cierta inquietud y nerviosismo en una amplia mayoría de los clientes de los asesores financieros. Solo el 11% se mostró tranquilo.

### 02. Contacto con los clientes

La mayoría de los profesionales del asesoramiento financiero (51,8%) no esperó las llamadas de preocupación de sus clientes, como había ocurrido en crisis anteriores. Esta vez se adelantaron y los contactaron para explicarles la situación y la estrategia a seguir. Un tercio de los profesionales atendió las llamadas de sus clientes sin haberse puesto previamente en contacto con ellos. En crisis anteriores, la iniciativa de los asesores había sido menor.

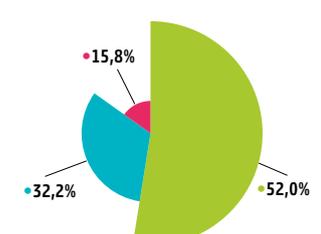
### 1. Durante la caída de los mercados provocada por los aranceles, ¿cómo percibiste la actitud mayoritaria de tus clientes?



Personas que han respondido: 385

Valor	Porcentaje	Cantidad
A	35,1%	135
B	11,2%	43
C	53,8%	207

### 2. En el momento más crítico de los mercados durante esa crisis, tu actitud hacia los clientes fue...



Personas que han respondido: 373

Valor	Porcentaje	Cantidad
A	52,0%	194
B	32,2%	120
C	15,8%	59

### 3. Diversas estrategias

Las estrategias propuestas por los asesores financieros a sus clientes fueron muy diversas. La mitad aconsejó no realizar ningún movimiento, mientras que la otra mitad consideró oportuno aprovechar la caída de las valoraciones para comprar acciones.

Como se permitió responder con más de una opción, una parte minoritaria (10,0%) indicó que recomendó también vender una parte de la cartera para reorientarla hacia activos refugio más conservadores ante la inestabilidad de los mercados.

### 3. Ante la caída de los mercados, ¿qué recomendaciones realizaste a tus clientes?



Personas que han respondido: 368

Valor	Porcentaje	Cantidad
A	56,0%	205
B	10,0%	35
C	53,0%	194

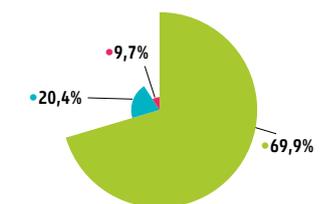
### 4. Menos nervios que en la pandemia

Ahorradores e inversores mostraron una actitud más controlada que durante la crisis de la pandemia, según la opinión de los asesores financieros. No obstante, casi un tercio señala que la reacción emocional y operativa fue similar o incluso más nerviosa que en aquella crisis, un porcentaje elevado si se tienen en cuenta las características de esta situación.

### 5. Asesores suficientemente informados

La gran mayoría de los asesores afirma haber contado con suficiente información para apoyar a sus clientes. Un 25% de los encuestados indicó que carecía de información,

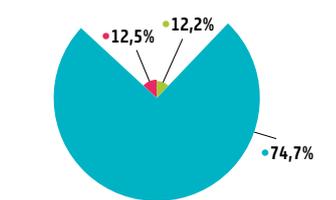
### 4. En comparación con la crisis provocada por la pandemia, el comportamiento de tus clientes fue...



Personas que han respondido: 362

Valor	Porcentaje	Cantidad
A	69,9%	253
B	20,4%	74
C	9,7%	35

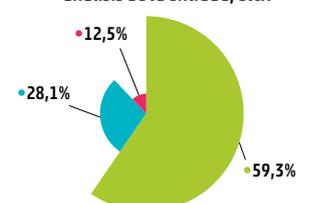
### 5. Como asesor financiero, ¿consideras que contabas con información suficiente para atender a tus clientes durante la crisis de los aranceles?



Personas que han respondido: 360

Valor	Porcentaje	Cantidad
A	12,2%	44
B	74,7%	269
C	13,1%	47

### 6. Durante esta crisis, ¿consideras que recibiste más información de la habitual por parte de gestoras, servicios de análisis de tu entidad, etc.?



Personas que han respondido: 359

Valor	Porcentaje	Cantidad
A	59,3%	213
B	28,1%	101
C	12,5%	45

en gran parte por desconocer el propósito de la guerra arancelaria. La falta de información entre los profesionales sigue siendo un elemento a tener en cuenta en momentos críticos.

#### 06. Acceso a más información

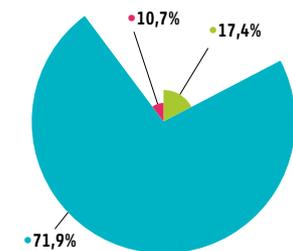
El aumento de la información disponible se debió, entre otras razones, al acceso que los asesores tuvieron a fuentes muy diversas. Solo el 12% consideró que le habría gustado disponer de más información. Para el 28%, la información fue similar y suficiente a la de otros periodos críticos.

#### 07. Gestoras y casas de análisis

La mayor parte de la información a la que accedieron los asesores procedía de gestoras y casas de análisis. Solo un 17% encontró en los medios de comunicación

### 7

#### ¿Cuál fue tu principal fuente de información durante la crisis de los aranceles?

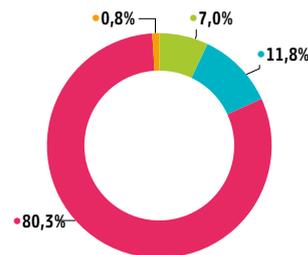


Personas que han respondido: 356

Valor	Porcentaje	Cantidad
A Medios de comunicación.	17,4%	62
B Informes de gestoras y casas de análisis especializadas.	71,9%	256
C Otros.	10,7%	38

### 8

#### ¿Qué tipo de información consideras que los clientes valoraron más durante la crisis?



Personas que han respondido: 355

Valor	Porcentaje	Cantidad
A Información sobre la evolución de los mercados.	7,0%	25
B Recomendaciones específicas de inversión.	11,8%	42
C Mensajes de calma y visión de largo plazo.	80,3%	285
D Otra.	0,8%	38

➔ **LO MÁS VALORADO** por los clientes en la encuesta realizada por EFPA España fueron los mensajes de calma y la visión a largo plazo.

información útil para transmitir tranquilidad a sus clientes y establecer la estrategia frente a la guerra arancelaria planteada por Donald Trump.

#### 08. Mensajes de calma y visión a largo plazo

Según los asesores, lo que más valoraron sus clientes fueron los mensajes de calma y la visión a largo plazo. Algunos consideran que fueron las recomendaciones específicas de inversión y la evolución de los mercados lo que más agradecieron los ahorradores e inversores. Tanto la encuesta como la opinión de los expertos coinciden en señalar la importancia de los mensajes de tranquilidad y la orientación a largo plazo por parte de los profesionales del asesoramiento financiero.

**Nordea**  
ASSET MANAGEMENT

Descubre las alternativas a la liquidez en renta fija.

Captura el potencial con el fondo de renta fija de alta calidad de Nordea.

Nordea 1 – European Covered Bond Opportunities Fund

Una renta fija fuera de lo común.

[nordea.es/ActivateYourCash](http://nordea.es/ActivateYourCash)

Material publicitario sólo para clientes profesionales. Cualquier decisión de inversión en los subfondos deberá realizarse sobre la base de la información contenida en el último folleto informativo y del Documento de datos fundamentales (KID). Nordea Asset Management es el nombre funcional del negocio de gestión de activos que llevan a cabo las entidades jurídicas, Nordea Investment Funds S.A., Nordea Investment Management AB y Nordea Funds Ltd y sus sucursales y filiales. El fondo forma parte de la SICAV Nordea 1, una sociedad de inversión colectiva de capital abierto de Luxemburgo. El folleto informativo, el KID y los informes anuales y semestrales están disponibles en versión electrónica, en inglés y/o en español, de forma gratuita y previa solicitud a la sociedad gestora Nordea Investment Funds S.A., 562, rue de Neudorf, P.O. Box 782, L-2017 Luxembourg o en la dirección de cada uno de los distribuidores autorizados y también en [nordea.lu](http://nordea.lu). Todas las inversiones implican riesgos; y se pueden incurrir en pérdidas. Para conocer los riesgos asociados a estos fondos, consulte el folleto informativo y el KID. Publicado por Nordea Investment Funds S.A. Un resumen de los derechos de los inversores está disponible en español a través del siguiente enlace: [nordea.lu/documents/summary-of-investors-rights/SOIR\\_spa\\_INT.pdf](http://nordea.lu/documents/summary-of-investors-rights/SOIR_spa_INT.pdf). Nordea Investment Funds S.A. puede decidir poner fin a los acuerdos realizados para la comercialización de sus fondos en los países de la Unión Europea en los que se distribuyen de conformidad con el Artículo 93a de la Directiva 2009/65/EC. Este material no podrá copiarse ni distribuirse sin consentimiento previo. © Nordea Asset Management. La SICAV, Nordea 1 está debidamente inscrita en el registro oficial de la CNMV para las sociedades de inversión colectiva extranjera (entrada n.º 340) y está autorizada para la comercialización de sus productos en España.

## EL DESAFÍO DE LAS INVERSIONES SOSTENIBLES

# ¿Qué hacemos con las inversiones con criterios ESG?

**E**s un claro síntoma de lo que está ocurriendo. La IA ha destronado a ESG como la principal palabra de moda para los bancos europeos por primera vez en seis años. Los ejecutivos bancarios duplicaron sus referencias a la inteligencia artificial (IA) con respecto al año anterior, mientras que las menciones a los objetivos “ambientales, sociales y de gobernanza” se desplomaron en dos tercios. El cambio muestra tanto la importancia que los bancos están dando a la IA, como los efectos de una reacción más bien violenta liderada por Donald Trump a las iniciativas ESG.

Al otro lado del Atlántico, no solo se habla más de la inteligencia artificial, sino que se vive una auténtica

Hay consenso tanto en las causas que han impedido hasta ahora su pleno desarrollo como en la estrategia que debería seguirse para hacer más atractivas las inversiones sostenibles para los minoristas. Sin embargo, aplicar esas soluciones no es tarea fácil en un escenario tan polarizado como el actual.

Por **CARLOS AZUAGA.**

cruzada contra todo lo relacionado con la sostenibilidad, la descarbonización, el medio ambiente o la gobernanza. La plataforma de análisis MacriMicro, que recopila datos sobre las grandes empresas cotizadas, señala que términos como *sostenibilidad* y los acrónimos vinculados a sus principales criterios fueron muy escasos en las presentaciones de resultados del S&P 500 correspondientes al último trimestre de 2024.

No es de extrañar, en este contexto, que asesores financieros, inversores y ahorradores se pregunten qué hacer con las inversiones sostenibles y aquellas que tienen en cuenta la aplicación de criterios de responsabilidad social, gobernanza y cambio climático (ESG).

Según Morningstar, los fondos que cumplen con las normas ambientales, sociales y de gobernanza de la Unión Europea registraron salidas récord de dinero en 2024, siguiendo la tendencia ya iniciada en 2023, tras varios años de fuertes entradas de capital en 2020 y 2021. Algo también muy significativo es que un buen número de fondos han eliminado la etiqueta ESG, que fue atractiva para muchos inversores en otro momento, pero que en los últimos tiempos no deja de generar cierto recelo.

Muy recientemente, la gestora de Goldman Sachs señalaba que el capital privado obtenido para inversiones sostenibles ha sido escaso en comparación con el capital privado total captado.

Las causas de esta situación no solo deben buscarse en la politización del rechazo a la sostenibilidad promovido por Donald Trump, sino también en los rendimientos mediocres, así como en la fatiga y confusión generadas por una regulación muchas veces improvisada con la que, en Europa, se ha intentado impulsar este tipo de inversiones.

**José Miguel Maté**, consejero delegado de Tressis y vicepresidente de EFPA España, señala que “el com-



## Lo que pide EFPA España

✔ **EFPA España** ha respondido a la convocatoria de pruebas de la Comisión Europea para revisar el Reglamento sobre Divulgación de Finanzas Sostenibles (SFDR). En el objetivo de facilitar el trabajo de los asesores y hacer más atractivas las finanzas sostenibles ha planteado los siguientes puntos:

✔ **Definiciones más claras.** La actual definición de "inversión sostenible" es ambigua y se presta a malentendidos. Pide criterios claros y etiquetas obligatorias que realmente diferencien

los productos sostenibles de los que solo lo parecen por marketing.

✔ **Coherencia con otras normas europeas.** Las distintas normativas / leyes (SFDR, MiFID II, Taxonomía, CSRD) no están bien coordinadas, lo que complica el trabajo de los asesores y confunde a los clientes. Proponen unificar los términos y simplificar la información para que todo encaje.

✔ **Menos complejidad en la información al cliente.** La documentación es muy técnica y difícil de entender. Propone

incluir resúmenes claros y estandarizados para que los clientes puedan comparar productos fácilmente.

✔ **Evitar el greenwashing.** Falta control sobre qué se puede llamar "sostenible". Quieren normas claras y obligatorias para evitar que se engañe al cliente con productos que no lo son.

✔ **Más protagonismo del asesor financiero.** Los asesores tienen un papel clave para guiar al cliente hacia inversiones sostenibles. Por eso, necesitan más formación en sostenibilidad (ESG) y herramientas claras. ✨

portamiento de los productos sostenibles, en términos de rentabilidad y volatilidad, ha sido peor que el de los 'tradicionales' a partir de 2022. Este aspecto está pesando en el ánimo de muchos inversores que han entrado en los mismos más por moda que por convicción". Opina, además que "el exceso de regulación y la falta de claridad de esta, están produciendo un cierto hastío entre los inversores, que no ven la necesidad (ni las ventajas en términos de rentabilidad y riesgo) de invertir en este tipo de activos".

➔ **MAYOR TRANSPARENCIA, capacitación de la primera línea comercial y personalización de la oferta son claves para impulsar la inversión sostenible.**

Ese hastío, probablemente, ha podido con la presión regulatoria en Europa, con los crecientes y costosos, en términos económicos y de vidas humanas, sucesos relacionados con el cambio climático y con los compromisos de transición energética adoptados en Asia. Tales argumentos deberían haber sido suficientes para apostar por la sostenibilidad sin recurrir al voluntarismo, sino como parte del deber fiduciario y del análisis de riesgos integrales. Sin embargo, no ha sido así.

Para **Eva Hernández**, colaboradora del programa de

Finanzas Sostenibles de EFPA España, "independientemente de la difícil situación a nivel coyuntural, las inversiones sostenibles siguen representando una opción de futuro. La necesidad de transformar el modelo económico ante retos como el cambio climático, la protección de la biodiversidad y la escasez de recursos dará lugar a grandes oportunidades de negocio, y por tanto de inversión, en el largo plazo, posiblemente representando una de las grandes megatendencias de inversión a futuro". ➔➔➔

## →→→ Transparencia, transparencia

Con una Comisión Europea dispuesta a rebajar la presión regulatoria, pero insistiendo en la necesidad de aplicar criterios ESG y seguir apostando por la inversión sostenible, muchos se preguntan cuál debería ser la estrategia para lograr ese interés de los inversores minoritarios, que no se ha conseguido.

Para Maté, “cumplir con los criterios ESG es condición necesaria, pero no suficiente. Dicho de otra forma, no solo por ser ESG vas a recibir el interés de los inversores. Y aquí volvemos al análisis fundamental para la selección entre empresas, es decir, al análisis de las empresas desde abajo basado en criterios de rentabilidad, diversificación, solvencia, etc. Para los asesores es fundamental conocer las ventajas de las empresas que cumplen con estos criterios, destacando las mejores en base no solo a los mismos sino al resto de los fundamentales, sin dejarse llevar por las modas o las siglas”.

En opinión de Eva Hernández, “si tenemos en cuenta que las inversiones con criterios ESG representan aproximadamente el 50% de los fondos que se comercializan en España, cada vez más, el recorrido de estos productos va a depender en mayor medida del tipo de estrategias de inversión, sectores y geo-

grafías que de sus credenciales ESG”.

Puestos a hablar de estrategia, según **Víctor Fernández**, de Clarity AI, hay tres aspectos importantes para hacer que los activos sostenibles resulten más atractivos: “Aportar transparencia a la oferta de estos productos, capacitar a la primera línea comercial y personalizar a gran escala la sostenibilidad”. Los dos últimos aspectos afectan de manera directa a los asesores financieros.

José Miguel Maté parece estar de acuerdo con el primer objetivo al señalar que “la simplificación (y claridad) de la regulación en esta materia para todos los jugadores (empresas, entidades de servicios de inversión e inversores) sería, al contrario de lo que se pueda pensar, un aspecto dinamizador de la inversión en este tipo de activos”.

## Incumplimiento de normativa

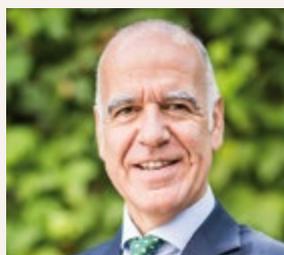
Múltiples informes aparecidos este mismo año por empresas especializadas ponen de manifiesto no solo la falta de transparencia sino también el incumplimiento de la normativa por parte de algunas compañías en la presentación de activos presumiblemente sostenibles. Esta falta de transparencia tiene también mucho que ver con las apuestas que algunas empresas de capital privado hicieron en el pasado por las energías



**Eva Hernández**

(EFPA España)

**“Según los Principios de Inversión responsable de las Naciones Unidas, tener en cuenta los criterios ESG forma parte del deber fiduciario del asesor”.**



**José Miguel Maté**

(TRESSIS)

**“Muchos inversores entraron en los productos sostenibles por moda y no por convicción”.  
El comportamiento de esos productos, en términos de rentabilidad y volatilidad, ha sido peor que el de los ‘tradicionales’ a partir de 2022”.**



**Víctor Fernández**

(CLARITY AI)

**“Un 75% de los millennials tienen una clara preferencia a invertir en activos sostenibles. Representan más de la mitad del crecimiento futuro de estos activos”.**

renovables. Las rentabilidades obtenidas no son las esperadas y las valoraciones han caído de manera importante.

Víctor Fernández, que desde su compañía trata de ayudar a las entidades financieras a posicionarse en su esfuerzo por cumplir las expectativas respecto de los activos sostenibles, considera que un 75% de los *millennials* tienen predisposición a invertir en este tipo de inversiones. Este grupo representará un 55% del crecimiento futuro de este tipo de activos. Además, advierte: “Si no cumplimos la normativa en materia de sostenibilidad, hay reguladores que imponen hasta el 10 por ciento de la facturación”.

A partir de este convencimiento, su mensaje a los asesores financieros es claro: “Según los principios de inversión responsable de las Naciones Unidas, tener en cuenta los criterios ESG forma parte del deber fiduciario del asesor, ya que dichas temáticas pueden impactar la rentabilidad y riesgo de las inversiones, y por tanto su valoración”. En su opinión, “mantener relaciones duraderas con los clientes pasa por mirar más allá, y a un plazo más largo, el rendimiento no puede separarse de la sostenibilidad, dados los riesgos que representan las temáticas ESG y su influencia en los modelos de negocio, y por tanto en la valoración de los títulos”. ●

# Convicción. Estabilidad. Alcance.

Saque rendimiento a la experiencia en renta fija de la mayor gestora de fondos de gestión activa del mundo.



Para más información,  
escanee el QR

[capitalgroup.com/bonds](https://capitalgroup.com/bonds)



**CAPITAL  
GROUP™**

**PARA USO EXCLUSIVO DE INVERSORES PROFESIONALES**

**Material de marketing. La inversión conlleva riesgos.**

A 31 de diciembre de 2024, Capital Group es la mayor gestora activa del mundo según los activos gestionados. Esto no incluye fondos de gestión pasiva, mandatos y fondos del mercado monetario. Fuente: Morningstar Direct. Aunque Capital Group hace todo lo posible para obtener la información de terceros que considera que ofrecen información precisa, no puede garantizarlo. Salvo indicación en contrario, la presente comunicación ha sido emitida por Capital International Management Company Sàrl («CIMC»), entidad regulada por la Commission de Surveillance du Secteur Financier («CSSF», regulador financiero de Luxemburgo). © 2025 Capital Group. Todos los derechos reservados.

CUANDO LOS MERCADOS DUDAN,  
EL METAL RESPONDE

# El irresistible impulso del oro

En tiempos revueltos, el oro no solo bate récords, sino que reafirma su rol como activo refugio por excelencia, atrayendo tanto a inversores tradicionales como a bancos centrales en busca de estabilidad en un mundo cada vez más impredecible. Un valor antiguo en un contexto de riesgos nuevos.

Por **CRISTINA JIMÉNEZ.**

**E**n los últimos cuatro meses, los mercados han estado lanzando mensajes confusos a ahorradores e inversores, fruto de la continua incertidumbre en la que se ha desarrollado su actividad desde que Donald Trump desencadenara la guerra de los aranceles. Los Bonos del Tesoro norteamericano y el dólar, sólidos refugios en otros tiempos en momentos de crisis, han sido especialmente afectados. La rebaja de la calificación crediticia por parte de Moody's el pasado mes de mayo ha emitido todavía una mayor desconfianza sobre aquellos activos entre los inversores.

Han sido muchas las casas de análisis que han anunciado su intención de seguir más de cerca la deuda

de Estados Unidos, no tanto por el riesgo de una suspensión de pagos, sino por la falta de esfuerzos por parte de su administración en su compromiso de tratar de reducirla. Muy al contrario, los planes de gastos e ingresos que se plantearon en el Congreso suponían, sin duda, un aumento de la deuda.

Fue en tal escenario en el que Moody's retiró a Estados Unidos su máxima calificación AAA debido a lo que denominó "más de una década" de aumento de la deuda pública y del pago de intereses. Las otras dos principales agencias de calificación ya habían realizado recortes similares: Fitch en 2023 y Standard & Poor's en 2011. Estados Unidos mantenía la calificación triple A de Moody's desde hace más de un siglo.

El mercado de deuda casi sufrió un colapso cuando el

rendimiento del bono a 30 años se disparó al 5% y a finales de mes llegaba a tocar la cota del 5,1%, su nivel más alto desde 2006. "A largo plazo, las perspectivas fiscales de Estados Unidos no son alentadoras. Y si la administración intenta trasladar el riesgo fiscal a los compradores extranjeros de deuda estadounidense, las probabilidades de un futuro episodio de tensión fiscal aumentarán aún más", advierte el economista **Raphael Olszyna-Marzys** de J. Safra Sarasin Sustainable AM. "Como mínimo, es probable que las primas por plazo de los bonos sigan siendo elevadas en un futuro previsible", cree.

## El oro disparado

Este mar de incertidumbre sumado a la guerra arancelaria, la inestabilidad geopolítica, un frenesí de

compras por parte de los bancos centrales, la debilidad del dólar y las políticas impredecibles de **Donald Trump**, llevan meses espoleando la volatilidad en los mercados y haciendo que el precio del oro –el refugio por excelencia– haya aumentado más de un 40% durante el último año.

A finales de abril, superó los 3.500 dólares por onza troy marcando un récord histórico, incluso considerando la inflación, y superando el pico anterior alcanzado en enero de 1980. En aquel entonces, el precio del oro era de 850 dólares, o el equivalente a 3.493 dólares actuales, y la Unión Soviética acababa de invadir Afganistán. Los precios del petróleo se dispararon, impulsando la

➔ **LA VOLATILIDAD está lejos de abandonar los mercados y el oro podría seguir su camino al alza pese a consolidaciones razonables.**

inflación en las economías desarrolladas, y los inversores buscaban proteger su patrimonio. El precio también subió bruscamente tras la crisis financiera mundial, alcanzando otro máximo en 2011.

Pero lo que realmente tiene preocupados a los inversores es que la tradicional relación inversa entre el oro y la rentabilidad de la deuda a largo plazo de Estados Unidos está rota, o al menos lo está momentáneamente.

## Correlación rota

Durante varias semanas de 2024, el rendimiento de los bonos del Tesoro estadounidense a 10 años y el precio del oro subieron simultáneamente, y parte de este comportamiento se ha reanudado recientemente. “Esta correlación positiva se desvía de la típica correlación negativa entre los dos activos, lo que indica períodos inusuales en los que las preocupaciones geopolíticas han prevalecido cada vez más sobre los principios macroeconómicos”, subraya **Aude Marjolin**, analista de S&P Global Market Intelligence. →→→

## Después del oro viene la plata



● **LA PLATA no se queda atrás en 2025** ya inicios de junio había subido más de un 12% desde principios de año, hasta situarse por encima de los

**32 dólares la onza. Es un componente importante utilizado en la industria debido a su vínculo con las tecnologías verdes y, como el oro, sufre una considerable escasez.**

● **POR ESO, EL ANALISTA** de materias primas globales del Bank of America Europe, **Michael Widmer**, cree que la plata debería superar al oro debido a su mayor sensibilidad a la actividad manufacturera y recuerda que los PMI manufactureros generales han sido históricamente un buen indicador de la dirección que toman ambos metales. “Preveo un repunte de la producción industrial mundial en el futuro.

● **AUNQUE LOS PRECIOS** del oro y la plata tienden a correlacionarse, las oscilaciones de precios entre ambos difieren en magnitud debido a una confluencia de factores. El oro tiende a ser un mercado más líquido, mientras que la plata se utiliza con mayor frecuencia en aplicaciones industriales. “Resulta alentador que los fundamentos de la plata en los mercados regionales hayan mejorado. Esto quizás haya sido más visible en China, que periódicamente se ha convertido en un importador neto en los últimos meses, tras haber exportado grandes cantidades anteriormente”, afirma el banco. ✨

→→→ Normalmente, un aumento del rendimiento, que refleja cambios en el panorama económico nacional, presionaría a la baja precio del oro. Y, por el contrario, cuanto menor sea el rendimiento, menor será el coste de oportunidad de mantener lingotes, que no generan rentabilidad. “Dado que el oro es un activo refugio contra la inflación y los bonos gubernamentales una inversión más segura en medio de la volatilidad del mercado bursátil, no sorprende que los inversores tiendan a invertir en ambos en tiempos de incertidumbre”, escribe Marjolin.

## Qué pasará ahora

Dados todos los factores en juego, parece probable que la volatilidad está lejos de abandonar los mercados y que el oro seguirá su camino al alza pese a consolidaciones razonables. De hecho, Goldman Sachs ha pronosticado que el metal precioso alcanzará los 3.700 dólares por onza a finales de 2025 y los 4.000 dólares a mediados de 2026. “Los inversores

**→ AUNQUE LOS EXPERTOS coinciden que al oro le queda recorrido, la historia nos recuerda también pronunciadas caídas en el metal.**

privados podrían recurrir al oro para diversificar sus inversiones, especialmente si las coberturas tradicionales de las carteras de renta variable, como los bonos del Tesoro estadounidense, siguen teniendo un rendimiento inferior durante las caídas de los precios de las acciones”, explica **Lina Thomas**, de Goldman Sachs Research.

En la encuesta a gestores de fondos globales de Bank of America publicada en abril, que demostró un contundente pesimismo entre los profesionales de la inversión, el 42% colocó al oro como su activo favorito, esperando que este sea el activo con mejor rendimiento en 2025. Esta cifra en el número de gestores *bullish* en oro representa un aumento respecto al 23% de marzo y refleja el fuerte repunte del metal precioso, ya que los inversores buscaron refugios seguros durante la volatilidad arancelaria. El estudio de BoA encuestó a 164 profesionales de la inversión con un total de 386.000 millones de dólares bajo gestión y se llevó a cabo entre el 4 y el 10 de abril, cuando los mercados se tambaleaban por los aranceles del “Día de la Liberación” anunciados por Trump el 2 de ese mes.

## ¿Cuánto puede durar?

Mientras JP Morgan estima que el oro podría superar los 4.000 dólares la onza en el segundo trimestre de 2026



**Bret Kenwell**  
(eToro)

“El aumento de la rentabilidad en la renta variable y renta fija y la caída del dólar a su nivel más bajo en dos años son los catalizadores del repunte del oro”.



**Lina Thomas**  
(Goldman Sachs Research)

“Los inversores privados podrían recurrir al oro si los Bonos del Tesoro de EE. UU. hubieran tenido un rendimiento inferior con la caída del precio de las acciones”.



**Charlotte Peuron**  
(Crédit Mutuel AM)

“China acaba de lanzar un programa piloto que permite a las compañías de seguros invertir en oro para su asignación de activos a medio y largo plazo”.

debido a la demanda combinada de inversores y bancos centrales, junto con riesgos de recesión y tensiones comerciales que sustentan este escenario, los economistas de UBS también elevaron sus previsiones. Creen que el oro alcanzará los 3.500 dólares la onza en 2025, con la tendencia alcista extendiéndose hasta 2026. Para el banco de inversión, a las compras de los bancos centrales y la volatilidad se une la limitada respuesta de la oferta minera del metal precioso.

No hay que olvidar también que la debilidad del dólar abarata el oro para los compradores internacionales y aumenta la demanda global, otro factor que impulsa su precio. “2025 ha sido una especie de tormenta perfecta para el oro. No solo ha aumentado considerablemente la volatilidad en la renta variable y la renta fija, sino que el dólar ha caído a su nivel más bajo en más de dos años. Son algunos de los catalizadores que justifican el repunte del oro”, dice **Bret Kenwell**, analista de eToro en Estados Unidos.

## Soporte estructural al precio

**Charlotte Peuron**, gestora de fondos especializada en el sector de los metales preciosos de Crédit Mutuel AM, añade otra →→→

# MAPFRE Gestión Patrimonial

La red de MAPFRE especializada en el negocio financiero

Transparencia y Confianza al servicio del inversor

- **Especialistas en Planificación Financiera**
- **Más de 1.500 millones de euros asesorados**
- **Comprometidos con la Inversión Sostenible**

Conoce todas nuestras soluciones de inversión financiera

- **GESTIÓN DE CARTERAS**
- **FONDOS DE INVERSIÓN**
- **SEGUROS AHORRO-INVERSIÓN**
- **PLANES DE PENSIONES Y DE PREVISIÓN SOCIAL**
- **PROGRAMAS DE CICLO DE VIDA**
- **INFORMES**
- **SERVICIOS DIGITALES Y BROKER ON LINE**



Una red profesional de agentes financieros en crecimiento.

Oficinas especializadas en Alicante, Badajoz, Barcelona, Bilbao, Las Palmas, Madrid, Málaga, Murcia, Oviedo, Palma, Sevilla, Valencia, Valladolid y Zaragoza.

→→ razón de apoyo a la demanda del metal: “China acaba de lanzar un programa piloto que permite a las compañías de seguros invertir en oro para sus estrategias de asignación de activos a medio y largo plazo. Todas las luces están en verde para este activo”. A esto se suma que la demanda de los inversores occidentales está aumentando, tanto a través de los ETF de oro como mediante entregas de oro físico.

Por supuesto, la gran pregunta sigue siendo: ¿cuánto tiempo puede subir el oro? “Mientras varios de sus catalizadores sigan vigentes (inflación algo rígida, posibles tasas de interés más bajas, tensiones geopolíticas, inquietudes sobre la guerra comercial, etc.), la demanda

de oro podría mantenerse elevada. Si bien un retroceso y cierta consolidación serían razonables en este momento, los principales impulsores de la demanda permanecen intactos”, añade Kenwell. Por todas estas razones, para el equipo de Next Generation de Julius Baer los posibles retrocesos a corto plazo de la cotización del oro se deben considerar oportunidades de compra a largo plazo. Y es que la disminución de las tensiones comerciales entre EE. UU. y China tiró de la cotización hacia abajo.

### ¿Hay burbuja?

“Creemos que esto se debe más a la consolidación de posiciones en el mercado de futuros, que a un cambio

en el contexto fundamental. El elevado riesgo de recesión sigue siendo un factor cíclico añadido al mercado alcista estructural del oro”, explica **Carsten Menke**, responsable de Investigación de Julius Baer. La otra duda que queda por despejar entonces es si hay burbuja en el activo.

Aunque los expertos con los que hablamos coinciden que al oro le queda recorrido, la historia nos recuerda también pronunciadas caídas en el metal. En 1980, por ejemplo, el drástico aumento del precio del oro fue seguido por una corrección igualmente notable, cayendo de 850 dólares a finales de enero a tan solo 485 a principios de abril. A mediados de junio del año siguiente, se situaba en tan

solo 297 dólares, una caída del 65% desde su máximo.

Mientras tanto, el pico de 2011 fue seguido por una fuerte caída, seguida de un período de volatilidad. En cuatro meses, había retrocedido un 18%. Tras estabilizarse durante un tiempo, continuó su senda descendente, alcanzando un mínimo a mediados de 2013, un 35% por debajo de su máximo. “El posicionamiento colectivo revela algo más que simples apuestas tácticas. Muestra cómo perciben los grandes gestores el entorno macro y dónde encuentran valor o refugio. El regreso del oro al primer puesto nos recuerda que, cuando el ruido aumenta, los inversores vuelven a lo básico: preservar capital”, dice el economista y trader **Pablo Gil**. ●

## El instrumento para invertir menos conocido

● **El inversor** que desea exponerse al oro cuenta hoy con varios instrumentos. Puede optar por la compra de oro físico, ya sea en forma de lingotes o monedas, asumiendo a menudo la responsabilidad de su almacenamiento y seguridad.

● **Los ETF** tienen mayor liquidez y facilidad de acceso y los inversores más sofisticados pueden recurrir a derivados como futuros y opciones, que permiten especular sobre el precio del oro a corto y medio plazo, aunque con un riesgo considerablemente superior.

● **Sin embargo**, las acciones de empresas mineras pueden estar en el radar a la hora de invertir aunque que es necesario entender muchas características especiales de este negocio. “Las empresas mineras están funcionando de forma excelente a nivel operativo como para seguir ignorándolas, especialmente en este contexto de mercado

tan acusado en el que muchas otras acciones son un lastre”, cree **Ned Naylor-Leyland**, gestor de inversiones, oro y plata y del fondo Jupiter Gold & Silver Fund de Jupiter AM. ● **Las empresas mineras** suelen cobrar impulso en periodos alcistas para los metales monetarios. Al tener costes bastantes fijos, la subida de los precios del oro y la plata

tiende a repercutir directamente en la rentabilidad y la generación de efectivo de las empresas mineras. “En este momento, están gastando mucho efectivo, están pagando dividendos y están infravaloradas frente a la historia atendiendo a indicadores como el precio-flujo de efectivo”, dice el experto. ✱



crescenta

# Invierte como imaginas

Una selección experta  
de fondos de Private Equity

[crescenta.com](https://crescenta.com)

La inversión en capital privado presenta riesgos, entre los que destaca la iliquidez.  
Más info en [crescenta.com/condiciones](https://crescenta.com/condiciones)





# Josep BORRELL

**EX ALTO REPRESENTANTE DE LA UE PARA ASUNTOS EXTERIORES  
Y POLÍTICA DE SEGURIDAD**

“

**Si los europeos queremos sobrevivir, además de hacer la paz, tenemos que compartir más los instrumentos del poder, que son las capacidades económicas y también las defensivas**

”

En un escenario de cambios tan profundos en el ámbito geopolítico, pocas personas pueden explicar mejor los orígenes y las consecuencias de este sorprendente proceso que Josep Borrell. Convencido de que Europa es un archipiélago de diversos sistemas fiscales y militares, cuyos valores solo podrán sobrevivir con la unidad de todos los Estados, aporta su experta y lúcida visión sobre los retos que se le plantean a Europa en los próximos años.

Por **RAFAEL RUBIO** | Fotos **ÁLEX RIVERA**.



**Por qué a los jóvenes no les atrae lo que significa y representa Europa? ¿Por qué en la mayoría de los países de la Unión la marca Europa tiene cada día menos atractivo?**

En Europa, se ha banalizado la paz y se ha convertido en algo que se percibe como el estado natural de las cosas. Ningún joven europeo teme ser enviado al frente a matar al compañero de Erasmus del curso pasado, y eso es algo muy positivo. La paz ha calado en nuestras coordenadas mentales, y no concebimos posible una guerra entre nosotros. Se trata de un éxito extraordinario e histórico, especialmente si se consideran nuestros antecedentes, y deberíamos valorarlo. Sin embargo, al banalizarla, estamos olvidando los grandes valores que nos ha aportado.

Europa ha aportado la paz, pero no se ha convertido en lo que debería ser: una potencia geopolítica. La generación de europeos que llega ahora debe decidir si quiere que Europa sea algo más que una fuerza de paz entre europeos y convertirse en actor importante para la construcción de la arquitectura mundial. En el mundo hay demanda de que asuma ese papel tan importante para el orden mundial, especialmente tras la llegada de Trump, pero desconozco si hay voluntad política para ello. En cualquier caso, Europa debería hacer un mayor esfuerzo de integración.

**En una conferencia reciente habló usted de las tres grandes dependencias de Europa: la dependencia de Rusia en la energía; la de China en el comercio y la de Estados Unidos en la seguridad.**

Añadiría una cuarta, que es la dependencia de Europa de la renovación generacional a través de la aportación de migrantes. Es un tema tan importante como tabú en la situación actual. Necesitamos personas, porque el resto del mundo nos percibe como una región envejecida, y no somos del todo conscientes de nuestro otoño —o incluso invierno— demográfico. Es un asunto difícil de abordar, porque no hablamos de moléculas de gas ni de capacidades industriales.

**A la dependencia de la energía ya le han puesto fecha de caducidad para el 2027. ¿Qué pasa con las otras dependencias?**

Ya veremos lo que pasa de aquí a 2027. De momento, nunca hemos prohibido importar gas ruso y petróleo crudo y estamos importando todavía demasiado, aunque, moralmente hablando, choca bastante con

nuestra determinación de apoyar a Ucrania. Sin embargo, también sabemos que retirar del mercado gasista internacional la producción rusa es como pegarse un tiro en el pie, y por eso lo hemos ido dejando hacer.

No hay fecha para acabar con las otras dependencias. Construir nuestra propia seguridad no se hace ni en tres ni en diez años, porque es tarea de una generación. Europa se ha desarmado lentamente, pero de forma constante porque no había ninguna guerra en el horizonte y, en todo caso, estaban *los boys*, que llegaron a tener 300.000 soldados desplegados en Europa. Hoy todavía hay 100.000 soldados de Estados Unidos

## Una privilegiada visión política y económica

— Josep Borrell (78) es de esas personas especialmente activas, a quienes algunos comprendemos bien, para los que no existe condición, edad, ni lugar que impida desarrollar una actividad que considere útil socialmente.

— Sus inquietudes le han llevado desde su pueblo natal leridano (La Pobla de Segur) a Madrid, Israel o Bruselas, asumiendo responsabilidades como secretario de Estado, ministro de varias carteras, candidato a la presidencia del Gobierno, diputado y presidente del Parlamento Europeo, comisario y vicepresidente europeo, entre otros.

— En los últimos tiempos, había asumido uno de los puestos más relevantes y difíciles de la escena internacional, la de Alto Representante de la Unión para Asuntos Exteriores y Política de Seguridad (2019-2024).

— Fuera del mundo de la política, trabajó en el departamento de ingeniería de Cepsa (hoy Moeve) y ha sido miembro del consejo de administración de Abengoa, además de presidente del Instituto Universitario Europeo

con sede en Florencia.

— Dispuesto a recuperar algo de su vida privada, lo que no le resultará fácil, se dedica en los últimos meses a recoger los reconocimientos de su vasta labor acudiendo, entre otros, al Monasterio de Yuste, donde se le entregó el Premio Europeo Carlos V. Recientemente, ha sido nombrado presidente del Barcelona Centre for International Affairs (CIDOB), un *think tank* barcelonés con alto prestigio en relaciones exteriores.

— Gracias, al privilegiado mirador que ha ocupado en la Comisión Europea, es, sin duda, una de las personas con mayores conocimientos para explicar e interpretar los cambios geopolíticos que se están produciendo en el mundo actual. Aporta su visión política, pero también la visión económica desde sus conocimientos como doctor en Ciencias Económicas y catedrático de Matemáticas Empresariales en excedencia, aunque es licenciado en Ingeniería Aeronáutica por la Universidad Politécnica de Madrid. ✨

---

desplegados en Europa en 30 bases militares. Sustituirlos nos costaría 250.000 millones de euros al año, si mañana decidieran marcharse, algo que probablemente harán porque ellos tienen otros cometidos más importantes, y en eso tiene razón Trump.

**¿Cuál es la mayor dificultad que encontraremos en el objetivo de construir una Europa de la defensa?**

La construcción de una Europa de la defensa, más allá de lo que es la OTAN -que no tiene un ejército, sino la capacidad de hacer funcionar juntos a una parte de los ejércitos de sus Estados miembros-, es un proceso que costará mucho tiempo. Solo será posible si existen incentivos suficientes en este terreno, como son las amenazas, y si, además, logramos afrontar uno de los temas pendientes de la Unión Europea: la cuestión fiscal.

Por otro lado, creo que sería un error histórico que el rearme europeo se hiciera sobre una base nacional en la que cada uno hiciera lo suyo, no que entre todos financiáramos lo de todos. Alemania dice que lo va a hacer y, además, el nuevo canciller -de una manera muy tajante- afirma que va a construir su independencia militar respecto a Washington. Que esto lo diga un cristiano demócrata alemán es un cambio copernicano, pero cuando dice eso también señala que pone sobre la mesa una cantidad muy importante de recursos y la voluntad de construir un Ejército de 300.000 hombres. Esa es su voluntad política, pero no resuelve el problema.

El rearme europeo se debe hacer de forma conjunta y coordinada, lo que no quiere decir necesariamente que se financie de forma conjunta. Significa que hay que ponerse de acuerdo para construir capacidades comunes y no debemos descartar, por lo tanto, la posibilidad de financiación conjunta. No descarto ninguna opción, pero la financiación es, en realidad, un problema instrumental. La cuestión fundamental es saber qué se quiere financiar. ¿Se desea impulsar una línea Maginot en el norte, como plantean los países bálticos? ¿Se pretende desarrollar un escudo antimisiles que cubra desde Kaliningrado hasta Atenas, como proponen los Estados de esa zona? ¿Queremos financiar la protección del sur, es decir, del Mediterráneo, que es lo que desea España?

→→→



“  
**Construir nuestra propia seguridad en Europa es tarea de una generación. Solo se logrará si nos vemos amenazados y afrontamos con éxito el tema fiscal en la UE.**  
”

→→→ **¿La actitud respecto a Europa de la nueva administración estadounidense va a cambiar nuestra relación con los dos grandes bloques, también con China?**

Estamos viviendo ahora lo que podríamos llamar el fin de la ilusión americana. Ahora, Estados Unidos se coloca en la posición de menosprecio a Europa, lanzándonos serias advertencias sobre nuestra seguridad. Nos lo dice en la forma de expresarse de Trump, y antes nos lo dijo Obama de forma más educada y cortés, pero nos dijo lo mismo: "Oiga, Estados Unidos tiene un frente abierto en el Pacífico y ustedes tienen que hacerse cargo de su seguridad".

Respecto a que eso justifique un mayor acercamiento a la otra gran potencia, China, tengo que recordar que, en la anterior legislatura, el discurso en Bruselas no era precisamente de acercamiento. Seguimos la posición del presidente Biden, participada también por los republicanos, en el objetivo de ponerle frenos al desarrollo tecnológico en China.

Sin embargo, ahora resulta que el riesgo lo tenemos con respecto a Estados Unidos ya que nuestras dependencias, entre ellas la digital, representan vulnerabilidades tan grandes o mayores que las que teníamos con China. Entiendo que haya un cierto nivel de desconcierto. En cualquier caso, la relación con China la hará cada país miembro y no creo que todos estén en la misma longitud de onda. No creo que sea fácil construir una actitud política común de Europa hacia China porque, como en casi todas las dimensiones de la política exterior, hay puntos de vista e intereses diferentes.

Hasta ahora la consigna pronunciada por la Comisión Europea en la dimensión económica-comercial, que es



“  
**La financiación de la defensa europea es solo un problema instrumental. Lo importante es ponerse de acuerdo en lo que se quiere financiar.**  
 ”

la de su competitividad, se resumía en la palabra *risking*. Pero no creo que siga siendo la palabra clave.

**¿Cree que el euro está infrutilizado como moneda internacional y que precisamente ahora, por los problemas que está teniendo el dólar, sería una ocasión para reivindicarse como referencia?**

Los Estados Unidos habían conseguido hacer el sueño de los alquimistas medievales, que es convertir algo en oro. Han convertido trozos de papel en oro y ni siquiera un trozo de papel, porque las monedas son digitales. Pero consiguieron que todo el mundo comprara los dólares americanos y, a base de emitir papel, lograban dinero para financiarse. Gracias a la confianza que despertaba el dólar todo el mundo financiaba los déficits americanos y la inversión de sus empresas. Uno de nuestros problemas precisamente es que les financiábamos con

300.000 millones de dólares al año de nuestro ahorro.

El estado americano ha acumulado una deuda enorme. Esta situación se puede mantener mientras dure la confianza y, probablemente, en este momento esta se tambalea y se reclama, espera o desea, un orden mundial multdivisa. El euro puede jugar en ese escenario un papel, no de divisa alternativa en el sentido de desbancar al dólar, pero sí tener un mayor protagonismo. Sin embargo, para eso haría falta que el Banco Central Europeo estuviera dispuesto a jugar el mismo papel que la Reserva Federal. Es decir, ser el prestamista en última instancia en situaciones de crisis, lo que va en contra de su Estatuto. Además, debería contar con un activo europeo en cantidad suficiente para poder sustituir a la deuda pública americana. Los bonos europeos deberían tener el

mismo carácter de reserva de valor que hoy se atribuye al bono americano. De momento, tampoco parece que hay una voluntad muy grande de emitir deuda pública europea en tal cantidad. Lo hemos hecho con respecto a la pandemia y, por cierto, en breve tendremos que pagar 30.000 millones al año de amortizaciones e intereses, que no estaban previstos y que se pueden llevar un 15% del presupuesto europeo. La próxima vez que emitamos deuda pública tendremos que pensar cómo se va a amortizar y eso quiere decir abrir la puerta a capacidades fiscales europeas que enlaza con las dos grandes carencias de nuestra construcción: la militar y la fiscal.

#### ¿Qué le parece el Informe Draghi?

Está bien, pero sugiere invertir 800.000 millones al año sin decir cómo se financian.

#### ¿Nos falta liderazgo en Europa?

Es una pregunta demasiado genérica. Es verdad que en algunos momentos ha habido un mayor impulso a la integración económica con líderes europeos que han creído en ella. Ese liderazgo ha venido de Alemania fundamentalmente y España también ha contribuido a la integración europea, mucho más de lo que le correspondía por su peso económico relativo.

Probablemente, el motor franco/alemán no ha estado muy afinado en los últimos años tras la marcha de

“  
**Estamos viviendo el fin de la ilusión americana. Pero no creo que sea fácil construir una nueva actitud política de Europa respecto a China.**  
”

Merkel. El liderazgo tiene que salir de los líderes y los líderes son nacionales.

**¿Por qué es tan difícil que la Unión Europea afronte los problemas que están planteando aquellos países que incumplen los principios básicos de la UE? ¿No es esto una rémora para lograr los difíciles objetivos que se están planteando?**

Ya son una rémora, porque han sido incapaces de hacer un pacto migratorio durante años, y cuando, por fin, se llegó a un acuerdo de mínimos, todo el mundo reconoce que no es suficiente. Tal vez, en estos tiempos, resulta imposible avanzar de común acuerdo, porque las posiciones son distintas y reflejan valores diferentes. Yo digo que Europa necesita incorporar sangre nueva proveniente de la migración, y esa no es una idea compartida por todos. A mí me parece una evidencia, pero hay otros que prefieren envejecer antes que mezclarse.

Y lo mismo digo con respecto a la relación con Rusia o a la respuesta que deberíamos dar a la intervención estadounidense en la reunión de Múnich. Seguimos siendo un archipiélago con muy diversas realidades y la experiencia me dice que, mientras sigamos trabajando con la necesidad de la unanimidad y todos tengamos que estar de acuerdo en todo, al final estaremos todos de acuerdo en nada. No es posible construir una Europa con la premisa de la unanimidad. Y para abandonar la unanimidad hace falta unanimidad. Esa es la pequeña paradoja. →→→

## Una Europa construida sin planos

— Josep Borrell ha dedicado una década de su vida política a la Unión Europea desde su puesto de diputado, presidente del Parlamento Europeo, vicepresidente de la Comisión y Alto Representante de la Unión para Asuntos Exteriores y Política de Seguridad. ¿Con qué sentimiento cierra esta importante etapa vital, que le ha hecho vivir

momentos de gran tensión en Moscú, Tel Aviv e incluso en Bruselas por defender los principios de una Unión Europea pacata y fragmentada? ¿Ha sido una experiencia positiva o frustrante?

— Reconoce que, tal vez, se encuentre entre los insatisfechos por naturaleza. En cualquier caso, no le parece bien acabada la

obra en la que se ha empeñado. Concibe a la Unión Europea como un edificio en construcción que se ha realizado sin planos y añadiendo vecinos o pisos sin tener una idea de conjunto.

— Es verdad que la Unión Europea surgió de la voluntad de construir la paz entre viejos enemigos y ello ha sido, sin duda, un éxito

histórico. Pero no es suficiente, en su opinión.

— Considera que, en esta Europa inacabada, apenas hemos abordado dos cuestiones básicas: la unión entre estados en lo militar y en lo fiscal, en cuyos ámbitos nos presentamos como un archipiélago con sistemas bien diferentes en cada uno de los estados. \*



Josep Borrell durante la entrevista con Rafael Rubio celebrada en el Ateneo de Madrid.

→→→ **¿Dentro de la Comisión Europea se acepta un cierto abuso de las regulaciones como principal freno a la competitividad?**

La Unión Europea es una potencia regulatoria. Ahora está de moda decir que nos hemos pasado de frenada. De hecho, se está asumiendo con entusiasmo la tarea de desregular.

En el último Consejo Europeo al que asistí, el grito de todos los jefes de Estado y de Gobierno era desregular: disminuir las obligaciones a las empresas, menos obligaciones de información y de *reporting*... Se trataba de desandar lo andado. Sin embargo, todo lo que se quería suprimir no había caído del cielo: lo habíamos decidido nosotros. Y los mismos que se quejaban de las regulaciones eran los que las habían aprobado.

Francamente, ignoro si ha habido un exceso. Es verdad, por ejemplo, que, si el 90% de las empresas importadoras de carbono solo importan el 5% del carbono, pues debemos concentrarnos en las empresas fundamentales y es posible que eso pase en otros sectores. Y también es posible que haya, de cuando en cuando, modas que aparecen y todo el mundo se suma al coro. Hagámoslo, pero cuidado con los movimientos de balancín. Hay que buscar un punto de equilibrio.

“  
**El euro en la situación actual no puede sustituir al dólar como referencia monetaria, pero sí tener un mayor protagonismo.**  
 ”

**¿Es optimista respecto a la supervivencia de la cultura europea?**

Lo que representa la civilización europea, si quiere sobrevivir, debe contar con la fuerza que solo se puede conseguir estando juntos. Por separado, somos demasiado pequeños: incluso todos juntos, solo llegamos al 5 o 6% de la población mundial.

Estamos demasiado fragmentados en un mundo de gigantes. Y hasta ahora los gigantes eran pobres, pero ahora no lo son. Antes no controlaban los instrumentos de desarrollo tecnológico, pero ahora están en la punta de él. Antes les dominábamos militarmente, pero ahora ellos tienen muchas más capacidades militares que nosotros.

Hemos ido perdiendo peso demográfico, económico y tecnológico. Si los europeos quieren sobrevivir como tales tendrán que hacer un esfuerzo por superar sus diferencias. Ya hemos superado nuestros antagonismos asesinos, pero no es suficiente. Además de hacer la paz entre nosotros, tenemos que compartir más los instrumentos del poder, que son las capacidades económicas y también las defensivas. ●



# Renta variable europea

**Europa vuelve a escena.**

**El paradigma *quality investing* gana terreno.**

**Salud, una alternativa atractiva para el inversor.**

**Estrategias resilientes para mercados volátiles.**

**Una oportunidad histórica.**

**Fondos recomendados.**



### Dos formas de entender la vida.

China eximió de aranceles, sin comunicárselo a nadie, a una cuarta parte de los productos estadounidenses porque los necesitaba para que la producción de sus empresas no se viera afectada a partir del 2 de abril. Donald Trump convocó una rueda de prensa en la Casa Blanca, el "día de la liberación", para anunciar la imposición de aranceles a diestro y siniestro, incluso a los macacos de cola blanca, procedentes de Isla Mauricio, que son utilizados por las empresas farmacéuticas para sus experimentos de vacunas que luego venden con éxito a todo el mundo. Más de 180 empresas de Estados Unidos han presentado 1.800 solicitudes a Trump para que retire los aranceles a la maquinaria china que necesitan para producir.



**Negocio opaco.** Se habla muy poco de ello y es necesario conocerlo. La mayor parte de la actividad que se desarrolla en el mercado de valores públicos más grande y líquido del mundo, la Bolsa de Nueva York, ya no es pública. El 51,8% de todas las operaciones en acciones estadounidenses el pasado mes de enero se produjeron fuera de la bolsa y tuvo lugar en las principales empresas o en plataformas alternativas conocidas como *dark pools*.



**Biotecnología china.** La buena noticia del trimestre de esta sección procede de China y hace referencia al importante acuerdo alcanzado por los laboratorios Pfizer por los derechos para el desarrollo y comercialización de un medicamento para múltiples tipos de tumores que desarrolla 3SBio en Shenyang. Tal acuerdo viene a mostrar el creciente entusiasmo que las compañías multinacionales del sector de medicamentos muestran en los últimos tiempos por la innovación biotecnológica china.



**CONSIDERAR QUE UNA DEMOCRACIA PUEDE SER DIRIGIDA DE LA MISMA FORMA QUE UNA COMPAÑÍA, EN LA QUE UN EMPRENDEDOR PUEDE CONTROLAR TODO A SU CAPRICHIO, ES UN GRAVE ERROR. Y MUSK YA LO SABE.**

## Las decisiones políticas guían al mercado

*"Semana marcada nuevamente por la impredecible política de Donald Trump".*

**L**as notificaciones que regularmente recibo de los gestores de una de mis carteras se han repetido desde el pasado 2 de abril. La novedad es que unas semanas lo impredecible venía de la política comercial del presidente de Estados Unidos; otras, de su urgencia por sustituir a **Jerome Powell**; o, simplemente, de sus confusos mensajes sobre el fin del conflicto en Ucrania y su relación con Rusia. Es comprensible que en estas circunstancias buena parte de las empresas cotizadas en el S&P 500 no se atrevieran a modificar sus expectativas sobre el desarrollo de su negocio durante el actual ejercicio. Pese a la mejora de los mercados a medida que se ha ido reduciendo la tensión arancelaria, la palabra más utilizada sigue siendo la de INCERTIDUMBRE y lo seguirá siendo mientras las decisiones políticas confusas guíen al mercado.

No existe ninguna métrica capaz de reflejar el estado de ánimo de una persona a lo largo de un período y vincularlo con los posibles resultados del PIB de un país, la evolución de un sector o los beneficios de una compañía. Cuando la demanda de los productos depende del posicionamiento político y de las declaraciones del presidente o del CEO de la empresa que los produce, solo puede suceder lo que le ha ocurrido a Tesla. No hay forma de saber cuál habría sido la evolución del gran fabricante estadounidense de coches eléctricos durante el primer trimestre de 2025 si **Elon Musk** no hubiera asumido un papel tan protagonista en la política, dedicándose frenéticamente a cerrar agencias públicas con el objetivo de reducir el gasto del Estado.

El triunfo de **Donald Trump** y su llegada a la Casa Blanca parecen haber confundido a muchos empresarios, comenzando por él mismo. Considerar que una democracia puede ser dirigida de la misma forma que una compañía, en la que un emprendedor controla a su capricho todos los resortes del negocio, es un grave error. Y los mercados, repetidamente, se lo han hecho saber. ●

# Buscas esa joya de la inversión.

Nosotros exploramos las profundidades para encontrarla.



Suscríbese a nuestra newsletter en [ubp.com](https://ubp.com)



UNION BANCAIRE PRIVÉE

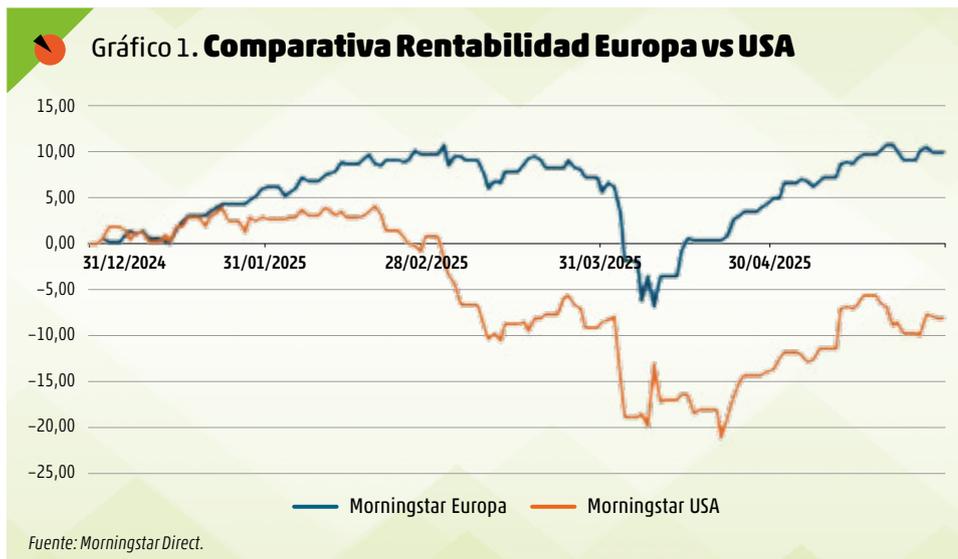
# El despertar de la renta variable europea

Llegan flujos de inversores a los mercados europeos procedentes de todo el planeta, especialmente de Estados Unidos. Algunos analistas se atreven incluso a calcular que, al final de este ejercicio, las bolsas europeas podrían superar en un 25% a las norteamericanas. La euforia es siempre mala consejera y llama a un pausado análisis de lo que está sucediendo. Por **Fernando Luque**.\*

\*Editor de **Morningstar España**.



**T**ras años de ir a rebufo del mercado estadounidense, las bolsas europeas han despertado de su letargo en este año 2025. ¡Y de qué manera! En los cinco primeros meses del año, el índice Morningstar Europe ha subido un 9,9% en euros, frente a una pérdida del 8,0%, también en euros, para el índice Morningstar US. Nunca en la historia reciente habíamos tenido una diferencia tan importante entre ambos mercados a favor del Viejo Continente.



Aunque los escépticos podrían tachar las recientes ganancias de las acciones europeas de poco más que un reequilibrio de las carteras de los inversores hacia las zonas más baratas del mercado, cada vez más inversores mundiales creen que la renta variable europea ofrece oportunidades (ver gráfico 1).

### MÁS ALLÁ DE LA GUERRA COMERCIAL

Achacar la diferencia de rentabilidad entre el mercado europeo y el estadounidense a la guerra comercial puede que no sea del todo correcto. Incluso antes de que el presidente de Estados Unidos, Donald Trump, sumiera a los mercados bursátiles mundiales en una montaña rusa con sus anuncios de aranceles, las acciones estadounidenses ya registraban una rentabilidad muy inferior a la de la renta variable europea, invirtiendo así una tendencia de varios años.

### ACHACAR LA DIFERENCIA DE RENTABILIDAD ENTRE EL MERCADO EUROPEO Y EL MERCADO AMERICANO A LA GUERRA COMERCIAL PUEDE QUE NO SEA DEL TODO CORRECTO.

En primer lugar, hay que reconocer que los beneficios empresariales europeos están acompañando la subida bursátil. En general, las perspectivas sobre la salud empresarial en Europa han mejorado. Según datos de la Bolsa de Londres, se espera que las empresas europeas del Stoxx 600 registren una subida media del 2,3% en los beneficios del primer trimestre, superando las expectativas.

**Raheel Siddiqui**, analista principal de renta variable mundial de Neuberger Berman, prevé incluso que el crecimiento anualizado de los beneficios en Europa supere al de Estados Unidos por primera vez en más de una década. "Las políticas expansivas, incluido el gasto en infraestructuras y unas condiciones monetarias favorables, la renovada atención al crecimiento industrial y unos balances empresariales más sólidos deberían respaldar el



\*\*\* optimismo de los inversores sobre las perspectivas de Europa a medio plazo. Si estos factores se mantienen, Europa podría seguir reduciendo la brecha de rendimiento, en lugar de limitarse a disfrutar de un repunte momentáneo”, afirma.

Según **Michele Morganti**, estratega sénior de renta variable de Generali Asset Management, “el excepcionalismo estadounidense parece estar tocando techo”, mientras que “la política monetaria y fiscal parece cada vez más favorable para la Unión Europea”.

Se espera, en efecto, que el gasto europeo en defensa aumente en los próximos años: la Comisión Europea prevé que la inversión en defensa podría alcanzar los 800.000 millones de euros en los próximos cuatro años. Y con Alemania presentando un estímulo fiscal por valor de 500.000 millones de euros en los próximos doce años, esto podría amplificar aún más la rentabilidad empresarial, modernizando industrias clave y estimulando la innovación.

Pero no todas las estrategias coinciden. **Robert Griffiths**, estratega de renta variable mundial de L&G, se muestra más cauto. “Seríamos un poco escépticos ante el entusiasmo que ha despertado Europa este año”, afirma. En su opinión, “una combinación de fortaleza del euro y cierta debilidad en los mercados finales ha hecho que las expectativas de beneficios en Europa se hayan reducido este año, a pesar del aumento del optimismo. No debemos olvidar que el rendimiento superior de EE. UU. se ha visto realmente

respaldado durante la última década por la obtención de beneficios. Europa se encuentra ahora en la inusual situación de tener que cumplir unas expectativas que, por una vez, no están por los suelos”. Griffiths afirma que mucho depende del nuevo gobierno alemán: “Cualquier señal de desunión en la coalición gobernante podría ser particularmente problemática para el entusiasmo que se ha creado en torno a los activos europeos”.

### LOS ARANCELES PODRÍAN PERJUDICAR MÁS A EE. UU.

Sin embargo, la reacción a los aranceles ha sido hasta ahora mucho más dura en Estados Unidos que en Europa, con un retroceso de la economía estadounidense en el primer trimestre del año. Además, el riesgo de que aumente la inflación como consecuencia de los aranceles ha impedido a la Reserva Federal recortar los tipos de interés. Esto contrasta

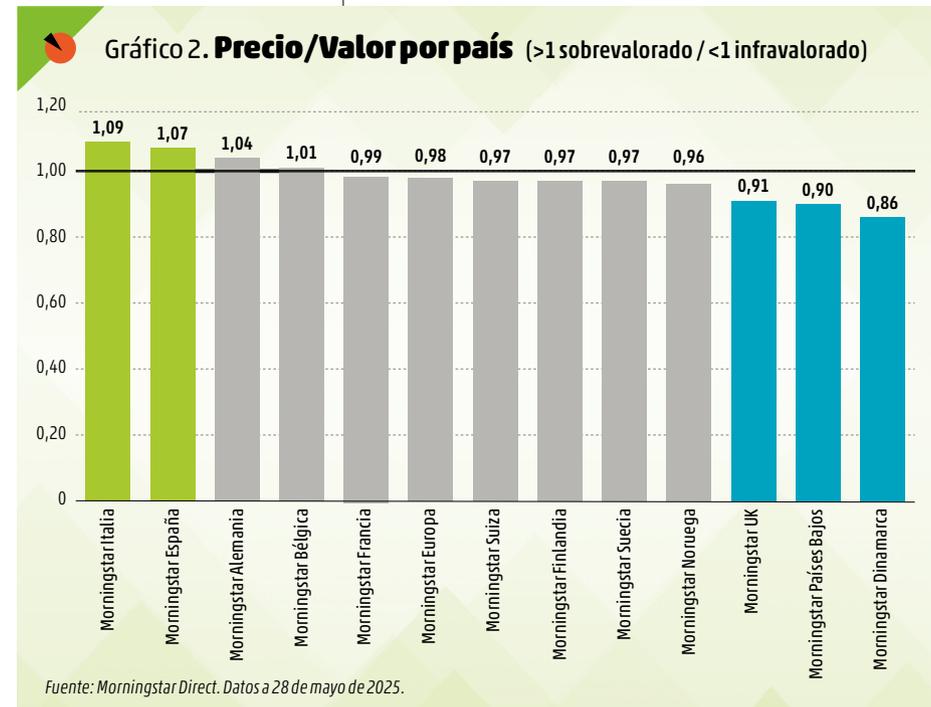
### EUROPA, QUE ACORTA SU BRECHA DE CRECIMIENTO RESPECTO A EE. UU, PUEDE PRODUCIR GANANCIAS SIGNIFICATIVAS PARA LOS INVERSORES SI PERSISTEN LAS REFORMAS.

fuertemente con la eurozona, donde los tipos ya se han recortado tres veces en lo que va de año.

Los flujos hacia los mercados de renta variable también han reflejado el cambio de sentimiento, con un aumento de las entradas en fondos globales que excluyen acciones estadounidenses. Esto se debe en parte a las valoraciones, ya que, según nuestras estimaciones, el mercado de renta variable de EE. UU. se aproxima a su valor razonable. Pero también refleja un cambio en las preferencias de inversión. Muchos grandes inversores han expresado la opinión de que el riesgo político es ahora elevado en Estados Unidos y que, simplemente, tiene sentido diversificar añadiendo exposición a otras regiones.

### VALORACIONES ATRACTIVAS

“Sobre la base del CAPE (relación precio/beneficios ajustados al ciclo), el S&P 500



## Diferencias de valoración



→ Según la valoración de Morningstar, el índice Morningstar Europe cotizaba a un precio/valor razonable de 0,98 a finales del mes de mayo. Cabe señalar que un precio/valor razonable inferior a 1 significa que el activo está infravalorado, mientras que un precio/valor razonable superior a 1 indica que el activo está sobrevalorado. Por lo tanto, el mercado europeo en su conjunto, teniendo en cuenta la capitalización bursátil de cada empresa, está infravalorado en un pequeño 2%.

→ Sin embargo, si analizamos las valoraciones por países, encontramos diferencias significativas, como se muestra en el gráfico siguiente. Italia y España son los mercados europeos más sobrevalorados en los niveles actuales. La explicación radica en el hecho de que el sector financiero desempeña un papel importante en ambos mercados: el 45,4% en Italia y el 38,1% en España. El sector financiero es el sector europeo que más ha subido en los primeros cinco meses del año, con una ganancia del 23,1%.

→ Los bancos más grandes de estos dos países han subido aún más: UniCredit ha logrado una rentabilidad del 50,4% y Banco Santander del 59,9%. En el otro extremo del espectro, encontramos a los Países Bajos y Dinamarca, con infravaloraciones del 10% y el 14%, respectivamente. Ambos mercados tienen en común que sus bolsas dependen en gran medida de una sola acción, y esa acción no ha tenido un buen rendimiento en lo que va de año.

→ En el caso de los Países Bajos, se trata de la empresa de semiconductores ASML Holding, que representa más del 30% de Morningstar Países Bajos y ha perdido un 2,1% en euros en lo que va de año. En el caso de Dinamarca, se trata de Novo Nordisk, con un 46% de Morningstar Dinamarca, que ha caído un 26,1% en coronas danesas durante el mismo periodo. •



cotiza con una prima del 30% respecto a su media histórica, mientras que Europa lo hace con una prima más limitada del 10%", afirma Michele Morganti. La mayor exposición industrial de Europa influye significativamente en el rendimiento de su renta variable, haciéndola especialmente sensible a la demanda mundial de bienes.

"La fortaleza de los volúmenes comerciales puede, por tanto, impulsar las valoraciones europeas y situar a la región en una posición ventajosa si el comercio internacional sigue gozando de buena salud", afirma Raheel Siddiqui.

### LAS RECOMPRAS ALIMENTAN EL RALLY EUROPEO

Una de las principales diferencias entre los mercados de renta variable europeo y estadounidense es que las acciones de EE. UU. se han beneficiado históricamente de amplias recompras que impulsaron los beneficios por acción, así como la confianza de los inversores, respaldadas por la percepción de que el capital mundial no tenía adónde ir. Por otra parte, las empresas europeas han preferido tradicionalmente los dividendos a las recompras de acciones como forma de devolver efectivo a los accionistas.

Esto podría cambiar. En abril, las empresas del índice Stoxx Europe 600 recompraron acciones por valor de 17.000 millones de euros, alcanzando un récord histórico, lo que podría considerarse una señal de la creciente confianza de los inversores, que está

contribuyendo a la subida de las acciones.

¿Continuará esta tendencia, y será suficiente para que las acciones europeas sustituyan a sus homólogas estadounidenses como imprescindibles en las carteras de los inversores?

El repunte del mercado estadounidense durante la última década ha estado impulsado por varios factores. El desarrollo y crecimiento de los Siete Magníficos desempeñó un papel importante y, más recientemente, la Ley de Reducción de la Inflación tuvo un gran impacto. Las recientes medidas de la Administración estadounidense han contribuido a convencer a los inversores de que no pueden poner todos los huevos en la cesta de EE. UU., lo que es un buen augurio para Europa. Aunque el crecimiento europeo sigue siendo inferior al de EE. UU., la brecha se está cerrando, y Europa todavía tiene "mucho pólvora".

Dicho esto, Raheel Siddiqui, afirma que la capacidad de Europa para reproducir la rentabilidad de EE. UU. sigue siendo incierta: "Persisten las preocupaciones estructurales en torno a las lagunas de innovación y los complejos marcos reguladores. Pero con la mejora de las condiciones crediticias y el nuevo gasto en infraestructuras, somos optimistas en cuanto a que Europa puede producir ganancias significativas para los inversores si persisten las reformas. Superar las ineficiencias arraigadas sigue siendo fundamental para las perspectivas de convergencia a largo plazo". ●

INVERTIR CON CALIDAD EN EUROPA

# Más allá del *value* tradicional



El paradigma *quality investing* gana terreno en Europa frente al enfoque *value*. Este artículo explora cómo identificar empresas sólidas, rentables y resilientes, capaces de generar valor sostenible en un mercado cada vez más eficiente y exigente. Por **Antonio Manzano**.\*

\*Responsable de Renta Variable de **Santalucía AM**.

**D**urante décadas, la narrativa dominante sobre la renta variable

Europea ha estado condicionada por el paradigma *value*: comprar compañías maduras, intensivas en activos tangibles y con múltiplos bajos, aprovechando la divergencia entre precio y valor contable.

Ese enfoque ha sido muy útil para generaciones de inversores que han aprovechado asimetrías de información arraigadas en la ineficiencia de unos mercados financieros menos desarrollados y las han explotado invirtiendo a precios baratos esperando a que un catalizador acercase el precio de cotización al valor intrínseco calculado. Sin embargo, el auge de internet como el mayor difusor de información de la historia ha incrementado la dificultad de encontrar compañías cotizadas con un desajuste real e injustificado de valoración.

Hoy, el *quality investing* – centrarse en negocios con un retorno sobre el capital sistemáticamente superior al coste, crecimiento, balances sólidos y ventajas competitivas duraderas – emerge como una respuesta natural a la mayor eficiencia de los mercados financieros. Este artículo pretende desmontar la idea de que nuestro mercado es inhóspito para la calidad y mostrar, con datos y ejemplos, cómo se pueden construir carteras europeas sólidas, resilientes y rentables a largo plazo.

## El rol del retorno sobre el capital en el crecimiento



→ Consideremos dos compañías diferentes, la compañía ABC y la compañía XYZ. Ambas tienen un beneficio neto de €100. Ambas desean crecer al 6% el año que viene. Pero el crecimiento no viene solo y, por lo tanto, deben invertir para seguir expandiendo su negocio. ¿Cuánto capital tienen que invertir cada una de ellas para alcanzar ese crecimiento del 6%?

→ La respuesta está vinculada al retorno que obtiene cada compañía al invertir en su propio negocio: cuánto beneficio adicional genera la inversión de un euro en el negocio.

→ Supongamos que la compañía ABC obtiene un retorno sobre el capital empleado del 20%. Por cada €100 que invierte en el negocio, obtiene €20 adicionales de beneficio. En este ejemplo, la compañía tiene que invertir el 30% del beneficio neto para obtener un 6% de crecimiento (30% x 20%).

→ Sin embargo, la compañía XYZ cubre a duras penas su coste de capital y alcanza un retorno sobre el capital empleado del 10%. Para seguir manteniendo su cuota de mercado frente a ABC, necesita invertir el 60% del beneficio neto generado.

→ La ventaja que tienen los accionistas de ABC frente a los de XYZ es clara, ya que, tras invertir para crecer, sigue quedando un 70% para pagar la deuda (si la hubiera), dividendos, recomprar acciones o reinvertir en el negocio a una tasa superior para crecer más rápido que sus competidores.

→ Las compañías de calidad que disfrutan de *moats* suficientemente amplios mantienen los retornos sobre el capital elevado y disfrutan de crecimientos mucho más duraderos de lo que estima el consenso de mercado. •

### QUÉ ENTENDEMOS POR UNA EMPRESA DE CALIDAD

En nuestra filosofía, una compañía "quality" se reconoce, ante todo, por la forma en la que convierte cada euro de capital en valor sostenible para el accionista. Esa conversión descansa sobre siete pilares que

evaluamos de manera cuantitativa y cualitativa:

- Rentabilidad sobre el capital empleado (ROCE / ROIC) claramente muy por encima del coste de capital y consistente en el tiempo –no como reflejo de un ciclo puntual, sino de una ventaja estructural.

- Márgenes muy superiores a la media sectorial y estables, muestra de un poder de fijación de precios y de una base de costes controlada.

- Conversión elevada de beneficio en caja, lo que reduce la dependencia de financiación externa, asegura flexibilidad estratégica y facilita el crecimiento.

- Balance sano, con apalancamiento de inexistente a muy moderado y liquidez suficiente para afrontar entornos adversos sin diluir al accionista.

- Crecimiento alto y predecible, fundamentado en la reinversión disciplinada y no en grandes operaciones

### EL ENFOQUE QUALITY FACILITA UNA CONVERSACIÓN BASADA EN LA LÓGICA EMPRESARIAL Y NO EN LA COTIZACIÓN DIARIA.

de *M&A*, pero apoyado por tendencias estructurales de largo plazo como el envejecimiento poblacional o la digitalización.

- Posicionamiento verdaderamente global, sin dependencia de una sola geografía.

- Ventaja competitiva sostenible; basada en escala e intangibles (marca, patentes, costes de sustitución, efecto red) prácticamente imposible de replicar.

Para un inversor de largo plazo, cuando estos atributos convergen, el múltiplo al que la empresa cotiza pierde relevancia: lo que importa es cuánto capital necesita \*\*\*

\*\*\* realmente para seguir creciendo y qué retorno obtiene de él. Como decía **Charlie Munger**, el retorno que un accionista puede esperar no se puede alejar mucho del retorno que obtiene la propia compañía.

### DÓNDE FLORECE LA CALIDAD EN EL VIEJO CONTINENTE

Contrariamente al tópico de que Europa es territorio de bancos y *utilities*, el *screening* por criterios de calidad revela una concentración clara en tres grandes bloques que representan cerca de dos tercios de nuestro universo invertible:

■ **Consumo estable y premium.** Marcas centenarias que dominan nichos globales gracias a su herencia cultural y a décadas de inversión en I+D y marketing. L'Oréal, Nestlé o Hermès facturan en todo el mundo, redefinen tendencias y mantienen márgenes que duplican los de sus respectivos sectores.

■ **Salud en todas sus vertientes.** Desde las grandes farmacéuticas hasta los líderes en tecnología médica y diagnóstico, el sector se beneficia del envejecimiento poblacional y de las altísimas barreras de entrada. Novo Nordisk o Coloplast ilustran la combinación de innovación, recurrencia y ventaja competitiva que tan bien encaja con la inversión en calidad.

■ **Industria especializada de nicho.** Empresas como Kone, Safran o Atlas Copco dominan oligopolios globales gracias a patentes,

servicio al cliente y conocimiento acumulado. Con bajos requerimientos de capital y contratos recurrentes, convierten la volatilidad industrial en una curva de beneficios lisa y ascendente.

■ **Equipamiento para la producción de semiconductores.** Pese a que se suele vincular a Europa con el estancamiento tecnológico, en el viejo continente cotizan empresas que son absolutamente críticas para el proceso más importante de la economía: la producción de chips. Las compañías hermanas ASML y ASM International son el mejor ejemplo.

### RETOS Y OPORTUNIDADES DEL ENFOQUE QUALITY EN EUROPA

El primer obstáculo es cultural. Los índices y los flujos históricos han privilegiado el *value*: cuando el principal filtro es el PER, las compañías de retornos sobresalientes quedan fuera del radar por considerarse "caras". El mercado peca de miopía. El múltiplo ópticamente elevado al que cotizan las compañías de calidad no recoge la longevidad de su crecimiento.

Un múltiplo es la foto de una expectativa, no de una realidad. Pagar 30 veces beneficios por un negocio que obtiene un ROIC del 40% y reinvierte la mitad de lo que genera es más sensato que comprar a 10 veces otra empresa con ROIC del 6%. La primera compañía crecerá mucho más y durante mucho más tiempo.

Europa también presenta un menor dinamismo

## Tesis de inversión a largo plazo: el ejemplo L'Oréal

 → **Fundada en 1909, L'Oréal es mucho más que la mayor compañía de cosmética del mundo; es el ejemplo perfecto de como el *quality investing* puede cristalizar en rentabilidades compuestas superiores durante décadas. Su caso ilustra tres principios clave para cualquier cartera orientada al largo plazo.**

**1 Ventaja competitiva basada en intangibles:** La combinación de marcas icónicas –Lancôme, Garnier, Kérastase–, presencia global en 150 países y una inversión obsesiva en I+D otorga a L'Oréal una ventaja competitiva que depende

menos de su gran escala industrial y más de la relación emocional con el consumidor y de la innovación continua. L'Oréal convierte esa ventaja en márgenes que doblan la media del sector.

**2 Disciplina financiera y baja rotación de capital.** El grupo reinvierte apenas una fracción de su flujo de caja para sostener un crecimiento orgánico del 7% anual y destina el resto a los accionistas vía dividendo y recompra de acciones. Con un ROIC superior al 20% y deuda neta prácticamente nula, cada euro retenido genera valor adicional para el accionista.

### EL QUALITY INVESTING EMERGE COMO UNA RESPUESTA NATURAL A LA MAYOR EFICIENCIA DE LOS MERCADOS FINANCIEROS.

empresarial que EE. UU. El universo de inversión *quality* está más poblado por compañías maduras: con crecimientos más bajos, menos atractivos, pero también más predecibles, lo cual las convierte en ideales para inversores pacientes.

Una compañía de calidad, con un negocio verdaderamente global, da igual dónde cotice. La clave para el inversor de largo plazo es que las compañías de calidad consiguen batir las expectativas del consenso de analistas de manera consistente, porque mantienen el crecimiento que se estimaba que iba a ralentizarse.

### 3 Resiliencia demostrada en crisis.

En 2020, con el cierre de las tiendas físicas, L'Oréal aprovechó años de inversión digital en su canal online, que pasó del 16% al 27% de las ventas en solo doce meses. El beneficio operativo cayó y recuperó rápidamente su senda habitual, alcanzando nuevos máximos históricos en 2021, y validando la fortaleza del modelo.

#### LO QUE LE DEMUESTRA AL INVERSOR:

El tiempo es nuestro mejor aliado. El interés compuesto funciona mejor cuando el negocio reinvierte a retornos altos y el inversor mantiene baja rotación; la acción de L'Oréal ha multiplicado por 15 su precio en veinte años, sin cambios

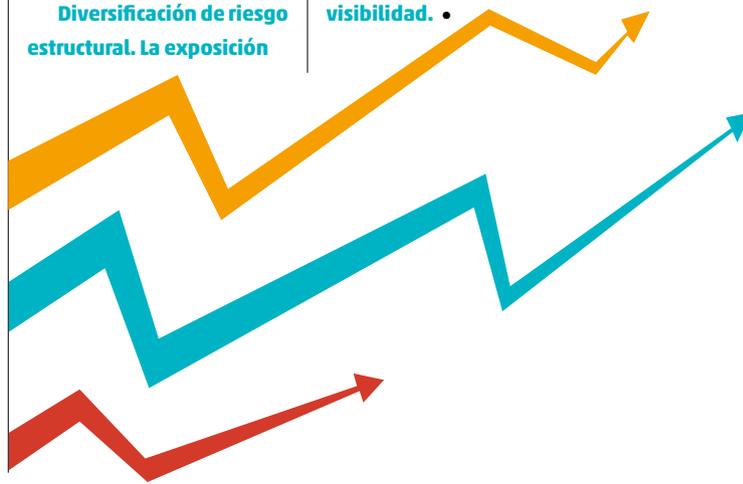
substanciales en el modelo de negocio y con apenas dos CEO en el periodo.

El múltiplo no es tan relevante. Aunque L'Oréal suele cotizar entre 25-35x beneficios, su conversión de caja y su capacidad de crecer de forma rentable justifican la prima: pagar hoy por la certeza de márgenes futuros es más sensato que perseguir valoraciones bajas sin calidad detrás.

Diversificación de riesgo estructural. La exposición

global y la amplitud de la cartera de marcas mitigan impactos locales y ciclos económicos, ofreciendo un perfil de retorno atractivo y perfectamente compatible con los objetivos de un inversor de largo plazo

En síntesis, L'Oréal demuestra que en Europa la calidad no solo existe: es el motor silencioso y fiable que permite al inversor alcanzar sus objetivos con menos sustos y mayor visibilidad.



que le contamos sobre su cartera. El enfoque *quality* facilita una conversación basada en la lógica empresarial y no en la cotización diaria. Al explicar la relación entre altos retornos, crecimiento moderado y balance prudente, el asesor ofrece al cliente un ancla racional para soportar episodios de volatilidad.

Incorporar fondos *quality* a carteras diversificadas o de perfil conservador puede elevar la rentabilidad esperada sin comprometer la exposición al riesgo, porque el mayor ROIC actúa como colchón ante los *shocks*.

Además, la visibilidad de beneficios simplifica la planificación financiera: los flujos de caja predecibles alimentan la confianza del inversor y permiten calibrar distribuciones futuras, un elemento que es crítico en objetivos como la jubilación.

Europa no es solo cuna de compañías maduras con valores contables atractivos; es también un vivero de negocios que han perfeccionado la fórmula de convertir capital en valor sostenible. El *quality investing* ofrece al profesional una alternativa con un marco analítico riguroso para identificar estos activos y beneficiarse de su resiliencia en el largo plazo. Al trascender la obsesión por el múltiplo y centrarse en la economía interna del negocio, el inversor accede a rentabilidades compuestas que, con el tiempo, superan con creces las supuestas rebajas del *value*. ●

#### LECCIONES DE LA PANDEMIA

Los años 2020 y 2021 mostraron todas las ventajas de la inversión *quality*. Mientras la economía global cerraba persianas, las compañías verdaderamente sólidas hicieron gala de tres virtudes diferenciales: flexibilidad operativa, fortaleza de balance y cercanía al cliente. L'Oréal, con la venta presencial desplomándose, canalizó años de inversión en digitalización y logró incrementar cuota a través de sus propias plataformas de venta *online*. ASML, pese al bloqueo logístico, mantuvo

entregas críticas de sistemas EUV gracias a la profundidad de su cadena de suministro y a asociaciones selladas durante décadas. En ambos casos, el flujo de caja libre siguió creciendo, confirmando que la calidad no evita los choques exógenos, pero sí amortigua su impacto y acelera la recuperación. Empresas *quality* vinculadas a los viajes salieron reforzadas. Intercontinental Hotels, sin poder acoger clientes, generó caja en el año 2020 mostrando la ventaja de un modelo verdaderamente *asset light*. La española Amadeus reaccionó a tiempo y no cayó en los problemas de

balance que aún hoy persiguen a su gran competidor.

En cambio, muchas compañías catalogadas como *value* vieron cómo su supuesto "margen de seguridad" se evaporaba cuando el entorno expuso debilidades estructurales: balances apalancados, falta de poder de fijación de precios o dependencia excesiva de la demanda cíclica.

#### EL PAPEL DEL ASESOR FINANCIERO: CONVERTIR LA CALIDAD EN NARRATIVA PARA EL CLIENTE

La estabilidad emocional del inversor final depende, en gran medida, de la historia

MOTOR SILENCIOSO DE LA ECONOMÍA

# El sector salud, refugio ante la incertidumbre

Dentro del amplio universo de la renta variable europea, el sector salud se destaca no solo por su relevancia económica sino también por su impacto social. Su estabilidad y capacidad innovadora lo posicionan como una alternativa atractiva para los inversores actuales. Por el equipo de **Finaccess Value**.

# E

**n el entorno actual** de volatilidad e incertidumbre de los mercados, muchos inversores se plantean adoptar un posicionamiento defensivo y, por ello, es bueno poner la mirada en el sector salud. Su carácter históricamente defensivo está haciendo que muchos inversores se fijan en él como una alternativa de inversión interesante para el momento actual, ya que el sector salud demuestra una notable estabilidad y capacidad de resistencia frente a los ciclos económicos.

Pero la inversión en el sector salud —que incluye fabricantes de productos farmacéuticos, equipos médicos, proveedores de servicios sanitarios y biotecnología, entre otros— se justifica por varios factores. Para analizar el potencial de las compañías de salud, creemos que tenemos que fijarnos en una serie de catalizadores, como son:

## 1. POTENCIAL DE CRECIMIENTO: ENVEJECIMIENTO DE LA POBLACIÓN MUNDIAL

Es una realidad que vivimos más años y queremos vivir mejor. El progreso económico, la mejora de los sistemas sanitarios y el mayor interés en hábitos de vida saludable están contribuyendo a incrementar la esperanza de vida. En muchas regiones del mundo (como EE. UU., Europa y Japón), la población envejece rápidamente. Se estima que en 2050 más del 20% de la población tendrá más de 60 años. Por ello, en un mundo con una población cada vez más longeva, con un aumento de enfermedades crónicas, con potenciales virus endémicos, con una mayor preocupación de la sociedad por su bienestar y con un mayor acceso en los mercados emergentes a productos y soluciones médicas, debería ser interesante invertir en compañías de salud.

Todos estos factores demográficos continuarán impulsando de forma estructural el aumento de la demanda de medicamentos, la atención especializada y los tratamientos para enfermedades crónicas como la diabetes, la obesidad, las enfermedades mentales, oncológicas, los problemas cardiovasculares, enfermedades oculares, auditivas, etc. Invertir en el sector salud nos puede permitir beneficiarnos de estas oportunidades de crecimiento estructurales.

## 2. SESGO DEFENSIVO Y DIVERSIFICACIÓN

El sector salud se posiciona como un posible refugio por su sesgo históricamente defensivo y su resiliencia ante los ciclos económicos. Históricamente, las compañías del sector salud tienden a tener una demanda más estable e inelástica. Las compañías de salud demuestran capacidad de resistencia frente a los ciclos económicos, ya que la

salud es una necesidad básica y las personas siguen tomando medicamentos, consumiendo sus servicios y necesitando atención médica, independientemente del momento del ciclo en que nos encontremos. Este carácter defensivo las posiciona como una alternativa de inversión interesante, pues ofrece estabilidad en tiempos de incertidumbre. De esta manera, puede complementarse bien como contrapeso en las carteras a la exposición a otros sectores de corte más cíclico.

Una ventaja adicional de invertir en salud es la diversificación. Los inversores pueden elegir, dentro del sector salud, entre diferentes subsectores, como son las compañías farma-

céuticas, biotecnología, tecnología sanitaria, dispositivos médicos, servicios de salud, logística, salud digital, etc. Esto aporta flexibilidad para ajustarse a diferentes niveles de riesgo, así como a diferentes vías de expectativas de rentabilidad, con empresas que ofrecen dividendos estables y periódicos frente a otras de mayor rentabilidad vía crecimiento.

### **3. INNOVACIÓN Y AVANCES TECNOLÓGICOS**

Salud y tecnología se dan la mano. El sector salud es pionero en cuanto a la investigación se refiere y se caracteriza por su carácter innovador, con avances constantes en áreas como

## **CON UNA POBLACIÓN CADA VEZ MÁS LONGEVA, EL FARMACÉUTICO SE PRESENTA COMO UN SECTOR DEFENSIVO Y, A LA VEZ, DE CRECIMIENTO.**

biotecnología, farmacéutica y medicina personalizada. La capacidad de innovación y vanguardia de las compañías del sector salud las dota de una potencial ventaja a la hora de implementar nuevas tecnologías que supongan un crecimiento exponencial. Las empresas de salud están invirtiendo en investigación y desarrollo de nuevos medicamentos, en tratamientos y dispositivos médicos, apostando firmemente por la inteligencia artificial, *machine learning*, la automatización, la computación en la nube, la robótica, la tecnología médica y la genética, etc. Esto, además de suponer una importante mejora en la calidad de vida de los pacientes, también crea nuevas oportunidades de inversión y ofrece a los inversores la posibilidad de obtener buenos rendimientos al invertir en compañías líderes en innovación. Áreas como la telemedicina, la producción de medicamentos de vanguardia, la medicina predictiva, la inteligencia artificial aplicada al diagnóstico médico, la medicina personalizada, etc., son algunos ejemplos de ello.

### **4. ATRACTIVAS VALORACIONES**

Las valoraciones relativas de las acciones del sector salud frente a otros sectores presentan un descuento, ya que se sitúan a unos múltiplos por debajo de su media histórica, lo que ofrece a los inversores una oportunidad potencial de invertir a valoraciones atractivas a la hora de incluirlas en las carteras. En muchos casos, se trata de negocios estables, con ingresos recurrentes y con unas valoraciones atractivas, lo que supone otro motor más de rentabilidad a futuro. ☆☆☆



### \*\*\* 5. REDUCCIÓN DE COSTES

Las empresas farmacéuticas están inmersas en un proceso de reducción de costes con importantes ajustes en sus plantillas, en sus costes de estructura, optimización de recursos y procesos productivos, cambios de *hubs* de zonas de alto coste, etc. Todo ello las dota de mayor agilidad y capacidad de adaptarse rápidamente a los cambios del mercado y les permite posicionarse con un mayor valor, ya que mejoran su eficiencia, competitividad y rentabilidad.

### 6. IMPACTO SOCIAL

El propósito de impacto social de las compañías de salud es claro: hacer del mundo un lugar más saludable, posibilitando el acceso de mayor número de personas a un abanico más amplio de soluciones médicas, así como mejorar la calidad de vida de las personas a largo plazo.

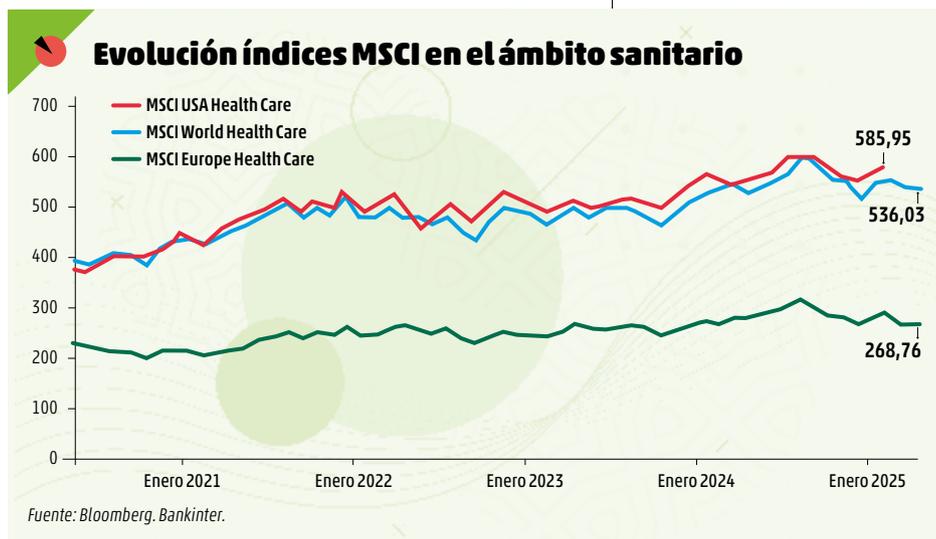
Así vemos cómo las compañías de salud tienen potencial de crecimiento gracias a un fuerte componente de innovación, I+D para el descubrimiento de nuevos fármacos, uso de inteligencia artificial, robótica, aplicaciones innovadoras para el desarrollo de nuevas tecnologías y productos que mejoren la calidad de vida de los pacientes, etc., buscando, por ejemplo, operaciones menos invasivas para el paciente, mejorando los periodos de recuperación tras las intervenciones o tratamientos, etc.

Además, se incrementa el interés de las farmacéuticas en la neurociencia y las enfermedades oncológicas. Somos conscientes de que cada vez es más importante cuidar el bienestar mental y tanto las

compañías farmacéuticas como la sociedad están poniendo un mayor foco en ello. Afortunadamente, el estigma que existía alrededor de este tema va desapareciendo y se nota cómo más personas dan un paso al frente para hablar con natura-

## LAS FARMACÉUTICAS YA HAN COMPROMETIDO INVERSIONES POR IMPORTE DE 247.000 MILLONES EN EE. UU. PARA ESQUIVAR LOS ARANCELES.

lidad sobre ello. Incluso figuras famosas, por ejemplo, del deporte, como **Simone Biles**, **Michael Phelps**, etc., han compartido sus propias experiencias, ayudando a derribar tabúes y sirviendo de ejemplo como modo de ayudar a esas



## Guerra arancelaria



➔ **LAS FARMACÉUTICAS ya han comprometido inversiones por importe de 247.000 millones en EE. UU. para esquivar los aranceles. Ante las amenazas de Trump de imponer aranceles de hasta un 25% a los productos farmacéuticos europeos, las farmacéuticas anuncian planes de inversiones de miles de millones en instalar o ampliar sus fábricas y centros de I+D en EE. UU. Además, se añade la intención de la Administración estadounidense de imponer límites a los precios de los productos farmacéuticos que se venden en EE. UU. para reducir hasta en un 80% el precio de los medicamentos con receta.**

**Entre las farmacéuticas que han anunciado inversiones se encuentran: Johnson & Johnson, Roche, Bristol Myers Squibb (BMS), Eli Lilly, Gilead, BMS, Merck, AbbVie, AstraZeneca, Amgen, Novartis y Takeda.**

### Principales inversiones anunciadas:

➤ **Johnson & Johnson:** ha anunciado que elevará sus inversiones en fabricación, I+D y tecnología en Estados Unidos a más de 55 000 millones de dólares durante los próximos cuatro años, reorientando

su producción hacia el mercado estadounidense.

➤ **Roche:** la farmacéutica suiza invertirá 50 000 millones de dólares en EE. UU. en los próximos cinco años, creando más de 12 000 empleos y estableciendo nuevas instalaciones en Kentucky, Nueva Jersey y California. Ha anunciado que, una vez que esté operativa toda la capacidad de fabricación nueva y ampliada, Roche exportará más medicamentos desde EE. UU. de los que importa.

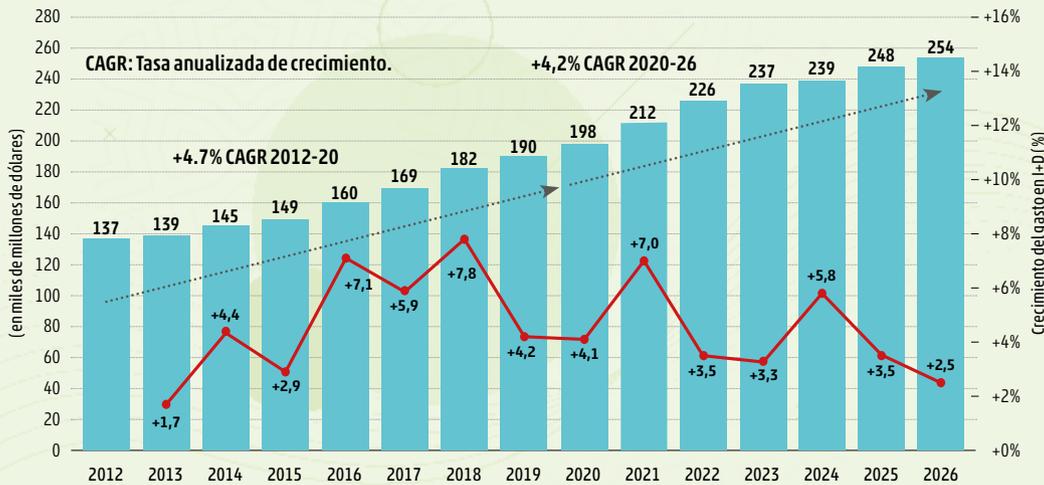
➤ **Bristol Myers Squibb (BMS):** planea invertir 40.000 millones de dólares en investigación y desarrollo, tecnología y fabricación en Estados Unidos durante los próximos cinco años.

➤ **Eli Lilly:** ha anunciado una inversión de al menos 27.000 millones de dólares para construir cuatro nuevas plantas de fabricación en EE. UU., enfocadas en medicamentos para la diabetes y la obesidad.

➤ **Novartis:** anunció una inversión de 23.000 millones de dólares para expandir su capacidad de producción en EE. UU., buscando mitigar el impacto de los aranceles y fortalecer su posición en el mercado estadounidense. •

## Inversión en I+D de la industria farmacéutica 2012-2026

(En miles de millones de dólares)



Fuente: Evaluate Pharma.

personas que sufren algún tipo de enfermedad mental.

### 7. ARANCELES; ACTITUD PROACTIVA Y NEGOCIADORA

En el contexto actual de tensiones comerciales y guerras arancelarias, las compañías farmacéuticas pueden ofrecer cierta protección frente a los aranceles, ya que han anunciado planes de inversión multimillonarios en EE. UU. para adaptarse a las nuevas políticas comerciales, a través de inversiones para la instalación de más capacidad en fábricas actuales, generando más empleo y con sumas importantes en investigación y desarrollo. De esta manera, quieren asegurar su competitividad y cumplir con las expectativas del mercado estadounidense, ya que hay mucho en juego: Estados Unidos representa el 61% de las ventas farmacéuticas de prescripción registradas en los diez principales mercados mundiales.

Por contra, el anuncio del presidente de EE. UU. dando un plazo de 30 días a la industria farmacéutica para pactar una rebaja de precios o se equiparán automáticamente los precios con los de otros países

más baratos, y obligando a las farmacéuticas a reducir el precio de los medicamentos en EE. UU., puede ser un signo de vulnerabilidad. Las farmacéuticas argumentan que deberían resolverse los problemas sistémicos de una infraestructura sanitaria con cientos de intermediarios que disparan los costes. Por ejemplo, un mismo medicamento para la diabetes que en Japón se vende por 35 dólares, en EE. UU. cuesta más de 600 dólares. Para gigantes farmacéuticos como Pfizer, la noticia no ha sentado del todo mal, en la medida en que Trump también abriría la puerta a eliminar intermediarios y permitir ventas directas a los pacientes, rebajando el precio final, pero sin impactar en la cuenta de resultados de las empresas farmacéuticas.

### 8. MOVIMIENTOS CORPORATIVOS

Otro catalizador del sector son las expectativas de un ciclo de actividad de fusiones y adquisiciones especialmente intenso. Las empresas farmacéuticas de gran capitalización cuentan con liquidez abundante y se

enfrentan a una oleada de vencimientos de patentes que afectará a cerca de 170.000 millones de dólares en ventas hasta el fin de la década. Muchos de ellos tratarán de sustituir estos ingresos adquiriendo otras farmacéuticas y biofarmacéuticas. Por ejemplo, Johnson & Johnson ha anunciado recientemente su acuerdo para adquirir el desarrollador de fármacos para enfermedades mentales Intra-Cellular Therapies. Como conclusión, en el contexto presente, el sector salud se posiciona como una alternativa de inversión interesante con potencial de crecimiento y un sesgo defensivo que puede servir como refugio en tiempos de volatilidad para inversores que buscan estabilidad y crecimiento a largo plazo. El envejecimiento poblacional, su resiliencia frente a crisis económicas, combinado con su capacidad de innovación, lo convierte en una opción muy atractiva. Aquí, la gestión activa desempeña un papel fundamental para identificar estas oportunidades: aquellas empresas de calidad que coticen a precios atractivos y ofrezcan buenas oportunidades de inversión. ●

## Impacto social

→ SE INCREMENTA EL INTERÉS de las farmacéuticas en la neurociencia y las enfermedades oncológicas.

➤ Lundbeck es una compañía danesa dedicada al sector de la salud. Su actividad se centra en la investigación, desarrollo y producción de fármacos para el tratamiento de enfermedades cerebrales como el Alzheimer, trastornos bipolares, depresión, epilepsia, enfermedad de Huntington, Parkinson y esquizofrenia.

➤ La compañía cotiza por debajo de su media histórica y tiene un apalancamiento bajo. Además, los márgenes son consistentes, teniendo un margen bruto del 86,8% y un margen en el beneficio neto del 14%. El margen sobre EBITDA es del 26,7%. Lleva incrementando márgenes de manera consistente desde el año 2020.

➤ La compañía trabaja para buscar el origen que subyace en las enfermedades mentales y desarrollar medicamentos al respecto. Además, cuenta con un programa de lucha contra el suicidio y, a través de sus programas de concienciación, trata de poner fin al estigma social que existe en torno a las enfermedades mentales.

➤ Alcon es otro ejemplo; es una compañía suizo americana especializada en el cuidado de la visión. Para ello, desarrolla productos innovadores para el cuidado ocular y dispositivos quirúrgicos avanzados para tratar afecciones como cataratas. Opera en un sector con un alto crecimiento orgánico, de doble dígito.

➤ Alcon cuenta con márgenes estables y consistentes en el tiempo, habiendo oscilado entre el 45% y el 55% en el margen bruto. Además, cuenta con una cartera de productos diversificada y es líder en el mercado de EE. UU. Gracias a su poder de fijación de precios, Alcon puede lograr incrementar sus márgenes. ●

UNA OPORTUNIDAD PARA LOS  
MERCADOS DEL VIEJO CONTINENTE

# Europa, obligada a redefinirse por necesidad y no por elección

L

**os mercados de renta variable** de Europa, en comparación con los de Estados Unidos, han jugado durante mucho tiempo un papel secundario. En los últimos 20 años, el S&P 500 ha obtenido una rentabilidad del 700%, es decir, un 11% anual, frente al 280% (o el 7% anual) del MSCI Europe. ¿Cómo se explica esta gran divergencia en los resultados?

En primer lugar, el crecimiento económico de Europa ha sido inferior al de Estados Unidos. Europa ha sufrido por tener una estructura económica fragmentada y burocrática, así como por el bajo crecimiento de la productividad. En segundo lugar, y en relación con las cuestiones económicas, el entorno político en Europa ha actuado como un viento en contra del crecimiento. Con Alemania al frente, ha habido un arraigado conservadurismo

Europa ha estado rezagada en los mercados de renta variable, pero 2025, con la imprevisibilidad de EE. UU y el conflicto ruso, marca un posible punto de inflexión. Con reformas fiscales, impulso a la innovación, menor burocracia y mayor inversión en defensa e infraestructuras, el continente podría recuperar protagonismo económico y atraer a los inversores.

Por **Tom O'Hara**.\*

\*Investment Director, Renta Variable Europa, **GAM Investments**.

fiscal que ha restringido la actividad económica. Además, el entorno político ha sido mucho menos predecible en Europa que en Estados Unidos, lo que podría decirse que ha frenado los niveles de inversión empresarial. Por último, en Estados Unidos, un entorno más emprendedor y arriesgado, con una menor carga reguladora, ha fomentado un entorno en el que ha prosperado la innovación. Esto se observa





sobre todo en ámbitos como la tecnología y la biofarmacia.

### ¿POR QUÉ EL PRONÓSTICO DE EUROPA ES DIFERENTE EN 2025?

Si avanzamos hasta 2025, parece que Europa por fin se ha dado cuenta de sus retos, no necesariamente por elección, sino por necesidad. El conflicto ruso ha puesto de manifiesto la ingenuidad de la falta de inversión en defensa que tuvo lugar bajo el periodo del

«dividendo de la paz» del que se benefició Europa tras la Guerra Fría. Por si fuera poco, el impredecible impulso del «América primero» del presidente **Trump** y la guerra arancelaria han puesto en entredicho el compromiso a largo plazo de Estados Unidos con la alianza transatlántica. Europa se enfrenta a quedarse rezagada en un mapa geopolítico que está cambiando rápida y finalmente se ha dado cuenta de que es necesario actuar.

### EUROPA SE HA DADO CUENTA DE SUS RETOS, NO NECESARIAMENTE POR ELECCIÓN, SINO POR NECESIDAD.

### ¿QUÉ PODRÍA CAMBIAR?

#### ⊗ Freno a la deuda

**alemana:** Alemania, la mayor economía de Europa y la última con margen de maniobra fiscal, ha decidido liberar su freno a la deuda fiscal, desbloqueando un exceso de financiación para defensa, infraestructuras y modernización, que podría impactar en todas las empresas industriales y de construcción del continente. Se va a distribuir un fondo de infraestructuras de 500.000 millones de euros a lo largo de los próximos 12 años, destinado a redes de transporte, infraestructuras energéticas, digitalización y modernización de los hospitales y centros sanitarios alemanes, cada vez más antiguos. Una exención del freno de la deuda para los gastos de defensa superiores al 1% del PIB ha situado a Alemania a la cabeza del gasto en equipos de defensa, y el nuevo canciller, **Friedrich Merz**, ha anunciado su posible apoyo a un aumento del presupuesto de defensa y seguridad hasta el 5% del PIB. Este impulso fiscal se extiende también a Bruselas. La iniciativa *ReArm Europe* permite a los Estados miembros aumentar el gasto en defensa sin estar sujetos a multas de la UE, lo que libera 640.000 millones de euros adicionales para infraestructuras y defensa (*ver gráfico 1*).

⊗ **Reducir la burocracia:** A nivel europeo, hay un claro interés por reformar la ☆☆☆

\*\*\* excesiva burocracia y fomentar la innovación nacional. La presidenta de la Comisión Europea, **Ursula von der Leyen**, se ha volcado en una plataforma de simplificación de las normas de la UE y desregulación para reducir la burocracia y hacer Europa más atractiva. La Comisión Europea ha adoptado paquetes «ómnibus» destinados a simplificar las normas de la UE para las empresas. Estas medidas se centran en hacer más accesibles y eficientes los informes de sostenibilidad, simplificar la diligencia debida y reducir las cargas administrativas en un 25% en general y en un 35% para las pequeñas y medianas empresas (pymes) de aquí a 2029.

🕒 **Afrontar el déficit de innovación:** Europa afronta su retraso tecnológico con miles de millones de financiación público-privada para la inteligencia artificial, las tecnologías limpias y los semiconductores, respaldada por un renovado Consejo Europeo de Innovación. «Ha

**CREEMOS QUE EUROPA SE ENCUENTRA, POR FIN, EN UN PUNTO DE INFLEXIÓN FRENTE A PRÓXIMOS E IMPORTANTES CAMBIOS.**

**TENSIONES PROLONGADAS CON EE. UU. PODRÍAN LASTRAR LOS BENEFICIOS Y LAS VALORACIONES DE LOS MERCADOS EUROPEOS.**

Gráfico 1. **Deuda bruta de las administraciones públicas (% del PIB)**

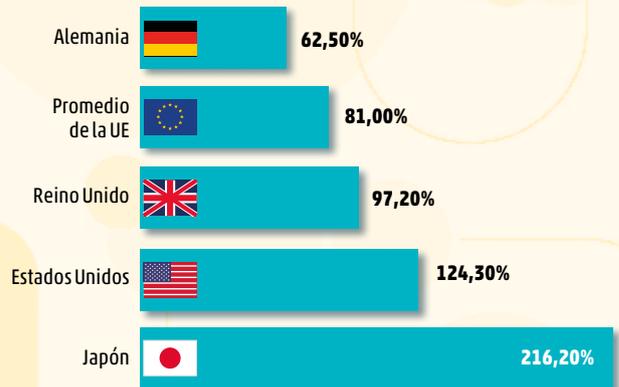


Gráfico 2. **Crecimiento orgánico de la electrificación europea (%)**

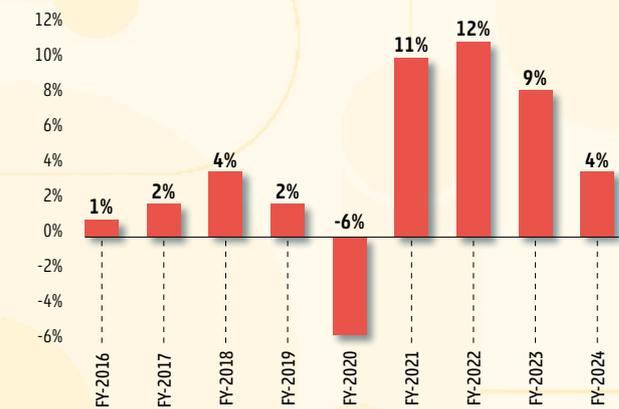
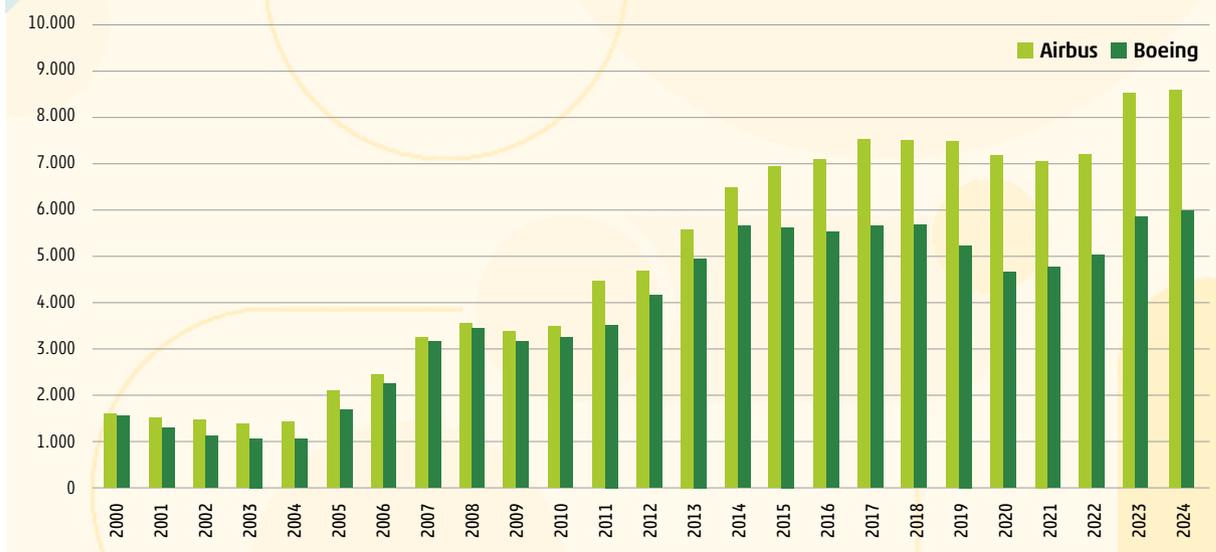


Gráfico 3. **La cartera de pedidos de Airbus alcanza máximos históricos**



llegado el momento de volver a poner en marcha el motor de la innovación europea», afirma Von der Leyen. La racionalización de la normativa y las inversiones selectivas apuntan a una estrategia más coordinada. Mistral AI, empresa fundada en París en 2023 y valorada ahora en 6.000 millones de dólares, refleja este impulso a la soberanía tecnológica.

🔗 **Unión de los Ahorros e Inversiones:** La UE se esfuerza por liberar su enorme ahorro privado, casi cuatro veces superior al de Estados Unidos, para impulsar el crecimiento interno. Gran parte de este capital permanece inactivo en cuentas de bajo rendimiento o fluye al extranjero. La Comisión Europea quiere reorientarlo hacia inversiones que apoyen a las empresas europeas.

## SECTORES MÁS DESTACADOS

Como inversores en mercados de renta variable, las observaciones geopolíticas y temáticas conducen inevitablemente a tomar decisiones sobre qué sectores y valores pueden beneficiarse. Creemos que Europa se encuentra por fin en un punto de inflexión y que se avecinan cambios. Esto nos hace ser positivos en cuanto a la exposición al crecimiento económico nacional, la inversión en infraestructuras y defensa, y algunas áreas dependientes de la innovación tecnológica. Algunos sectores y empresas que destacaríamos son los siguientes:

🔗 **Bancos:** Los bancos europeos se están subiendo a la ola de la recuperación nacional, el aumento de la demanda de crédito y un entorno de tipos estructural-



## Oportunidad histórica para invertir en Europa

📈 → **Estamos cada vez más entusiasmados con la oportunidad que ofrecen los campeones mundiales y los héroes locales emergentes de Europa, a medida que el continente recupera su identidad y su papel relevante en la economía mundial.**

→ **Con la renta variable europea cotizando con un descuento del 30% respecto a sus homólogas estadounidenses y respaldada por reformas estructurales, apoyo fiscal y una agenda de innovación más ambiciosa, consideramos que se trata de una oportunidad única para invertir en Europa y beneficiarse de una revalorización de la renta variable y de la mejora del crecimiento de los beneficios en toda la región.** ●

mente más altos. Con unos balances más saneados y una fuerte rentabilidad del capital, entidades como UniCredit también están generando valor a través de la consolidación y la disciplina de costes. A medida que se liberalicen los mercados de capitales y Europa busque la soberanía financiera, creemos que los bancos serán los principales beneficiarios.

🔗 **Industriales:** Los líderes industriales europeos impulsan el auge mundial de la electrificación y las infraestructuras. Empresas como Siemens y Prysmian están en el centro de la eficiencia energética, la automatización y la resiliencia de la red, y de media crecen más rápido que sus homólogas estadounidenses (ver gráfico 2).

🔗 **Aeroespacial y defensa:** Con una oferta de aeronaves limitada y un aumento de los pedidos pendientes, los campeones europeos del sector aeroespacial civil, como Airbus y MTU Aerospace, están disfrutando de un potente ciclo de elevada demanda. Al mismo

tiempo, el aumento de los presupuestos de defensa —encabezados por Alemania— está turboalimentando el gasto militar en todo el continente (ver gráfico 3).

🔗 **Semiconductores:** Puede que Europa se haya perdido el boom de las plataformas tecnológicas, pero es líder mundial en herramientas e innovación avanzadas para semiconductores. Líderes como ASML y ASM son fundamentales para la cadena de suministro mundial de chips, impulsando la IA, la tecnología limpia y la fabricación de nueva generación. Con el respaldo de la financiación soberana y las ambiciones de soberanía tecnológica, las perspectivas nunca han sido tan buenas. Por supuesto, también pueden existir riesgos para nuestra visión alcista sobre la renta variable europea. El más obvio, a corto plazo, serían las tensiones comerciales y los aranceles entre EE. UU. y Europa, dada la dependencia de Europa de las exportaciones y su dependencia de las cadenas de suministro mundiales. Sectores como el automovilístico y el industrial, partes fundamentales de los principales índices, son especialmente vulnerables. Los aranceles pueden reducir los márgenes de beneficio, frenar la demanda y alimentar la incertidumbre económica, dañando la confianza de los inversores. La escalada de los conflictos puede provocar represalias que amenacen aún más el crecimiento y la estabilidad de los mercados. Y unas tensiones prolongadas con EE. UU. podrían lastimar los beneficios y las valoraciones de los mercados europeos. ●

¿EUROPA EN AUGE?

# Estrategias defensivas para navegar la volatilidad

En un entorno marcado por tensiones geopolíticas, aranceles e incertidumbre económica, la renta variable europea muestra señales de resiliencia. Frente a la volatilidad, surge la necesidad de estrategias defensivas que combinen calidad, prudencia y valoración, alejándose de modas pasajeras y sectores sobreexpuestos

Por **Lorenzo Coletti Perucca**.\*

\*Head of Iberia en **Pictet Asset Management**.

# E

n 2025, la renta variable estadounidense se ha visto golpeada por titulares relacionados con aranceles, preocupaciones sobre el crecimiento y el desvanecimiento del entusiasmo por las acciones tecnológicas. Pero, en medio de tensiones geopolíticas e incertidumbres comerciales, la renta variable europea se ha llegado a beneficiar en este período volátil, con signos de mejora económica, resolución de incertidumbres políticas en Alemania y Francia, perspectivas de estímulo fiscal y aumentos de gasto en defensa, así como un renovado enfoque en la competitividad y autonomía estratégica.

Aunque persisten los riesgos, los mercados europeos muestran potencial. Los

aranceles siguen representando un riesgo significativo, y su alcance y duración son aspectos clave. No obstante, en conjunto, los valores europeos se benefician de una exposición sectorial diversificada, con menor dependencia de la tecnología en comparación con EE. UU.

Se prevé una moderación de las expectativas de crecimiento y una rotación estratégica de valores cíclicos hacia defensivos. En este contexto, pueden resultar convenientes los valores de calidad, con una inclinación defensiva, que históricamente han demostrado ser resistentes en períodos de mayor volatilidad. Al respecto, determinados marcos de

análisis independientes del estilo facilitan la identificación de oportunidades en Europa.

## **PARA SER DEFENSIVO, HAY QUE EVITAR BASARSE EN UN SOLO FACTOR O EN EL PASADO**

Una forma de invertir de manera defensiva es seleccionar sectores. No obstante, algunos sectores son más defensivos que otros a lo largo del ciclo, y las acciones dentro de un mismo sector no se comportan de manera uniforme, además de variar con el tiempo. Incluso se ha dado el caso de que los sectores de mayor riesgo, como energía, finanzas e industriales, no han generado una mayor



## LA INVERSIÓN EN RENTA VARIABLE EUROPEA EN 2025 SE PRESENTA COMO UNA OPORTUNIDAD ESTRATÉGICA EN MEDIO DE LA VOLATILIDAD GLOBAL.

rentabilidad que sectores de menor riesgo, como consumo básico y salud.

Otra posibilidad consiste en emplear estrategias de baja volatilidad mediante acciones de alto dividendo. Sin embargo, esto puede generar un exceso de peso en determinados sectores. Incluso ha ocurrido que las empresas situadas en el primer cuartil de “baja volatilidad” presentan un creciente endeudamiento. También se ha observado que la asignación del sector tecnológico en un índice de mínima volatilidad ha llegado a ser mucho mayor que en el índice general.

Debe tenerse en cuenta que el precio que se paga por las acciones está influido por el sentimiento de los inversores, la regulación, la gestión de las compañías e, incluso, las

modas y las dinámicas de corto plazo, lo que puede alejarse del valor intrínseco. Cuanto mayor sea esta desviación, mayor puede ser la caída en períodos de estrés. Como dice **Warren Buffett**: la regla número uno es “no pierdas dinero”, y la regla número dos, “no olvides la primera”.

### EL MERCADO NO ES RACIONAL

Efectivamente, la investigación de los últimos 40 años —corroborada por premios Nobel de Economía como **Eugene F. Fama, Lars Peter Hansen, Robert J. Shiller** y **Richard Thaler**— indica que el mercado no es eficiente, ya que no es racional. Tiende a centrarse en valores con “glamour”, sobreestimando su potencial. Los inversores en “crecimiento” se exponen al riesgo de que solo una apuesta entre muchas resulte realmente beneficiosa. Al mismo tiempo, se subestiman valores capaces de generar rentabilidad compuesta a lo largo del tiempo.

Por tanto, en lugar de perseguir la última moda, es preferible centrarse en generar una rentabilidad estable y \*\*\*



→ EXISTE UNA CORRELACIÓN entre la probabilidad de que una compañía obtenga una alta puntuación en características defensivas —como beneficios estables, prudencia financiera, protección frente a riesgos y valoración atractiva— y, al mismo tiempo, cuente con una buena calificación ASG (ambiental, social y de gobernanza). Estas empresas tienden a presentar una menor huella de carbono que el índice de referencia, registran menos

## Mejor calificación ASG y compañías de alta calidad defensiva

controversias y disponen de un gobierno corporativo más sólido.

→ EN EL UNIVERSO DE INVERSIÓN europeo, centrarse en el primer cuartil de las compañías de mayor capitalización del MSCI Europe con estos atributos defensivos permite, de forma natural, evitar aquellas con peores calificaciones ASG. Esto posiciona al inversor en empresas líderes dentro de cada sector bajo criterios ASG, facilitando la selección de los

mejores perfiles y evitando potenciales perdedores.

→ POR EL CONTRARIO, también pueden existir compañías con buena puntuación ASG, pero carentes de robustez financiera. Estas empresas pueden convertirse en “torpedos” dentro de una estrategia defensiva, ya que, pese a su aparente buen perfil ASG, pueden verse afectadas por problemas de gobernanza o controversias relevantes. •

\*\*\* compuesta. Es aconsejable evitar los segmentos sobreinvertidos, que probablemente serán los primeros en sufrir ante un cambio de tendencia o problemas de liquidez derivados de un excesivo apalancamiento.

Para invertir de manera defensiva, en lugar de depender de estrategias basadas en un único factor, conviene incorporar componentes con características defensivas: rentabilidad, prudencia, protección y precio (ver tabla 1). Esto permite construir una cartera con capacidad de protección en las caídas y participación en las subidas. Así, la inversión puede centrarse en compañías maduras, con ventajas competitivas y poder de fijación de precios, balances y flujos de caja sólidos, historial de beneficios, crecimiento orgánico mediante la reinversión del abundante flujo de caja disponible, y un apalancamiento prudente, en lugar de crecimiento por adquisiciones, con tendencia a reducir deuda. Estas acciones tienden a mostrar menor sensibilidad a las variaciones del mercado y un bajo riesgo idiosincrático. La calidad suele tener un precio elevado, por lo que es fundamental invertir en empresas con valoraciones atractivas.

### OPORTUNIDAD EN MEDIO DE LA VOLATILIDAD

En resumen, la inversión en renta variable europea en 2025 se presenta como una oportunidad estratégica en medio de la volatilidad global. A pesar de los riesgos asociados a los aranceles y las tensiones geopolíticas, Europa

muestra signos de mejora económica y estabilidad política. La rotación hacia valores defensivos y de calidad, que han demostrado resistencia en tiempos de incertidumbre, es clave para navegar este entorno.

La estrategia de inversión defensiva, que incorpora componentes como rentabilidad, prudencia, protección y precio, permite construir carteras robustas que protegen en las caídas y participan en las subidas. Además, el enfoque sistemático y cuantitativo elimina sesgos emocionales, asegurando decisiones de inversión más objetivas y eficientes. La combinación de un enfoque defensivo con tecnología avanzada y análisis cuantitativo ofrece una ventaja competitiva para los inversores que buscan estabilidad y

### LOS VALORES EUROPEOS SE BENEFICIAN DE UNA EXPOSICIÓN SECTORIAL DIVERSIFICADA, CON MENOR DEPENDENCIA DE LA TECNOLOGÍA EN COMPARACIÓN CON EE. UU.

crecimiento sostenible en el mercado europeo.

### EVALUACIÓN INTEGRAL PARA DECISIONES DE INVERSIÓN DISCIPLINADAS

El modelo de puntuación 4P proporciona un marco riguroso y basado en evidencia para identificar empresas con mayor potencial de rentabilidad sostenida. A través de cuatro dimensiones clave —Rentabilidad, Precio, Protección y Prudencia— se analizan tanto la capacidad operativa de las compañías como su valoración, resiliencia y solidez financiera. Este enfoque permite mitigar sesgos conductuales, identificar oportunidades ocultas en mercados volátiles y evitar riesgos estructurales, apoyando decisiones de inversión más consistentes a largo plazo. ●

Puntuación 4P	Descripción	Métricas clave
<b>Rentabilidad</b>	Las empresas que consistentemente logran mayores niveles de rentabilidad tienen más probabilidades de superar a las empresas que apenas son rentables y tienden a sobreestimar las perspectivas de crecimiento futuro (sesgo conductual).	Retornos operativos sobre activos/capital, márgenes operativos, promedios y tendencias a largo plazo.
<b>Precio</b>	La valoración debe capturar con precisión el valor fundamental a largo plazo; sin embargo, la presencia de volatilidad a corto plazo e irracionalidad presenta oportunidades de inversión atractivas.	Flujos de caja/valor empresarial, capital invertido/valor empresarial, ganancias/precio, valor libro/precio.
<b>Protección</b>	Las empresas que experimentan mayor resiliencia económica y menores riesgos de ganancias tienden a ofrecer rendimientos superiores a lo largo de un ciclo.	Riesgos sistemáticos y específicos.
<b>Prudencia</b>	Las empresas robustas y financieramente estables tienden a superar a las empresas que incorporan una fuerte opcionalidad, valoradas como "billetes de lotería" (alto apalancamiento financiero, alto crecimiento de activos).	Flujos de caja/deuda, ratio de capital, crecimiento de activos operativos, crecimiento ajustado de activos, crecimiento de ingresos.

VISIÓN GLOBAL, IMPACTO SOCIAL Y RENTABILIDAD

# Fondos para una cartera europea sólida y diversificada



La renta variable europea ofrece oportunidades a través de estrategias que combinan calidad, sostenibilidad y valor. Se destacan fondos que invierten en compañías con ventajas competitivas duraderas, alta rentabilidad sobre capital y baja deuda. Otros apuestan por empresas que ofrecen dividendos sólidos y crecientes, ideales para generar ingresos estables. También se incluyen propuestas con fuerte compromiso social o centradas en la inclusión laboral, así como carteras sostenibles que integran criterios ESG de forma activa. La diversificación, la gestión activa y la visión a largo plazo son denominadores comunes en estas alternativas para afrontar con solidez los desafíos del entorno europeo. ●

## AFI INVERSIONES GLOBALES, S. G. I. I. C.

### Finaccess Compromiso Social Europa RV

**CATEGORÍA.** Fondo de renta variable euro.

**CARACTERÍSTICAS.** Es una cartera diversificada de 40 compañías europeas con potencial de revalorización, donde las empresas, con su actividad, generen un impacto positivo en el bienestar social a través de sus servicios y productos, y cuyas prácticas empresariales muestren un elevado estándar de compromiso social para fomentar y alcanzar varios objetivos sociales en el ámbito de mejorar el cuidado y la calidad de vida de las personas, la educación, la inclusión financiera, y el desarrollo y crecimiento inclusivo de la sociedad, entre otras temáticas sociales.

**EVOLUCIÓN.** El fondo tiene una rentabilidad anualizada del 10,41% desde su creación, con una beta de 0,83 y una volatilidad un 10% inferior a la de su índice de referencia, el Stoxx Europe 600. Se demuestra que tener en cuenta criterios extrafinancieros mejora el control de riesgos que ofrecen este tipo de inversiones, como consecuencia de unas mejores prácticas empresariales y menor exposición a controversias.

**CONTACTO.** Finaccess Value. Pilar Bravo.  
Tel.: 91 737 41 14.  
Mail: pbravo@finaccessvalue.es.  
finaccessvalue.es.

## ALLIANZ GLOBAL INVESTORS

### Allianz European Equity Dividend (2009)

**ESTRATEGIA.** Allianz European Equity Dividend constituye una cartera diversificada en acciones europeas, a la vez que brinda una fuente de rentas estable. Sigue un enfoque activo, con un riguroso control del riesgo y una selección de valores basada en el análisis *bottom-up*.

**TEMÁTICA.** El fondo invierte entre 30 y 50 acciones europeas que cuentan con una política de pago de dividendos estables y constante, con una ponderación media de entre el 2% y el 3%, sin que ninguna posición supere el 5%.

**EVOLUCIÓN.** El fondo muestra un desempeño destacado y sólido, con rendimientos positivos en la mayoría de los periodos. Tras un desafiante 2022 para todos los mercados, su alza en 2023 muestra la solidez y eficacia de su estrategia a largo plazo.

**CONTACTO.** Allianz Global Investors.  
Calle Ortega y Gasset, 7, 2.ª planta,  
28006 Madrid.  
Tel.: +34 910 477 400.

## BNY INVESTMENTS

### BNY Mellon Small Cap Euroland Fund

**ESTRATEGIA.** Conseguir una revalorización del capital a largo plazo, invirtiendo principalmente (esto es, al menos un 90% de sus activos) en una cartera de valores de renta variable y asimilados a renta variable de empresas de pequeña capitalización situadas en países que hayan adoptado el euro como su moneda de curso legal («Países de la zona del euro»).

**TEMÁTICA.** El fondo invierte en renta variable europea de pequeña capitalización, combinando estrategias de valor y crecimiento con un enfoque equilibrado.

**EVOLUCIÓN.** El fondo ha tenido un rendimiento positivo en lo que va de año (8,10%). A un año, la rentabilidad es moderada (3,82%), pero en tres y cinco años ha mostrado una fuerte recuperación (15% y 75,13% acumulados, respectivamente). A largo plazo, presenta una rentabilidad acumulada del 49,74% desde su lanzamiento, con una media anualizada del 5,53%.

**CONTACTO.** Calle José Abascal, 45, Madrid.  
Tel.: 91 744 58 00.  
Mail: contact.iberia@bny.com.



## FIDELITY INTERNATIONAL

### Fidelity Funds European Dividend Fund (2010)

**CATEGORÍA.** Renta variable europea.

**CARACTERÍSTICAS.** Invierte en empresas europeas de alta calidad que pagan dividendos sostenibles y crecientes. El gestor del fondo, **Fred Sykes**, cree que la disciplina de valoración puede ayudar a protegerse del riesgo bajista. Las consideraciones sobre aspectos medioambientales, sociales y de buen gobierno están integradas en el proceso de inversión.

Al centrarse en empresas con valoraciones atractivas, gran capacidad para generar efectivo y ventajas competitivas claras, el gestor pretende lograr un rendimiento atractivo y equilibrado entre la generación de rentas y la apreciación del capital.

**EVOLUCIÓN.** (clase Y-Acc-EUR, a 30/04/2025)

- Rentabilidad a un año: 16,5%
- Rentabilidad acumulada a cinco años: 88,4%
- Riesgo (volatilidad anualizada a 3 años): 11,33%

**CONTACTO.** Fidelity International.  
C/ Anabel Segura, 16, Alcobendas.  
Mail: crm.iberia@fil.com.

## LAZARD FRÈRES GESTION

### Lazard Equity SRI

**ESTRATEGIA.** Fondo de renta variable *large cap* de la zona euro, con un enfoque fundamental centrado en valores core de calidad, con unas 45 acciones en cartera. La estrategia integra criterios ASG en el modelo de valoración.

**TEMÁTICA.** Lazard Equity SRI está diseñado para invertir en empresas rentables y de calidad. La rentabilidad es el epicentro de la estrategia de inversión, que se basa en la eficiencia operativa y el rendimiento económico intrínseco de los valores en cartera. La disciplina de valoración es también un pilar fundamental, ya que la valoración de las empresas es un elemento clave para transformar el rendimiento económico en rendimiento bursátil.

**RENTABILIDAD.** El objetivo de la estrategia es optimizar el perfil rentabilidad/riesgo a 5 años con un bajo *tracking error*, superando al Eurostoxx con una menor volatilidad. A largo plazo, la cartera pretende limitar las pérdidas durante las fases bajistas gracias a la calidad de los valores en cartera. Este enfoque contribuye a obtener un rendimiento sólido a largo plazo.

**CONTACTO.** Domingo Torres Fernández, Country Head España y Portugal Lazard Asset Management.  
Tel.: +34 91 419 77 60.  
Mail: lam\_espana@lazard.com.

## MAPFRE AM

### MAPFRE Inclusión Responsable FI

**CATEGORÍA.** Renta variable Europa.

**TEMÁTICA.** MAPFRE Inclusión Responsable FI es un fondo 100% de renta variable europea que se centra en invertir en compañías que impulsen y promuevan la inclusión de personas con discapacidad en el entorno laboral. Buscamos buenas compañías, líderes en sus sectores, con ventajas competitivas y que, además, dediquen parte de sus recursos para alinearse con criterios extrafinancieros.

La cartera está compuesta por unos 30-35 valores, consiguiendo así una cartera perfectamente diversificada por convicción.

**EVOLUCIÓN.** En cuanto a rentabilidad, a fecha de 19/5/2025, la clase I del fondo ha obtenido rentabilidades anualizadas de doble dígito tanto a 3 años (+11,2%) como a 5 años (+12,6%). Por último, el fondo está catalogado como ARTÍCULO 8, según la normativa SFDR.

**CONTACTO.** Ramón Pardo Posadas.  
Tel.: +34 692 926 307  
Mail: rpardo1@mapfre.com.  
mapfre.am.com.

## NORDEA

### Nordea 1 European Sustainable Stars Equity Fund (2017)

**ESTRATEGIA.** Nordea 1 – European Sustainable Stars Equity Fund combina una selección activa de alta convicción de abajo hacia arriba con un enfoque mixto, incorporando un análisis ESG propio y una estrategia de compromiso.

**TEMÁTICA.** El fondo está posicionado de manera atractiva para capturar el cambio económico de Europa mediante la inversión en empresas líderes en competitividad sostenible.

**EVOLUCIÓN.** Durante los últimos dos años, el fondo ha superado a su categoría Morningstar, mientras mantenía rentabilidades alineadas con el índice de referencia (MSCI Europe). Nuestro enfoque disciplinado de selección de acciones ha sido el principal contribuyente a estos resultados.

**CONTACTO.** Mail: clientservice.iberialatam@nordea.com.  
Calle de Pedro Muñoz Seca, 2, 6.ª planta.  
28001 Madrid, España.  
Tel.: +34 910 616 679.

## PICTET ASSET MANAGEMENT

### Pictet - Quest AI-Driven Global Equities

**ESTRATEGIA.** Renta variable global utilizando el poder de los datos y la tecnología para evitar sesgos de mercado, aprovechando la inteligencia artificial para identificar y seleccionar los valores más prometedores.

**CATEGORÍA.** Renta variable global alfa sistemático.

**CARACTERÍSTICAS.**

- Gestión activa con selección de valores por IA con bajo *tracking error*.
- Puede generar alfa adicional con un coste bajo y replicando los niveles de riesgo del mercado, teniendo como objetivo superar en hasta 1,5% anual bruto la rentabilidad del índice MSCI World.
- Emplea conjuntos de datos conocidos y contrastados para analizar con IA los mercados de renta variable, mediante un instrumento transparente, capaz de predecir, con un grado de precisión extremadamente alto, el componente idiosincrático de una compañía y optimizarlo en la cartera.

**EVOLUCIÓN.** +10,55% YTD vs. 7,34% MSCI World USD (rentabilidad anualizada, clase I USD – a 30/04/2025).

**CONTACTO.** El equipo de Pictet AM en España.  
pam\_iberia@pictet.com.  
C/ José Ortega y Gasset, 29. 28006 Madrid.  
Tel.: +34 91 538 25 00. / am.pictet.com/es/es.

## SANTALUCÍA ASSET MANAGEMENT

### Santalucía Quality Acciones Europeas

**CATEGORÍA.** Europe Large Cap Growth.

**CARACTERÍSTICAS.** Invierte exclusivamente en Europa, incluyendo países de divisa no-euro. La filosofía de inversión está alineada con el *quality investing*. En este sentido se invierte en compañías con ventajas competitivas duraderas, elevadas barreras de entrada y crecimiento sostenible apoyado por tendencias económicas y sociales de largo plazo. Todas las compañías en cartera gozan de márgenes elevados, gran conversión de caja. La cartera está compuesta por 34 compañías que conforman un fondo con un margen operativo del 25% y un retorno sobre el capital empleado superior al 15% con nulo nivel de endeudamiento (0,1x deuda neta / EBITDA).

**EVOLUCIÓN.** El fondo en el año, a cierre de mayo, acumula una rentabilidad del +2,52%. El factor *quality* ha sido penalizado por su exposición a valores tecnológicos y la falta de posición en financieros, lo cual ofrece una gran oportunidad de entrada en el único fondo plenamente europeo que emplea el *quality investing* como filosofía dentro de nuestras fronteras.

**CONTACTO.** Beatriz Franganillo. Responsable de Desarrollo de Negocio Institucional.  
Plaza de España, 15, 28008 Madrid.  
Tel.: +34 696 27 26 73.  
Santalucía Asset Management. / santaluciaAM.es.

## Cautelosamente optimistas sobre Europa

Los aranceles de EE. UU. representan un riesgo para las acciones europeas, con tres sectores particularmente vulnerables: el automovilístico, las bebidas alcohólicas y los bienes de lujo -si bien la evidencia histórica muestra la disposición de los consumidores de lujo a ajustar los lugares de compra en función del arbitraje de precios, como se demostró tras el Brexit-

A pesar de todos estos desafíos a corto plazo y la imprevisibilidad de Trump, mantenemos una perspectiva cautelosamente optimista para las acciones europeas a medio y largo plazo. Las presiones externas que enfrenta Europa, particularmente de la política de EE. UU. sobre seguridad y comercio, han catalizado una mayor unidad continental y coordinación de políticas. Los desarrollos transformadores incluyen la eliminación del freno de deuda fiscal de Alemania, la implementación del informe Draghi sobre competitividad europea, el progreso hacia una mayor integración europea y la posible movilización de las tasas de ahorro récord de Europa. Aunque los aranceles y los riesgos de recesión podrían descarrilar temporalmente esta trayectoria positiva, estas mejoras estructurales también podrían impulsar el crecimiento del PIB y cerrar la brecha de productividad con EE. UU. en los próximos 5-10 años.

En Europa hay empresas bien posicionadas para beneficiarse de la innovación tecnológica, particularmente de la inteligencia artificial. Invertir en ASML (con el 10-15% de sus ingresos vinculados a aplicaciones de IA) y Legrand (con el 15-20% de su negocio sirviendo a centros de datos) proporciona exposición a las infraestructuras de la IA. Las empresas



**NATALIE BRIGGS \***

de software como SAP se beneficiarán del análisis de datos empresariales, mientras que el sector financiero ofrece un potencial al alza si los bancos aprovechan eficazmente la IA para la gestión de relaciones con los clientes y las eficiencias operativas.

**E**n caso de recesión, existen valores defensivos (beta menor a 1, enfoque en el crecimiento de dividendos y balances sólidos) que deberían proporcionar protección relativa a la baja, como se ha demostrado históricamente.

Un entorno de estancamiento presentaría desafíos mixtos, presionando potencialmente a los productos básicos de consumo mientras beneficia a los valores financieros.

En conclusión, si bien la incertidumbre en EE. UU. obliga a mantener una posición defensiva y de calidad en dicho país, en Europa la historia es diferente: hay un impulso fiscal positivo en juego y áreas como los bancos, las acciones defensivas y Alemania podrían beneficiarse del mismo, aunque también puede ser prudente enfocarse en empresas más centradas en el mercado interno que en las exportaciones. ●

(\* ) DIRECTORA DE RENTA VARIABLE EUROPEA EN FIDELITY INTERNATIONAL.

# INVERSIÓN ALTERNATIVA A TRAVÉS DEL SEGURO UNIT-LINKED

DIEGO DE  
ELEJABEITIA

HEAD OF WEALTH PROTECTION  
- ESPAÑA Y LATAM

NEREA LLONA

TAX AND LEGAL COUNSEL  
- ESPAÑA Y LATAM



El auge experimentado en los últimos años por las inversiones alternativas y su presencia creciente en las carteras de todo tipo de inversores tiene en el seguro de vida unit-linked un aliado muy eficiente para optimizar la rentabilidad a largo plazo.

De hecho, fueron inicialmente los inversores institucionales como aseguradoras o fondos de pensiones los que comenzaron a mostrar interés en activos alternativos buscando la descorrelación con el mercado bursátil y una mayor rentabilidad. Esta tendencia ha continuado por parte de los gestores de banca privada que han incorporado progresivamente la inversión alternativa en las carteras de sus clientes.

Teniendo en cuenta las limitaciones de acceso para los clientes individuales a determinados activos alternativos, orientados generalmente al segmento institucional, así como la dificultad de su custodia por parte de las entidades bancarias, algunas de estas entidades han solventado las barreras de entrada a la inversión alternativa mediante la creación de fondos propios para sus clientes. Sin embargo, **existe una alternativa más sencilla y eficiente** el seguro de vida unit-linked.

## EL SEGURO UNIT-LINKED: FLEXIBILIDAD Y DIFERIMIENTO FISCAL

Dado que **la cartera vinculada a un seguro de vida unit-linked puede materializarse en cualquier activo financiero** apto para la inversión de las provisiones técnicas de las compañías aseguradoras (con la única excepción de bienes inmuebles y derechos reales inmobiliarios), **es posible incluir inversiones alternativas en activos complejos**, como pueden ser **fondos de capital riesgo** (directos o mediante estructuras subordinadas), **hedge funds, private equity o productos estructurados, tanto domiciliados en España** (p.ej.: FIL, SIL, FCR, SCR) **como en cualquier otro país.**

La selección de los activos alternativos, como la del resto de la cartera vinculada al seguro, corresponde a la entidad aseguradora quien, a estos efectos, goza de plena libertad para elegir los activos con sujeción, únicamente, a criterios generales predeterminados relativos al perfil de riesgo del tomador o a otras circunstancias objetivas.

A su vez, **la aseguradora puede otorgar un mandato de gestión o asesoramiento de dichas inversiones a una entidad financiera española o extranjera, incluyendo entidades bancarias y ESI (SV, AV, EAF).** La gestión externa de las carteras es algo habitual entre las aseguradoras extranjeras que actúan en España en régimen de libre prestación de servicios especializadas en el segmento de banca privada.

De esta forma, el seguro unit-linked permite al inversor individual elegir una o más estrategias de inversión predeterminadas y modificar su selección a lo largo de la vida del seguro. Estas estrategias de inversión se materializan en conjuntos de activos reflejados de forma separada en el balance de la aseguradora, que pueden incluir en mayor o menor medida inversiones alternativas.

Las estrategias de inversión establecidas por la aseguradora o por el gestor externo pueden ser muy específicas (p. ej.: seguimiento de tendencias, global macro, event driven, etc.), con la ventaja de que el tomador del seguro podrá elegir varias y combinarlas en diferentes proporciones, aunque en ningún caso podrá intervenir en la determinación de los activos concretos dentro de cada estrategia. Tampoco es posible crear especificaciones singulares para un tomador individual.

## SIMPLIFICANDO LA COMPLEJIDAD

Habitualmente las carteras vinculadas a los seguros están custodiadas por una entidad financiera independiente de la aseguradora. Sin embargo, la complejidad de los activos alternativos, que a menudo incluyen compromisos pendientes de disposición y pueden tener estructuras societarias complejas, desde SIF-SICAV a LLC, hace que muchos custodios no estén en disposición de proporcionar sus servicios para este tipo de activos.

Por ello, Utmost Wealth Solutions ofrece servicios integrales de custodia y administración directa de los activos alternativos que formen parte de las carteras de sus seguros unit-linked, incluyendo el proceso de suscripciones, reembolsos y traspasos, gestión de solicitudes y distribuciones de capital, reparto de dividendos, valoración de activos, reconciliación de posiciones y otras operaciones financieras.

La capacidad de invertir en activos alternativos a través de un seguro unit-linked permite a los gestores de patrimonio ofrecer una solución eficiente y flexible a sus clientes, con las ventajas singulares que ofrece el seguro, desde la protección del patrimonio a la planificación de su transmisión a las siguientes generaciones, así como la optimización fiscal y la deducción de todos los cargos por

gestión, custodia y ejecución de operaciones. Además, en el caso de utilizar una aseguradora domiciliada en Irlanda como Utmost Wealth Solutions, todas las comisiones de gestión, asesoramiento y custodia están exentas de IVA, lo que supone un ahorro adicional para el inversor.

Para más información visite [www.utmostinternational.com](http://www.utmostinternational.com)

**utmost**<sup>TM</sup>  
WEALTH SOLUTIONS

Somos el proveedor **global líder** en soluciones patrimoniales basadas en seguros de vida. Estamos establecidos en **Irlanda**, un importante centro financiero global para la industria aseguradora. 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](http://www.utmostinternational.com)

### A WEALTH *of* DIFFERENCE

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.

El arte de  
ofrecer soluciones  
excelentes para  
la planificación  
patrimonial

# Círculo de Empresarios

## El sueño empresarial de una noche en democracia



José Luis Sanz del Cura, gerente de Administración e IT; Almudena de Palacios, Executive Assistant; María Grandal Bouza, gerente del Centro de Pensamiento; Andrea Gómez, responsable de Medios y Comunicación Digital; Antonio Oporto del Olmo, secretario general; Juan María Nin, presidente del Círculo de Empresarios; Carmen Torres García-Cuevas, directora de Relaciones Institucionales; Inmaculada de Felipe Jódar, administración; Isabel Blázquez, secretaria de Presidencia; y Christian Chase, Chief Economist.

Fotos: Círculo de Empresarios

No bastaba con crear una patronal que sustituyera al sindicato vertical en los albores de la democracia. Era necesario impulsar un foro donde, sin las ataduras de las negociaciones con los sindicatos ni con el propio gobierno, los empresarios españoles pudieran debatir libremente sobre los retos que les planteaban los nuevos tiempos democráticos.

Fue entonces cuando se creó el Círculo de Empresarios. Por **CARLOS S. PONZ**.

# B

ajo el lema «Ideas para crecer», el Círculo de Empresarios (CdE) acumula casi cinco décadas como centro de pensamiento para empresarios y altos directivos de muchas de las principales compañías que operan en España. Nació (1977) poco después de la firma de los Pactos

de la Moncloa, un acontecimiento que planteaba también a los empresarios importantes retos y logró reunir en esa primera etapa a un centenar de destacados empresarios para debatir sobre la función misma de los emprendedores y analizar las muchas decisiones que a partir de entonces le iban a afectar. Entre sus principales objetivos destacan la defensa del libre mercado y la libre empresa, la puesta en valor del papel del empresario como generador de empleo, riqueza y bienestar, y, en términos generales, la promoción del espíritu emprendedor. Asimismo, el Círculo de Empresarios trabaja activamente por el fortalecimiento de unas instituciones de mayor calidad y por la consolidación de una cultura empresarial basada en la responsabilidad y la ética.

Su primer presidente fue **Santiago Foncillas**, exconsejero delegado de Telefónica, presidente ejecutivo de Campsa y vicepresidente del Banco Central Hispano, al que sucedieron otros nueve responsables del mundo empresarial. Cada uno de ellos fue dando a la institución su impronta a partir de los grandes principios que inspiran al Círculo desde su fundación. Apellidos como los de **Ysasi-Ysasmendi**, **Espinosa de los Monteros**, **Boada**, **Azpilicueta**, **Zulueta** y **Pérez-Sala** jalonan la vida de la institución.

Entre el 2012 y 2015 el Círculo fue presidido por **Mónica de Oriol**, la única mujer que lo ha sido hasta el momento.

Desde marzo de 2024, el presidente es **Juan María Nin (72)**, quien cuenta con una dilatada trayectoria directiva, especialmente en el sector financiero donde ha desarrollado buena parte de su actividad. Ha sido vicepresidente y consejero delegado de CaixaBank, director General de Banco Santander y consejero delegado de Banco Sabadell. Hoy es presidente de Itinere Infraestructuras, de Morabanc y de ITP Aero.

## Tipologías de socios

Todos los socios del CdE lo son a título personal, siendo condición primordial formar parte de la primera línea ejecutiva de sus respectivas compañías.

Además, existen también socios institucionales, que representan a entidades como la Cámara de Comercio de España, el Círculo de Economía, la Fundación de Estudios Financieros, el Colegio de Abogados de Madrid o la Fundación SERES.

Según datos del CdE, en la actualidad alrededor del 20% de sus socios pertenecen a compañías del sector de la consultoría,

un 14,55% al ámbito financiero y un 9,70% al sector tecnológico. Otros sectores, como el farmacéutico, el energético o el inmobiliario, también cuentan con una presencia destacada.

## Estructura organizativa

Los principales órganos rectores del CdE son la asamblea general, la junta directiva y el comité ejecutivo. No obstante, es la junta directiva la que ostenta la capacidad de crear comités, comisiones, grupos de trabajo o consejos asesores.

La asamblea general, por su parte, es el órgano supremo de la asociación y está integrada por todos los socios del CdE, incluidos los socios de honor. En cuanto al comité ejecutivo, su misión principal es asegurar el buen funcionamiento de la asociación bajo la supervisión de la junta directiva.

## Una estructura directiva potente y diversificada

La actual junta directiva, bajo la presidencia de Juan María Nin, está formada por directivos de una amplia variedad de sectores, lo que refuerza el espíritu globalizador y el compromiso con la empresa y el empresariado que impulsa el CdE.

Solo entre sus vicepresidentes se encuentran representantes de sectores como el farmacéutico (**Ana Argelich**, presidenta de Merck Sharp & Dohme España), el financiero (**José María López de Letona**, presidente de Invexcel Patrimonio), el legal (**Isabel Dutilh**, socia fundadora de Argali Abogados) o el de relaciones institucionales (**Carmen Mateo**, presidenta de Cariotipo).

Asimismo, entre los distintos vocales figuran directivos de empresas de primer nivel en ámbitos como la automoción, el marketing, el sector inmobiliario, la energía, la ingeniería civil e incluso la producción de minerales como el cobre. ●

## Un sueño en democracia

● **LO QUE HOY ES EL CDE SE DEBE**, en gran medida, a **José María López de Letona y Núñez del Pino**, su fundador. En la segunda mitad de la década de 1970, su visión era clara: resultaba absolutamente necesario sustituir el Sindicato Vertical y las obsoletas estructuras de representación de empresarios y sindicatos en España.

● **CON ESE OBJETIVO**, redactó un borrador inicial –germen del futuro CdE– bajo el título 100E, que compartió con algunos colaboradores cercanos, como **José Luis Ballvé**, **Claudio Boada** y **Rafael del Pino**. Su idea era reunir a cien empresarios con peso específico, capacidad de liderazgo y una visión común sobre el futuro de España.

● **TRAS VARIAS REUNIONES** en Barcelona y Madrid, en 1976 el documento llegó a manos del presidente del Gobierno **Adolfo Suárez**, quien no solo respaldó la necesidad de crear una organización de este tipo, sino que terminó proponiendo a López de Letona y Núñez del Pino como gobernador del Banco de España, cargo que desempeñó hasta 1978. ✨

Pocas personas pueden presumir en España de una trayectoria profesional en el ámbito financiero comparable a la de **Juan María Nin**. Antes de asumir la presidencia del Círculo de Empresarios en 2024, ya había ocupado cargos de gran relevancia, como los de consejero delegado de Banco Sabadell, miembro del consejo de administración de Société Générale, director general de Banco Santander y vicepresidente y consejero delegado de CaixaBank, Criteria y la Fundación “la Caixa”.

En el ámbito institucional, Nin también posee una dilatada experiencia: formó parte del equipo del ministro para las Relaciones con las Comunidades Europeas que negoció la adhesión de España al Mercado Común, y ha presidido la Fundación Consejo España-EE. UU., entre otras responsabilidades.

Durante su primer discurso como presidente del Círculo de Empresarios, Nin expuso algunas de las claves de su agenda para los próximos años, afirmando que “hay que defender la figura del empresario y contar con unas instituciones fuertes e independientes que garanticen la libre empresa y el libre mercado, aunque también es necesario reflexionar sobre las grandes reformas estructurales que necesita nuestro país para mejorar la vida de las siguientes generaciones”.

#### ** Qu  retos se ha marcado desde que asumió la presidencia en 2024?  Cu l es su proyecto dentro del CdE?**

Me he propuesto reforzar el papel del Círculo como foro de pensamiento independiente, comprometido con los principios de la democracia liberal y la economía de mercado. Mi proyecto se basa en preservar el espíritu fundacional de la institución, nacida en 1977, y adaptarlo a los desafíos actuales.

Quiero centrar mi mandato en tres ejes: impulsar una educación de calidad como base del progreso, avanzar en



**Juan María Nin**

Presidente del Círculo de Empresarios

“  
**Europa necesita una integración real del mercado financiero que facilite la inversión y el crecimiento empresarial**  
 ”

el estudio de la influencia de la IA en la  tica y gobernanza de las empresas, y promover una regulación inteligente que facilite la actividad empresarial sin generar cargas innecesarias con nuestra agenda de reformas estructurales.

Más allá de estas prioridades, mi objetivo general es seguir promoviendo la figura del empresario como actor clave en el desarrollo económico y social de nuestro país, subrayando el propósito de la empresa como motor de transformación y generador de oportunidades.

#### ** C mo defienden activamente la independencia y, en general, la figura del empresario?**

Defiendo firmemente la independencia como uno de los pilares fundamentales de nuestra institución. Nuestro compromiso es claro: ser una voz libre, rigurosa y responsable en el debate público, al margen de intereses partidistas.

En cuanto a la figura del empresario, creemos que su papel va mucho más allá de la generación de empleo o riqueza. El empresario es un agente de cambio, innovación y progreso social. Por eso, trabajamos activamente para poner en valor su contribución, fomentando un entorno que reconozca y respalde la iniciativa privada, el esfuerzo y la responsabilidad individual.

Desde el Círculo, impulsamos propuestas que refuercen la libertad de empresa, promuevan un marco regulatorio predecible y favorezcan la cultura del mérito y la excelencia.

#### ** C mo está posicionada la empresa española en la actual economía mundial?**

La empresa española se enfrenta hoy a un contexto global cada vez más exigente y competitivo, donde la capacidad de adaptación, innovación y transformación tecnológica es clave para mantener la relevancia. Si bien contamos con sectores muy competitivos a nivel internacional –como el turismo, la energía, la agroindustria o la banca–, aún

existen retos importantes en materia de escalabilidad, inversión en I+D y digitalización.

### ¿Y ante determinadas tecnologías como la IA?

En lo que respecta a tecnologías disruptivas como la inteligencia artificial, estamos en un momento decisivo. La IA no solo transformará procesos productivos, sino también la forma en que se toman decisiones, se diseñan productos y se generan servicios de valor añadido. En España, muchas empresas ya están incorporando la IA en sus estrategias, pero debemos acelerar su adopción y, sobre todo, garantizar que se haga de manera ética, inclusiva y alineada con los valores europeos.

Creemos que la inteligencia artificial debe ser una prioridad nacional. No solo por su impacto económico, sino porque será determinante para la competitividad futura, la autonomía tecnológica de Europa y el modelo de sociedad que queremos construir. Apostar por la IA significa apostar por el talento, la educación y una regulación que impulse la innovación sin sofocarla.

### ¿Son hoy la economía y, en general, las empresas europeas menos relevantes que hace unos años?

Es cierto que, en los últimos años, Europa ha ido perdiendo peso relativo en la economía global. Una de las principales causas de esta pérdida de relevancia es la creciente carga regulatoria, que limita la agilidad y competitividad de nuestras empresas frente a economías como la estadounidense o la china, donde el marco normativo suele ser más flexible y favorable a la inversión y la innovación.

Sin embargo, Europa sigue siendo una referencia en valores fundamentales como el Estado de Derecho, la sostenibilidad, la cohesión social o la responsabilidad empresarial. Estos principios han sido clave en la construcción del modelo europeo y deben seguir guiando nuestro desarrollo económico.

Uno de los grandes retos que tenemos por delante es reforzar el mercado de capitales europeo. Europa necesita impulsar una integración real del mercado financiero que facilite la inversión, el crecimiento empresarial y la financiación de la innovación.

### En su trayectoria profesional ha desempeñado diferentes roles en la industria financiera. ¿Cómo valora la figura del asesor financiero dentro de ella?

Los asesores financieros son muy relevantes en la industria financiera, desde las grandes operaciones corporativas a las decisiones del pequeño ahorrador. Juega un papel fundamental en la orientación de las decisiones de los actores en todos los mercados. ■



**Antonio  
Oporto**

SECRETARIO GENERAL

“  
**Nuestra influencia en las políticas públicas españolas está fuera de discusión**  
”

**E**n abril de 2022, Antonio Oporto sucedió a Alfredo Bonet como secretario general del Círculo de Empresarios, cargo que ya había desempeñado en 2012. Entre otros méritos académicos, Oporto es doctor en Ciencias Económicas y Empresariales y Técnico Comercial y Economista del Estado.

Cuenta, además, con una dilatada trayectoria en la alta dirección empresarial, en la que destacan la presidencia de Alstom España y sus diez años como directivo del INI (hoy SEPI), donde formó parte de su comité de dirección. Asimismo, ha sido miembro independiente de los consejos de administración del Banco Europeo de Inversiones y de Talgo.

Oporto ha formado parte también de los consejos de ACS Construcción/Dragados, Eolia Energías Renovables, Compañía Sevillana de Electricidad y Aresbank. Antes de incorporarse al Círculo de Empresarios, fue director en el Banco Europeo de Reconstrucción y Desarrollo en Londres, donde integró su consejo de administración y presidió los comités de Presupuestos y de Estrategia.

### ¿Cómo se organiza la toma de decisiones dentro del CdE y de su Junta Directiva?

Es el presidente la persona que orienta y propone estrategias, la junta directiva gobierna mientras que el *staff* es quien gestiona.

### Cuenta con una dilatada experiencia en grandes empresas y, en general, en el ámbito internacional. ¿Cuál es el papel que juega el Círculo de Empresarios dentro de la economía española?

Estamos a punto de cumplir 50 años y nuestra influencia en las políticas públicas españolas está historizada y fuera de discusión. Nuestra prioridad siempre ha sido el futuro y es en lo que estamos centrados en la actual Presidencia. ■

## Christian Chase

Chief Economist



“  
**Trabajamos ahora en temas como el de defensa y la formación profesional**  
”

Con más de seis años de experiencia en la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia (CNMC) y en entidades como Banco Sabadell –donde fue director de análisis sectorial del departamento de estudios–, **Christian Chase** parece la persona idónea para desempeñar el cargo de economista jefe del CdE.

Licenciado en Economía por la Universidad de Sevilla, Chase es doctor en Ciencias Económicas, Empresariales y Sociales y cuenta, además, con un máster en Consultoría Económica y Análisis Aplicado. Especializado en análisis sectorial, regulación económica y mercados digitales, Chase forma parte del Círculo de Empresarios desde enero de 2025.



## Carmen Torres

Directora de Relaciones Institucionales

“  
**La comunicación fluida con el Gobierno es clave para el Círculo**  
”

Dada la intensa actividad institucional del CdE, el papel de **Carmen Torres** es fundamental para transmitir con la máxima precisión los mensajes de los empresarios a las entidades más relevantes del tejido económico español. No en vano, la abundante actividad en publicaciones y declaraciones debe canalizarse de manera fluida para que llegue a los principales órganos de toma de decisiones en España, tanto a nivel político como empresarial.

Es licenciada en Psicología y Recursos Humanos por las universidades de Leeds y Salamanca, cuenta asimismo con un máster en Dirección de Recursos Humanos y otro en Public Affairs e Inteligencia. Antes de incorporarse al CdE en 2018, Torres ocupó puestos de responsabilidad en el área de recursos

## Cristina Mendizábal

Directora de Comunicación



“  
**Generar propuestas que tengan impacto real en la economía es esencial**  
”

Desde hace algunos meses, **Cristina Mendizábal** es la nueva directora de Comunicación del CdE. Licenciada en Periodismo por la Universidad San Pablo CEU, cuenta con dos postgrados en IE Business School. Antes de incorporarse al Círculo, Mendizábal fue responsable de comunicación y asuntos públicos en Alsea Iberia; responsable de comunicación en Grupo Restalia; *manager* de comunicación en Danone Iberia y, asimismo, en los Laboratorios Boiron. Actualmente, también es docente en el Instituto Europeo de Diseño.

**Desde su experiencia en sectores como el farmacéutico o alimentación, ¿cuál cree que es la importancia real del CdE en la economía española?**

---

### **¿Qué cree que hace diferente al CdE de otras entidades referentes de la economía?**

Personalmente, una de las principales diferencias entre el Círculo de Empresarios y otras organizaciones es el protagonismo que damos los *practitioners* de la economía, es decir, a personas que se enfrentan a los múltiples retos que afronta la economía actualmente, ya sea en el ámbito de la empresa o de otras instituciones de distinto carácter.

Esto nos permite aprovechar el abundante conocimiento de nuestros socios para realizar análisis rigurosos de todos los retos que afronta la economía española y, también, para formular recomendaciones prácticas que contribuyan al bienestar de la sociedad.

### **¿Qué tipo de investigaciones y estudios de mercado más destacables se realizan en el CdE?**

En el Círculo buscamos dar respuesta a los retos que afronta la economía española, ya sea desde una perspectiva macroeconómica o sectorial. En el pasado esto nos ha llevado a estudiar el sistema de pensiones, el sistema educativo o el mercado laboral, pero también áreas más concretas como la reforma del mercado eléctrico o el impacto de la inteligencia artificial.

Actualmente, tenemos líneas de trabajo sobre muchos temas de actualidad, como la defensa, el desarrollo de la formación profesional dual en España o los retos del sector agroalimentario. ■

humanos en entidades como Saudi Aramco y Corporación JM Aristrain.

### **¿Qué tipo de colaboraciones cabe destacar del CdE con otras entidades, asociaciones, universidades o con el ámbito público?**

Uno de los tres ejes de acción del Círculo son sus conocidos programas de colaboración social. Principalmente, el Programa Empresas Parlamentarios, activo desde 1987, por el que han pasado más de 1.900 diputados y senadores, y que acaba de inaugurar su 29ª edición. Además, contamos con el Premio Reino de España a la Trayectoria Empresarial, entregado por S. M. el Rey, cuya ceremonia se celebrará a lo largo de este año.

Estos programas nos vinculan tanto con las Cortes como con la Casa de Su Majestad.

A través de la Fundación CREI00DO, abogamos por el reconocimiento de las empresas de tamaño intermedio o *mid caps* en España. Asimismo, contamos con la colaboración de otros centros de pensamiento en EE. UU., la Unión Europea y Francia.

### **¿Cómo se estructura la relación del CdE con la Administración? ¿Con qué canales o vías cuentan?**

La comunicación en una entidad como el Círculo de Empresarios tiene que necesariamente ser fluida tanto con los niveles políticos como funcionariales de las áreas del Gobierno que se refieren a nuestras propuestas de políticas públicas. ■

Desde mi experiencia valoro especialmente el papel que desempeña el Círculo de Empresarios en el tejido económico y social de España. Su importancia real radica en su capacidad para aglutinar a líderes empresariales comprometidos con el progreso económico sostenido y con el papel fundamental que juegan las empresas y su propósito en nuestro país.

Contar con una institución como el Círculo de Empresarios, que defienda activamente la libertad de empresa, las vías de colaboración constante entre las esferas público-privada y la estabilidad institucional, es fundamental para el crecimiento y la atracción de inversión en el conjunto de la economía española.

### **¿Cómo se estructura la comunicación con el tejido de empresarios desde el CdE y con otras asociaciones complementarias?**

Desde el Círculo de Empresarios articulamos la comunicación con todo el tejido empresarial a través de un contacto continuo y activo con nuestros socios, tanto a través de foros de debate como en, por ejemplo, las publicaciones estratégicas. Además, colaboramos activamente con otras asociaciones y entidades para alinear nuestros mensajes y reforzar nuestra influencia de manera conjunta.

Particularmente, estoy convencida de que la clave en entidades como la nuestra es la de sumar voces y generar propuestas que tengan de verdad un impacto real en la economía y en el conjunto de la sociedad. ■

LA RECONVERSIÓN, LOS COCHES ELÉCTRICOS Y LOS ARANCELES MARCAN SU FUTURO

# El sector del automóvil en su momento más decisivo

La gran guerra por el liderazgo de la automoción a largo plazo vive días clave: de la entrada de Musk en política a la ofensiva en los aranceles, pasando por la reconversión tecnológica del sector y el espectacular acelerón de los vehículos eléctricos chinos. ¿Quién ganará? ¿Perderá Tesla su liderazgo en bolsa a manos de BYD? ¿Despertarán los fabricantes tradicionales? Por **VICENTE VARÓ**.

**J**uan esperaba ansioso recibir su BYD. “No sabes la ilusión que tiene. Yo, mientras no fuera un Tesla...”, contaba su mujer a unos amigos. La razón, la misma que puede leerse en la parte trasera de un coche de la marca americana que circula por Madrid: “*Me lo compré antes de que Elon Musk se volviera loco.*” Estos dos casos reales podrían parecer anecdóticos... Pero no lo son. La incursión del hombre más rico del mundo en la primera línea de la política estadounidense ha sido la pizca de pimienta que le faltaba a un sector en horas críticas.

Un negocio con un enorme peso en la fuerza laboral de las principales potencias mundiales, que además está inmerso en una revolución tecnológica que definirá a los líderes del futuro. Una industria que, también, se ve directamente afectada por la guerra comercial desatada por **Donald Trump**, el hombre que debe parte de su presidencia a los dólares que **Elon Musk** puso para impulsarlo. Aunque la jugada parece no haberle salido bien. En la batalla por ser la referencia mundial en

coches eléctricos —donde se libra la pugna por liderar el sector del automóvil del futuro—, su gran rival chino ha aprovechado para adelantarlo por la izquierda.

En Europa, por primera vez, el pasado abril se vendieron más BYD (7.231 unidades) que Tesla (7.165), según la consultora **JATO Dynamics**. “Aunque la diferencia pueda parecer pequeña, las implicaciones son enormes”, explicaba **Felipe Muñoz**, analista global de esta consultora. Mientras que las ventas de Tesla en Europa cayeron un 49% en abril de 2025 respecto al mismo mes de 2024, las de vehículos eléctricos puros de BYD se dispararon un 169%, a pesar de los aranceles impuestos por Europa a las marcas chinas para favorecer a los fabricantes europeos, que aún lideran el continente en este segmento, con Volkswagen y BMW a la cabeza. En el mercado global de eléctricos puros, BYD también ha marcado la vuelta rápida en el primer trimestre de 2025, después de que Tesla resistiera en la pole por los pelos en 2024.



Eso sí, si se tienen en cuenta los híbridos —que la marca china sí vende y la estadounidense no—, ya solo hay un líder en el mercado de enchufables: BYD vendió 4,3 millones de coches en 2024, un 41,3% más, aunque gracias a su gigantesco mercado local, donde realiza el 90% de sus ventas. Tesla solo vende un 40% de sus coches en Estados Unidos, pero incluso allí le ha pasado factura el *cameo* político de Musk, con caídas de ventas similares al 13% registrado a nivel global, según estimaciones de analistas.

## El posado de Trump con Tesla

Una tendencia alarmante que provocó una imagen inédita el pasado 11 de marzo: Donald Trump posó en los jardines de la Casa Blanca junto a un Tesla y Elon Musk para apoyarlo ante lo que consideraba un boicot. “Voy a comprar un Tesla. Es un gran producto y Elon ha sido tratado muy injustamente”, dijo Trump durante el acto. ¿Pero importan tanto estas dos compañías cuando no están en el top 3 de las que más coches venden en el mundo? Al mercado bursátil, desde luego que sí: las sitúa en el top 3 por valor en bolsa, aunque aún con distancias siderales.

Tesla, a pesar de las caídas desde máximos, ostenta una capitalización superior al billón de dólares, mientras que su rival chino se mueve en torno a los 170.000 millones de dólares. Entre ambas solo se interpone Toyota, que alcanza cerca de 240.000 millones de dólares y lidera las ventas mundiales de coches con casi 11 millones en 2024 (sumando vehículos tradicionales, híbridos y eléctricos).

El resto de grandes marcas queda muy lejos. Tanto Mercedes-Benz como Volkswagen —segunda en el *ranking* de ventas en 2024, con más de 9 millones—, BMW y General Motors se sitúan en torno a los 50 000 millones de dólares. Un escalón por debajo circulan otras como Porsche, Suzuki, Honda, Ford o Hyundai (tercera en número de coches vendidos el año pasado). Solo →→→

→ **TRUMP SE HA VISTO OBLIGADO a suavizar sus aranceles sobre el sector, después de que los propios fabricantes de EE. UU. avisaran de consecuencias nefastas.**





**“Aunque BYD haya superado a Tesla en ventas en Europa por una diferencia pequeña, las implicaciones son enormes”.**

**Felipe Muñoz**

*Global Analyst at JATO Dynamics.*

**“Al sector le preocupa la incertidumbre sobre los aranceles, pero también sobre el crecimiento económico”.**

*Analistas de Bank of America.*

**“Los aranceles probablemente deteriorarán aún más el rendimiento operativo de los fabricantes europeos, lo que refuerza nuestra perspectiva negativa”.**

*Analistas de Scope.*

**“Cuando uno invierte en una industria cíclica y en el momento en que está deprimida, consigue hacerlo a unas valoraciones muy atractivas”.**

**Beltrán de la Lastra**

*director de inversiones de Panza Capital.*



→→→ Ferrari, a la que el mercado sitúa más en la categoría de lujo que en la de automoción generalista, se acerca a los 90.000 millones de dólares.

En este contexto, llegó la victoria electoral de Donald Trump, para quien el motor de esta industria debe rugir más fuerte en su plan para hacer América grande de nuevo. Según datos de *Alliance for Automotive Innovation*, el sector emplea a más de 10 millones de personas en EE. UU., aportando casi el 5% del total de empleos y el 4,8% del PIB. Para impulsar su crecimiento, el republicano considera imprescindible que tanto las marcas americanas como las extranjeras muevan fábricas a su territorio.

Un objetivo tan prioritario que, una semana antes de su autoproclamado Día de la Liberación, Trump anunció un arancel del 25 % para todos los coches “no fabricados en EE. UU.”, al que siguió un recargo del 25 % a todos los componentes. Eso

hizo saltar las alarmas en los países que más coches y componentes exportan a Estados Unidos, como México, Corea del Sur, Japón, Canadá y Alemania, pero también entre las propias empresas estadounidenses. Según diversos cálculos, la medida encarecía el precio de un vehículo para el consumidor americano entre 4000 y 10.000 dólares por unidad, en función del modelo, en los vehículos más generalistas. Un incremento que podría provocar una caída en las ventas que, unida a los mayores costes que supondría para los fabricantes (108.000 millones, según un estudio del *Center for Automotive Research*), abriría las puertas del abismo a las cuentas de resultados. “Al sector le preocupa la incertidumbre sobre los aranceles, pero también sobre el crecimiento económico”, dicen los analistas de **Bank of America**.

## Carta al presidente

Un drama tal, que en abril las asociaciones del sector enviaron una carta al presidente para advertirle: “Los aranceles sobre los componentes alterarán la cadena de suministro automotriz global y desencadenarán un efecto dominó que conducirá a precios más altos para los consumidores, menores ventas en los concesionarios y un encarecimiento en el mantenimiento y la reparación de vehículos”. Despidos y suspensiones de pagos a la vista. A Trump, una vez más, no le quedó más remedio que recular, añadiendo excepciones al plan. Las automovilísticas reaccionaron con alivio. Bastante tiene el sector con la reconversión industrial y tecnológica que está viviendo: el frenazo económico, el cambio progresivo hacia el vehículo eléctrico, la avalancha de legislación, la irrupción agresiva de los coches chinos, la entrada de nuevos competidores desde el mundo de la tecnología... El cambio que viene es gigantesco.

La mayoría de los coches que se venden en el mundo, cerca del 80% en 2024, todavía funcionan con la combustión tradicional. Pero la tendencia favorece a los eléctricos, entre los que hay dos grupos: los eléctricos puros y los híbridos enchufables. Entre estos, el presente y el futuro están encaminados a los eléctricos puros, de los que en 2024 se vendieron casi el doble: más de

11,3 millones a nivel mundial, frente a los 6,6 millones de coches híbridos. Bank of America espera que las ventas conjuntas de ambas tecnologías superen los 21 millones en 2025, lo que supondría duplicar en tres años. Y que vuelvan a doblarse para 2030, cuando los analistas del banco americano esperan que se compren en el planeta más de 41,6 millones de unidades.

Ahora bien, en este mundo cambiante, nadie descarta que la transición se ralentice si cambian los aires políticos. Y, de repente, hemos visto volantazos. El primero, en Estados Unidos, donde el Senado ha revocado este mayo la ley del estado de California que prohibía la venta de coches de gasolina y diésel a partir de 2035, una normativa adoptada como modelo en otros estados.

## Europa da un respiro

Bruselas, que había prohibido la venta de motores de combustión a partir de ese mismo año, también está valorando si dar marcha atrás. O, al menos, retrasar la fecha. El primer paso de la Comisión Europea, muy aplaudido por las automovilísticas, ha sido retrasar tres años las sanciones por sobrepasar las emisiones de dióxido de carbono, lo que ha dado un respiro a los fabricantes.

Gracias a este giro y las negociaciones abiertas por los aranceles, las acciones del sector se han recuperado desde mínimos, aunque a ritmos

distintos. Mientras Volkswagen ha entrado en positivo en el año, con una revalorización cercana al 10%, BMW está prácticamente en los niveles de inicio de año y Stellantis (el grupo de las marcas Citroën, Peugeot, Opel y Fiat, entre otras) retrocede más de un 25% en 2025.

Las valoraciones de los fabricantes tradicionales, no obstante, siguen por los suelos, con la excepción de Ferrari, en la que se paga lujo. La mayoría cotiza en niveles de PER (veces que el beneficio está contenido en el precio de la acción) de entre 5 y 8 veces. “Cuando uno invierte en una industria cíclica y en un momento en que está deprimida, consigue hacerlo a unas valoraciones muy atractivas, tienes una protección en el precio enorme”, explica **Beltrán de la Lastra**, director de inversiones de Panza Capital, que tiene una fuerte posición en el sector auto. Para otros, como los analistas de **Scope**, “los aranceles probablemente deteriorarán aún más el rendimiento operativo de los fabricantes europeos y provocará interrupciones en las cadenas de suministro en Europa, lo que refuerza nuestra perspectiva crediticia negativa”.

En otro mundo están las valoraciones de BYD, por la que se paga un PER de 24 veces, y por supuesto de Tesla, con sus 186 veces, según el portal financiero Finviz.

Ya decide el inversor la carretera a seguir: si apuesta por el valor o por el crecimiento. ●

## Robotaxis, la disrupción que arranca

➤ **Este junio**, diez robotaxis de Tesla, autónomos y sin conductor, han empezado a circular en modo de prueba por zonas específicas de Austin, Texas. Si el experimento tiene éxito, pronto llegará a otras ciudades, con vehículos evolucionados y pensados solo para la conducción autónoma, como el modelo Cybercab. Y no serán los primeros. Desde hace meses circulan por ciudades como San Francisco, Phoenix, Los Ángeles y también

Austin los modelos de Waymo, que se mueven con tecnología de conducción autónoma de Google, aunque los fabrican marcas como Jaguar o Chrysler.

➤ **En China**, la carrera también está en marcha. El gigante del comercio electrónico Baidu, con su servicio Apollo Go, y otras marcas como Pony.ai, WeRide y AutoX están entre las empresas que ya ofrecen servicios de robotaxi en varias ciudades chinas como Pekín,

Shanghái, Shenzhen o Guangzhou, entre otras.

➤ **¿Los veremos en Europa?** Por ahora, la regulación no lo permite. Pero la Comisión Europea está en ello y la presidenta Ursula von der Leyen quiere acelerar: “Lanzaremos proyectos piloto a gran escala para la conducción autónoma. Tenemos que poner pronto vehículos autónomos en las carreteras de Europa”.

➤ **Un gran reto** para el sector del taxi tradicional, cuando aún está en

plena adaptación a la transformación que supuso la llegada de aplicaciones como Uber o Cabify.

➤ **Pero también** para los fabricantes. Podría traer una profunda renovación del parque en las grandes ciudades, pero también cambios en los hábitos de consumo y conducción. Si el coche se puede mover solo... ¿habrá quien lo alquile durante la jornada tras llevarle a la oficina? ✨

Este prestigioso economista nos recuerda que las tendencias económicas no son eternas y que siempre es fundamental realizar los análisis desde una perspectiva temporal. En este sentido, Kenneth Rogoff señala que la condición de divisa de reserva no es permanente, como bien lo saben los holandeses y los españoles, pues el paso del tiempo tiene una notable capacidad de erosión, incluso en el caso del dólar.

Por **LUIS TORRAS.**

Fotos **PEDRO WALTER.**

**S** Si algo tiene claro Kenneth Rogoff —profesor de Economía en la Universidad de Harvard y execonomista jefe del Fondo Monetario Internacional— es que la estabilidad futura del dólar dista mucho de estar garantizada. En el marco de una conferencia organizada por la Fundación Rafael del Pino, conversamos con Rogoff sobre su último libro y sobre algunas de las ideas que se desprenden de su sugerente título y en las siete décadas turbulentas de finanzas globales que recoge: *Our Dollar, Your Problem*.

**Después de tantos años estudiando cuestiones sobre divisas y desequilibrios globales, ¿qué le empujó a escribir este libro ahora, en este contexto concreto?**

Una de mis motivaciones ha sido que había muchos temas sobre los que he estado escribiendo durante muchos años en informes académicos, pero quería darles mayor visibilidad, y no



Fotos: Pedro Walter

## Kenneth ROGOFF

**PROFESOR DE ECONOMÍA DE HARVARD**

“  
**La existencia de una  
divisa de reserva no es  
para siempre, se erosiona  
con el tiempo**  
”

me refiero únicamente al público en general, sino también dentro de la propia profesión económica. Particularmente, poner entre dicho algunas ideas equivocadas como que los tipos de interés podían mantenerse a cero para siempre, o la narrativa del “estancamiento secular”. Ideas que siempre me parecieron exageradas.

Hay, además, un tema de gran vigencia y es el deterioro en la importancia del dólar. Un tema al que también llevo años dedicándole atención, advirtiendo sobre su declive. Sin embargo, estas advertencias y comentarios siempre quedaban al margen. El libro busca poner todos estos temas en el debate público.

#### **¿Cómo ha influido toda su experiencia práctica en su forma de pensar?**

Creo que muchos economistas pasan la mayor parte de su carrera en una torre de marfil, bastante aislados de ciertas realidades que, en mi opinión, son importantes. Una de las razones por las que hablo de mi carrera como ajedrecista es porque fue lo que me expuso al funcionamiento de la economía sumergida. Durante esos años, jugando al ajedrez, vi cosas que alguien que sigue siempre las reglas desde una torre de marfil probablemente nunca llega a ver. Las experiencias vividas te hacen tomar conciencia sobre esa otra cara de la sociedad.

#### **Parte de la premisa de que el dólar sigue siendo la moneda dominante, aunque esa hegemonía se está erosionando poco a poco. ¿Qué pesa más en ese desgaste: la política o la economía?**

Es, absolutamente, una combinación de ambas cosas. El dólar alcanzó en 2015 un pico de hegemonía que ninguna otra moneda había alcanzado jamás. Pero hay que entender el recorrido. En los años 50 y 60, Europa era el centro de gravedad del dólar. En India, China o América Latina –ni hablar de África– el dólar no tenía ese papel relevante, no tenía alcance global. Durante los años

70, el dólar perdió su influencia en Europa, pero al mismo tiempo se fue expandiendo por el resto del mundo hasta niveles entonces impensables.

“  
**Los déficits pueden ser necesarios en ciertos entornos, pero una deuda excesiva te vuelve vulnerable. Es lo que está pasando.**  
”

El actor clave en ese proceso fue China, que tomó la decisión de anclar su moneda al dólar, y de convertirlo en uno de los elementos centrales en su estrategia financiera. Una decisión que funcionó y dio estabilidad, pero también ha sido fuente de efectos negativos para la propia China. Pensemos en Europa. ¿Por qué Europa tendría que fijar su divisa al dólar? Europa y EE. UU. tienen ciclos económicos distintos, no tendría sentido. Tampoco lo tiene para China.

Las sanciones impuestas a Rusia han cambiado el escenario por completo. Básicamente, se puede decir que Estados Unidos declaró en impago la deuda del banco central ruso. Unas sanciones que dificultan las transacciones comerciales. Este cambio ha favorecido que China este optando por desvincularse, y de forma rápida, de este sistema cuyo centrado en el dólar.

#### **Otro de los grandes hilos narrativos del libro es China. ¿Puede el renminbi llegar a desempeñar un papel relevante en el sistema monetario internacional en el futuro?**

Para mí es evidente que sí, y que va a ser muy importante. No va a utilizarse en Madrid, desde luego, pero sí será muy relevante muy pronto en otros lugares. Pensemos en todos aquellos

países con una elevada dependencia comercial de China: Ruanda, Etiopía, la mayor parte de regiones en Asia o América Latina. El primer socio comercial es China.

Además, muchos de esos países están gobernados por autócratas que desconfían de Estados Unidos, tanto o más que de China. Muchos países de Oriente Medio no quieren escuchar las lecciones moralizantes de Estados Unidos o Europa sobre cómo deben gobernarse. Por eso importa poco si el régimen chino es francamente opaco en muchos aspectos. La idea de que China nunca podrá ganar cuota de mercado es simplemente absurda.

#### **Otro tema central en la discusión sobre el escenario geoeconómico global es el altísimo déficit fiscal en Estados Unidos. Como estudioso de la historia económica de EE. UU. y de la economía global, ¿cómo se compara este episodio con otros momentos del pasado?**

El gran cambio –y fue una de las razones fundamentales que también me empujaron a escribir el libro– es que, en mi opinión, los tipos de interés a largo plazo se han normalizado hacia tasas más en línea con la tendencia histórica. Un cambio que tiene una enorme implicación para el sector público ya que cambia la ecuación presupuestaria por completo. También está pasando en Europa. Durante más de una década se impuso la idea de que la deuda era prácticamente un “free lunch”. Economistas de la talla de **Olivier Blanchard** básicamente sostenían que no hacía falta preocuparse por los niveles de endeudamiento. **Larry Summers, Joseph Stiglitz, Paul Krugman** se unieron a este mismo coro de que los “déficits no importan”.

#### **A lo que luego se unió la peregrina Teoría Monetaria Moderna (TMM)...**

Exacto. Todo el mundo tuvo claro que la Teoría Monetaria Moderna no era una economía seria. Pero lo →→→

→→→ cierto es que no había grandes diferencias conceptuales entre lo que planteaba **Stephanie Kelton** y lo que decían **Blanchard** o **Krugman**. La diferencia era más de grado que de fondo. El punto clave es que todo este débil andamiaje teórico se sostenía bajo una premisa: que los tipos de interés reales se mantendrían cercanos a cero o incluso negativos por tiempo indefinido. Una premisa que contradecía toda la historia económica, y que ahora se ha demostrado falsa.

En el momento en que los tipos vuelven a tasas más normales, el coste de la deuda pública se dispara. Y de repente todo ese edificio intelectual – basado en la idea de que los déficits no importan– se viene abajo. Lo que antes parecía sostenible, ahora ya no lo es. Y eso tiene consecuencias muy profundas, tanto económicas como políticas.

**No parece que nadie tenga prisa en abordar este problema. Tampoco en Europa.**

En Europa, la “izquierda progresista” ha llegado a definir como “austeridad” cualquier escenario en donde no se gaste al máximo. La palabra austeridad ha pasado a significar cualquier cosa que tenga en cuenta la deuda. Por supuesto que ante una crisis financiera se puede incurrir en déficit, o en caso de recesión o ante necesidades de inversión en infraestructura. Los déficits son buenos si van orientados a un buen uso. Pero a medida que tu deuda se acumula, te vuelves vulnerable a un incremento de tipos. Que es justo lo que ha pasado, y nos aboca a un escenario muy difícil de gestionar.

**Este escenario es tremendamente complejo para los bancos centrales, que además en los últimos años parece que se les pida ser solución a todo. ¿Estamos pidiéndoles demasiado, incluso a nivel de cierta “ilusión de control”?**

Soy muy partidario de los bancos centrales y de su independencia, y en el libro me he lanzado en su defensa,



Kenneth Rogoff en un momento de su conversación con Luis Torras en la Fundación Rafael del Pino.

también durante su gestión durante la pandemia, pese haber cometido algunos errores. Estoy también a favor de las decisiones de **Bernanke** durante su mandato en la Fed, aunque sí menciono que, debido a esa ceguera general de la profesión sobre la posibilidad de subidas de tipos, Bernanke dio una serie de discursos diciendo que no creía que el tipo de los fondos federales superaría nunca el 4% en su vida.

con los bancos centrales es porque creo que durante la pandemia estaban bajo muchísima presión política, aunque lo nieguen. Los gobiernos tuvieron que hacer frente a fortísimos paquetes de estímulo, y la Fed y resto de Bancos Centrales no querían remar a la contra. Cometieron errores, pero no les culpo. Ser presidente de un Banco Central durante cinco años, implicará necesariamente afrontar decisiones difíciles.

“

**¿Por qué Europa tendría que fijar su divisa al dólar? Europa y EE. UU. tienen ciclos económicos distintos, no tendría sentido. Tampoco para China.**

”

**Sin duda, un pronóstico que ha envejecido muy mal...**

Tuve que mencionar su falta de visión respecto a este tema. Aun así, me escribió una frase elogiosa para la contraportada del libro. Si no he sido más crítico

**¿Qué otras lecciones de la historia estaría bien no olvidar?**

En muchos aspectos, este libro es una continuación de *This Time Is Different*, especialmente en sus últimas partes. Hay un error muy frecuente en los mercados y es pensar que tendencias de 10 o 15 años durarán cuarenta. Lo vemos en muchas grandes predicciones que pasan a dominar la narrativa de los mercados. Cuando Goldman Sachs predice que China superará a EE. UU., cuando Bernanke dice que el tipo de la Fed nunca superará el 4%, cuando se dice que el dólar seguirá reinando para siempre... Son afirmaciones realizadas sin una correcta perspectiva temporal. En este libro intento ofrecer al lector justamente esto. Volviendo al tema central de dólar:

## Ajedrecista prodigio y voz clave sobre la independencia de los bancos centrales

■ **Kenneth Rogoff** (Rochester, Nueva York, 1953), doctor en Economía por el prestigioso MIT y profesor de Economía Internacional en Harvard, fue el primer economista en publicar un artículo académico sobre la independencia de los bancos centrales, un tema que ha centrado gran parte de su carrera. También ha profundizado en el papel del dólar y en las complejas relaciones entre Estados Unidos y su principal competidor global: China. Ha abordado estos asuntos tanto desde la academia como desde instituciones internacionales como el FMI, donde fue economista jefe.

■ Conoce bien ciudades como Madrid y Barcelona, que visitó durante su juventud como prodigio del ajedrez, su otra gran pasión. Su pintor favorito es **Pablo Picasso**, y cuando se le pregunta por un libro no duda en mencionar *The Queen's Gambit*, de **Walter Tevis**, novela sobre una joven ajedrecista adaptada con éxito por Netflix. Su recomendación cinematográfica más reciente es *Anora*, tragicomedia ganadora del Oscar a mejor película en la pasada edición del certamen.

la existencia de una divisa de reserva no es para siempre, es un dominio que irremediamente se erosiona con el tiempo. Basta mirar a los holandeses o los españoles, que en su momento transitaron por este mismo problema.

### El siglo XVI fue nuestro...

Este dominio español se menciona en el libro. El problema es olvidar tus propias limitaciones y restricciones. Y aunque no me lo preguntaste, cuantitativamente, el llamado "privilegio exorbitante" es que un tercio de nuestra deuda la tiene el resto del mundo. Pero no es todo. Tal vez podamos endeudarnos un tercio más, pero no tres veces más. El "privilegio" tiene también sus límites y parece que nos estamos olvidando de estos límites como lo hicieron otros antes que nosotros. ●

 **aberdeen**  
Investments



## Siempre se puede reconocer a un maestro en su campo

Nuestra convicción escocesa nos ha permitido especializarnos en crédito, activos reales y renta variable especializada.

**Our spirit is our strength**

¿Qué te puede aportar nuestro espíritu?

Descúbrelo ahora en [www.aberdeeninvestments.com](http://www.aberdeeninvestments.com)

**Invertir implica riesgos y la posible pérdida de capital.**

Solo para inversores profesionales.

Producido por abrdn Investment Management Limited, que está registrada en Escocia (SC123321) en 1 George Street Edinburgh EH2 2LL, y autorizada y regulada por la Autoridad de Conducta Financiera del Reino Unido FCA. A menos que se indique lo contrario, este contenido se refiere únicamente a las opiniones de mercado, la investigación y las capacidades de inversión de la entidad mencionada en el momento de la publicación. Emitido por abrdn Investments Ireland Limited, Registrada en la República de Irlanda (Company No.621721) en 2-4 Merrion Row, Dublín, D02 WP23. Regulada por el Banco de Irlanda. Aberdeen Investments Global es un nombre comercial de abrdn Investments Ireland Limited.



## FISCALIDAD EN TIEMPOS DE CIBERDELITOS

# ¿Qué pasa con Hacienda si eres víctima de una estafa?

¿Se declara un dinero que ha sido robado? ¿Qué requisitos exige la Agencia Tributaria para aceptar una pérdida patrimonial por fraude? ¿Quién responde: el banco, el cliente, el Estado? Pocas personas saben que el dinero robado mediante ciberestafa puede tener un tratamiento fiscal específico. Por **NATALIA PASTOR.**

**|| Tu cuenta ha sido suspendida temporalmente.** “Haz clic aquí para verificar tu identidad”. “Hemos detectado actividad inusual en tu cuenta”. ¿Te suena alguna de estas frases? Según el Centro de Investigaciones Sociológicas (CIS), lo más probable es que sí, pues casi la mitad de la población en España –un 47,4%– ha sufrido algún tipo de engaño en internet o ha sido víctima de un intento de estafa en línea, haciendo evidente una realidad sobre la que hay que poner todos nuestros sentidos, y alguno más, porque el modus operandi es cada vez más complejo y sofisticado. Y no solo consiste en hackear sistemas. También conlleva el despliegue de lo que se denomina ingeniería social. Es decir, aquella manipulación psicológica perpetrada para engañar y hacer que la víctima sea quien “abra la puerta” al delincuente con la que acceder a información confidencial o restringida.

Es lo que le pasó en primera persona a **Bruno Trilles**, natural de Valencia, un 9 de mayo de 2024. Ese día fue víctima de *phishing*. “El delincuente se hizo pasar por mi entidad bancaria a través de SMS, advirtiéndome de un fallo de seguridad, y logró que accediera a mis contraseñas, lo que me llevó a realizar transferencias a un nuevo número de cuenta ban-

caria”, explica. Todo fue muy rápido –algo perfectamente estudiado– haciendo que la urgencia por protegerse ante una posible pérdida dominara la situación, en lugar de advertirle del peligro que se escondía tras el SMS. Porque, si hablamos de ciberestafas, el factor humano puede ser el eslabón más vulnerable en la cadena de seguridad. “Sentí una gran frustración, miedo y ansiedad al darme cuenta de que había sido víctima de un engaño a través de un mensaje de SMS”, explica Bruno. Tan rápido como fue posible presentó la denuncia formalmente ante las autoridades: Policía Nacional, Oficina de Consumo y Banco de España. “Para que iniciaran investigación y, a su vez –dice–, se tomaran medidas y depuraran responsabilidades al banco por su deficiente ayuda y falta de colaboración”. En su caso, porque durante el momento de la estafa quiso ponerse en contacto con su gestor y servicio bancario 24 horas, con respuesta nula. Bruno ha informado de su situación a la Agencia Tributaria y actualmente está trabajando con su abogada para demostrar que ha sido víctima de una estafa y que ese dinero no fue transferido voluntariamente: “El banco no me devolvió el dinero y eso me dejó muy frustrado y decepcionado. Solo una pequeña parte, porque pudieron rescatarlo a tiempo antes que llegará a la cuenta destino”.



## ¿Qué dice la ley?

» Según comparte **Laura Tomás Morote**, el artículo 33.1 de la Ley del IRPF (Ley 35/2006) define las pérdidas patrimoniales como “las variaciones en el valor del patrimonio del contribuyente que se pongan de manifiesto con ocasión de cualquier alteración en la composición de aquél”. Aunque los fraudes digitales no implican una transmisión patrimonial tradicional, sí generan una pérdida directa de activos como consecuencia de una acción ilícita, por lo que se consideran pérdidas patrimoniales no derivadas de transmisión.

La doctrina administrativa y la práctica fiscal permiten computarlas como deducibles siempre que se cumplan ciertos requisitos:

1. La existencia real y cuantificable de la pérdida económica.
2. La imposibilidad objetiva de recuperar el importe sustraído.

3. La ausencia de negligencia grave por parte del contribuyente.
4. El agotamiento de las vías razonables para su recuperación (reclamaciones al banco, seguros, denuncia, etc.).

### ¿Cuándo se puede declarar fiscalmente la pérdida?

» El momento en que la pérdida puede imputarse en la declaración del IRPF está igualmente condicionado. No basta con que se haya producido el robo; Hacienda exige que la pérdida sea considerada firme y definitiva. Esto puede suceder cuando:

- Existe una resolución judicial firme desestimando la restitución.
- Se demuestra la insolvencia del defraudador.
- Ha prescrito la posibilidad de reclamar judicialmente, o el contribuyente ha desistido con una justificación razonada. ✱

## Enfoque multidimensional de la ciberestafa: penal, civil y fiscal

El tratamiento jurídico de un robo digital como el sufrido por Bruno exige mirar desde varios ángulos, tal y como explica la abogada **Laura Tomás Morote**, especializada en procedimientos civiles vinculados a fraudes bancarios, suplantación digital (*phishing*, *spoofing*, *SIM swapping*) y reclamaciones frente a entidades financieras. Desde el punto de vista penal, estas conductas se enmarcan generalmente dentro de los delitos de estafa recogidos en los artículos 248 y siguientes del Código Penal, o bien en otros delitos como el acceso ilícito a sistemas o la suplantación de identidad, dependiendo del modus operandi: *phishing*, *smishing*, *spoofing*, entre otros. En el plano civil, el robo puede dar pie a reclamaciones por responsabilidad contractual o extracontractual contra las entidades bancarias, fundamentadas en el contrato de cuenta corriente y en el deber de custodia que pesa sobre dichas entidades en relación con la seguridad de los fondos de sus clientes. Pero donde surgen más dudas es en el ámbito fiscal: ¿puede el robo digital configurarse como una pérdida patrimonial deducible en el Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas (IRPF)? La respuesta es sí, aunque con matices y bajo un criterio muy restrictivo por parte

de la Agencia Tributaria. “No basta con la denuncia: es imprescindible acompañarla de prueba documental sólida, reclamaciones acreditadas y, en su caso, el informe técnico que demuestre la existencia del fraude y la diligencia del afectado”.

### He sido víctima: ¿qué hacer?

Ante una sustracción o transferencia fraudulenta de dinero, lo más importante es actuar con rapidez y dejar constancia escrita de todos los pasos que se vayan dando. No se debe esperar a confirmar el fraude para reaccionar, ya que incluso la más mínima sospecha exige una actuación inmediata. “Cada minuto puede ser determinante para recuperar las cantidades sustraídas”, comparte Tomás, quien enumera las medidas clave a seguir. Las primeras acciones deben centrarse en “bloquear de inmediato todas las tarjetas, cuentas o accesos electrónicos que puedan haber sido comprometidos”. Contactar cuanto antes con el banco es clave para minimizar los daños. A la par, se debe presentar una denuncia detallada ante la Policía Nacional o la Guardia Civil, describiendo con precisión lo sucedido. Posteriormente, es imprescindible presentar una reclamación por escrito ante el banco, solicitando la devolución del dinero, y si esta no es atendida adecuadamente, insistir ante el Defensor del Cliente o el Banco de España. →→→



**Laura Tomás Morote**

(Abogada)

“Se necesita un marco legal más definido, sistemas bancarios más exigentes en la detección preventiva y una ciudadanía mejor informada”.

**Bruno Trilles**

(Víctima de *phishing*)

“Hubiera agradecido más apoyo y orientación en los primeros momentos y una respuesta más comprensiva por parte del banco”.



**Cristóbal Campos**

(CiberSek)

“En muchos casos, la víctima realiza voluntariamente una acción bajo engaño, lo que complica el encuadre penal o la reclamación bancaria”.

→→→ “Ambos suelen remitir a la vía judicial, pero es un paso necesario”, cuenta la abogada.

Sin embargo, es común que las víctimas cometan errores que dificultan o debilitan su posición. Uno de los más graves es retrasar la denuncia o no presentarla formalmente: “Algunas personas intentan primero resolver el problema directamente con el banco, y acuden a la Policía cuando ya han pasado días o semanas. Esta demora puede interpretarse como falta de diligencia y, además, perjudica la trazabilidad del fraude”. Un fallo habitual es no conservar las pruebas electrónicas; en medio del miedo o la confusión, algunas víctimas eliminan mensajes, correos o capturas de pantalla que resultan cruciales para demostrar cómo ocurrió el fraude y qué medios se utilizaron. “Sin estas pruebas, es difícil acreditar cómo se produjo el engaño, qué vía se utilizó (SMS, llamada, aplicación...) o qué lenguaje empleó el estafador”, describe Tomás.

Otro problema que detecta la abogada es que muchas personas desconocen que estos fraudes pueden tener consecuencias fiscales. “Muchos afectados no informan a la Agencia Tributaria de la pérdida o lo hacen sin la documentación adecuada, lo que impide deducirla en el IRPF o defenderla ante un requerimiento posterior”, añade. En este contexto, “un perito informático desempeña un papel clave en la investigación y resolución de casos de robos por ciberdelincuencia, actuando como experto técnico y asesor legal”, según **Cristóbal Campos**, de CiberSek. Su labor consiste en analizar “dispositivos electrónicos como

computadoras, teléfonos, servidores, cámaras de vigilancia, etc., para recuperar evidencias (correos, registros de acceso, archivos eliminados, contraseñas), rastrear la intrusión para identificar los posibles vectores de ataque (*phishing*, *malware*, *exploit*, etc.), y establecer la trazabilidad del ciberdelito y sus autores, en la medida de lo posible”. La figura del perito informático, explica Campos, ya no es exclusiva de grandes casos corporativos: “Hoy es habitual en casos personales de robo en cuentas bancarias, estafas en criptomonedas o plataformas de inversión, y compras en webs falsas o suplantaciones vía WhatsApp o correo electrónico”.

## Los fraudes más sofisticados

Para el perito informático, no hay duda: “Los fraudes digitales más sofisticados y difíciles de demostrar combinan ingeniería social avanzada, suplantación de identidad digital, y técnicas antiforenses. Son complejos tanto por su ejecución como por los desafíos que plantean a nivel probatorio”. Entre ellos, uno de los más sofisticados es el conocido como “fraude del CEO” o Business Email Compromise (BEC). En este tipo de estafa, el atacante suplanta la identidad de un alto directivo —por lo general a través del correo electrónico— para convencer a un empleado de confianza de realizar una transferencia urgente. “La dificultad para demostrarlo reside en que el correo parece legítimo (*spoofing* o secuestro de cuenta real), a menudo hay interacción humana voluntaria (el empleado ejecuta la orden), y el banco puede alegar que la operación fue autorizada”, detalla Campos.

Otra modalidad particularmente compleja es el uso de *deepfakes* y técnicas de *voice spoofing* para cometer fraudes por voz. En estos casos, los estafadores emplean inteligencia artificial para imitar con gran precisión la voz de un directivo, un familiar o un asesor, y solicitan códigos de acceso o transferencias monetarias. Si la llamada no queda registrada o grabada, la víctima no tiene forma de demostrar que fue inducida al error.

También cobran protagonismo los fraudes vinculados a criptomonedas y plataformas DeFi falsas. El usuario transfiere fondos y luego pierde acceso o contacto. “Aquí la dificultad está en el anonimato en las *wallets* receptoras, plataformas efímeras alojadas en países sin cooperación legal, y movimientos difíciles de revertir y rastrear sin peritaje *blockchain*. También son difíciles de demostrar porque, en muchos casos, la víctima realiza volunta-

riamente una acción bajo engaño, lo que complica el encuadre penal o la reclamación bancaria, los atacantes usan técnicas para eliminar rastros técnicos (VPN, IP temporales, correos desechables), y se requieren pruebas técnicas complejas y el respaldo de un perito informático”, destaca Cristóbal Campos.

Lo que hace que todos estos fraudes sean especialmente difíciles de demostrar no es solo la sofisticación técnica, sino también la aparente voluntariedad de las acciones de la víctima, inducidas por el engaño. Muchas veces no hay una intrusión directa o un robo clásico, sino una manipulación psicológica que lleva a la persona a actuar contra sus propios intereses.

## Legislación poco preparada

¿Está preparada la legislación fiscal para el auge de la ciberdelincuencia? Según Laura Tomás Morote, no del todo: “Aunque existen mecanismos para declarar pérdidas patrimoniales, no hay una regulación específica adaptada al ciberfraude, lo que genera inseguridad jurídica y tratamiento desigual entre contribuyentes”. Algunos avances recientes, como la entrada en vigor de la Orden TDF/149/2025 el pasado 15 de mayo, han comenzado a abordar el problema al imponer obligaciones para combatir la suplantación de identidad en comunicaciones telefónicas y por SMS, pero aún queda mucho por hacer.

Entre los cambios legales propuestos, la letrada destaca la necesidad de incluir expresamente en la normativa del IRPF la deducción de pérdidas por ciberfraude, mediante criterios objetivos y homogéneos. También plantea la implantación de protocolos obligatorios de análisis de riesgo por parte de las entidades bancarias ante operaciones sospechosas, basados en factores como importes elevados, beneficiarios atípicos, conceptos inusuales o transferencias desde ubicaciones no habituales. Además, reclama un refuerzo de los mecanismos extrajudiciales de resolución de conflictos, la mejora en la trazabilidad de transferencias, y una mayor colaboración activa de los bancos en procedimientos de fraude.

Finalmente, subraya la importancia de campañas institucionales permanentes que eduquen a la población sobre los fraudes digitales más comunes. “Aunque la normativa actual no exige a las entidades comprobar que el nombre del beneficiario coincida con el IBAN, ni se exige comprobar los conceptos de las transferencias, los bancos disponen de medios técnicos suficien-

## ¿Qué documentación exige Hacienda?



### Una denuncia policial es

imprescindible, pero no suficiente. La Agencia Tributaria solicita una prueba documental robusta que demuestre la pérdida y la actuación diligente del afectado. ¿Cómo se documenta un robo digital para que tenga validez legal y pueda ser considerado una pérdida patrimonial ante Hacienda? “Para que un robo digital (por ejemplo, por estafa, phishing o hackeo) tenga validez legal y sea considerado como una pérdida patrimonial deducible ante Hacienda, se debe documentar adecuadamente desde el punto de vista jurídico, técnico y fiscal”, explica Cristóbal Campos, quien desglosa su respuesta:

### 1. Presentar denuncia formal ante la policía o juzgado.

Es imprescindible denunciar el hecho ante cuerpos especializados (como la Unidad de Delitos Telemáticos en España o la Guardia Civil). Sin una denuncia, Hacienda no aceptará la pérdida como deducible.

### 2. Informe pericial.

Un perito informático debe elaborar un informe que demuestre técnicamente que el robo fue real, involuntario y sin negligencia.

### 3. Documentación contable y comunicación a Hacienda.

Para contribuyentes particulares o autónomos, la pérdida debe constar como merma patrimonial no recuperable, en la declaración del IRPF. Se puede justificar como “pérdida por robo o estafa” en el apartado de variación patrimonial. Para empresas, se refleja como gasto extraordinario o pérdida, si se acredita que no es recuperable y que se ha seguido un proceso legal (denuncia, intento de recuperación, etc.). “En algunos casos, Hacienda puede requerir sentencia firme si hay procedimiento judicial abierto. Sin embargo, si se prueba la imposibilidad de recuperación, puede admitirse antes”, detalla. ✱

tes para detectar incongruencias evidentes. De hecho, algunas entidades ya realizan llamadas preventivas de verificación ante operaciones inusuales ya realizadas previamente por el usuario, de forma incluso aleatoria, lo que demuestra que los mecanismos existen, aunque no siempre se aplican sistemáticamente. En definitiva, la lucha contra el ciberfraude no puede depender solo de la reacción individual de cada afectado. Se necesita un marco legal más definido, sistemas bancarios más exigentes en la detección preventiva y una ciudadanía mejor informada. Es una tarea conjunta de legisladores, operadores bancarios, autoridades fiscales y ciudadanía. La ciberseguridad jurídica debe dejar de ser reactiva para convertirse en preventiva”, concluye la abogada, una idea con la que coincide Bruno: “Es fundamental que las instituciones brinden más educación y herramientas para prevenir estos delitos y que los usuarios estén mejor informados sobre cómo detectar y actuar ante estos casos”. ●

'EXPERTOS' SIN CONOCIMIENTOS NI COMPETENCIAS

# Los *finfluencers* incrementan la vulnerabilidad de los inversores

Los *finfluencers* crean contenidos de tipo financiero en las redes sociales y a través de ellos hacen a menudo recomendaciones. Su creciente presencia y la falta de regulación plantea importantes retos para la protección de los inversores minoristas, especialmente los más jóvenes. Por **FERNANDO ZUNZUNEGUI**.\*

\*De **Zunzunegui Abogados**. Coordinadores de Regulación de **EFPA España**.

**C**omo en otros ámbitos de nuestra vida, las redes sociales han adquirido cada vez más relevancia en el mundo financiero. Los *finfluencers* operan en este sector promocionando productos, servicios, formación y asesoramiento. Generan confianza y vínculos con la audiencia.

Algunas autoridades los emplean para difundir sus mensajes y reforzar su credibilidad. Deportistas, cantantes o actores promocionan productos y servicios financieros, guiando a su audiencia incluso en el proceso de contratación. **Kim Kardashian**, por ejemplo, recomendó invertir en una criptomoneda sin revelar que había recibido una remuneración, lo que le costó más de un millón de dólares de sanción tras un acuerdo con la SEC.

Los *finfluencers* contribuyen a la educación financiera y al acceso a nuevos productos financieros, pero generan riesgos cuando ofrecen recomendaciones de inversión sin la cualificación necesaria y sin cumplir las normas de conducta del mercado de valores. Orientan especialmente a los más jóvenes con datos y consejos financieros para facilitar el acceso a productos novedosos como los criptoactivos. Según una encuesta de la autoridad alemana BaFin, más de la mitad de los inversores menores de 45 años considera que las redes sociales son una fuente fiable de información financiera, y un 60% las ve como una alternativa válida al asesoramiento profesional. Sin embargo, un 37% de los jóvenes inversores desconoce que es habitual que los *influencers* reciban compensaciones por sus recomendaciones. A su vez, la Financial Conduct Authority (FCA) del Reino Unido señala que casi dos tercios de los jóvenes de entre 18 y 29 años siguen a *influencers* financieros, y un 74% de ellos afirma confiar en sus consejos.

## Remuneraciones ocultas

Para el CFA Institute, los factores que impulsan este fenómeno incluyen la preferencia por canales digitales, la escasa educación financiera y la limitada interacción con asesores financieros regulados.

Según la propuesta de la Estrategia de Inversión Minorista (RIS) de la Comisión Europea, se considera «*finfluencer*» a quien “ejerce una actividad de influencia comercial movilizándolo su popularidad para comunicar al público, por medios electrónicos y a cambio de cualquier tipo de remuneración, contenidos destinados a promocionar, directa o indirectamente, productos o contratos financieros”. La remuneración del *finfluencer* es un aspecto crítico desde la óptica del inversor, ya que son incentivos que deben ser revelados.

Los *finfluencers* actúan como canal de comunicación entre los usuarios de redes sociales y los oferentes de productos financieros. Popularizan las finanzas y facilitan el acceso a nuevos productos, pero a menudo lo hacen al margen de las normas del mercado, amparándose en la libertad de expresión. No obstante, la promoción de productos financieros en redes sociales no exime del cumplimiento normativo. Las normas sobre transparencia,

➔ **MÁS DE UN TERCIO de los inversores desconocen que es habitual que los *finfluencers* reciban compensaciones por sus recomendaciones.**



prevención de conflictos de interés, idoneidad del asesoramiento, régimen de incentivos o abuso de mercado se aplican con independencia del canal utilizado. Asimismo, están sujetos a la normativa sobre publicidad financiera.

Los *finfluencers* se relacionan con entidades registradas, ofreciendo un nuevo canal de distribución y, en ocasiones, educación financiera. Según EIOPA, el 25% de las aseguradoras ya emplea *influencers* en sus campañas publicitarias. El uso de este canal incrementa tanto el riesgo legal como el reputacional. Son las entidades que los contratan las responsables del cumplimiento normativo, sin perjuicio de la responsabilidad individual del *finfluencer*.

## Vulnerabilidad de los inversores

La falta de transparencia en las comunicaciones y las recomendaciones inadecuadas hacen vulnerables a los inversores que siguen a los *finfluencers*. Rara vez revelan la naturaleza publicitaria de sus mensajes. Según un estudio conjunto de la Comisión Europea con autoridades de protección al consumidor, el 97% de los *influencers* publican contenido comercial – incluyendo contenido financiero –, pero solo uno de cada cinco indica que se trata de publicidad. La primera regla debe ser la autenticidad, dejando claro que el mensaje es publicitario.

Los *finfluencers* no pueden prestar servicios financieros. No pueden asesorar, actividad reservada a quienes cuentan con la cualificación y autorización correspondiente. Para actuar como asesores, deberían registrarse y cumplir con la normativa vigente.

Pueden ser divulgadores o educadores bajo ➔➔➔

## La respuesta de los supervisores

► Los *finfluencers* suelen operar al margen de las normas de mercado, con prácticas novedosas aún no reguladas de forma específica. Las autoridades financieras incluyen su regulación en sus planes estratégicos para lograr garantizar una supervisión adecuada. IOSCO propone la elaboración de un código de buenas prácticas que alinee su actividad con la normativa financiera. Este código busca mejorar la seguridad jurídica adaptando la regulación a las redes sociales, asegurando la divulgación de los conflictos de interés con incorporación de advertencias estandarizadas. Desde un sano escepticismo, se recomienda a los usuarios verificar las credenciales de los *finfluencers* en registros oficiales y analizar los incentivos que motivan sus recomendaciones.

► En la Unión Europea, ESMA advierte que ciertos mensajes en redes sociales pueden constituir abuso de mercado.

Cualquier persona que no sea profesional y emita recomendaciones de inversión debe asegurarse de que la información sea fiable, y debe revelar claramente la existencia de sus conflictos de interés. Es fundamental tener precaución al compartir estrategias de inversión o emitir opiniones sobre el precio de instrumentos financieros. Si una publicación está remunerada, debe indicarse de forma clara. La omisión en la declaración de conflictos de interés puede constituir manipulación de mercado. Las sanciones pueden alcanzar los cinco millones de euros.

► La CNMV ha situado la supervisión de las recomendaciones de inversión en redes sociales entre sus prioridades. Ante la proliferación de *influencers* sin cualificación que emiten recomendaciones sin observar las normas de conducta, ha emitido un comunicado instando a quienes, por su número de seguidores o frecuencia de publicaciones, sean percibidos como expertos, a identificarse y declarar sus conflictos de interés para evitar sanciones. ❄

→→→ determinados requisitos, pero tienen prohibido asesorar. Educar no es asesorar. Compartir experiencias tampoco lo es, aunque exponer una experiencia personal con intención de recomendar inversiones y obtener un beneficio podría considerarse asesoramiento. A estos efectos, basta con que se perciba como una opinión profesional destinada a influir en decisiones de inversión. Sin embargo, según MiFID II, las recomendaciones de los *influencers* tienen carácter general y están excluidas del concepto legal de asesoramiento financiero, ya que se dirigen al público general y no a un inversor concreto, ni se presentan como idóneas para sus circunstancias personales. Para cerrar esta laguna, debería ampliarse la noción de asesoramiento financiero, incluyendo las recomendaciones de los *finfluencers* en redes sociales que puedan ser percibidas como asesoramiento profesional. En este contexto, EFPA aboga por definir y regular la actividad de quienes influyen comercialmente en decisiones de inversión en redes sociales, diferenciándola del asesoramiento financiero tradicional. Es necesario reformular la definición legal de asesoramiento financiero e incluir en ella estas

nuevas formas de influencia, distinguiéndolas de la mera orientación o educación financiera, que eventualmente podrían realizar.

## Importancia de la cualificación

Los denominados *finfluencers* se presentan como expertos, compartiendo experiencias personales en redes sociales para recomendar inversiones de forma atractiva. Son capaces de explicar conceptos complejos con ejemplos de la vida cotidiana, haciendo más accesible el lenguaje financiero. Sin embargo, esta aparente cercanía incrementa el riesgo para los inversores minoristas.

Los *finfluencers* se presentan como expertos sin contar con los conocimientos ni las competencias requeridas a los asesores registrados. Suelen recomendar criptoactivos y otros productos de alto riesgo, pero las redes sociales, por su naturaleza, no son el medio adecuado para promocionar productos financieros complejos. Es imprescindible advertir de los riesgos, y para ello es necesario estar cualificado.

IOSCO subraya que la mejora de la educación financiera es clave para alertar a los usuarios sobre los riesgos de confiar en recomendaciones accesibles en redes sociales. También señala que debe insistirse en la transparencia por parte de los *finfluencers* para evitar sanciones y proteger su reputación. ESMA exige que quienes informan o recomiendan sobre criptoactivos cuenten con cualificaciones equivalentes a las exigidas para los instrumentos MiFID, directrices que también resultan aplicables a los *finfluencers*.

La eficacia de estas medidas dependerá de programas de educación financiera tanto para usuarios como para *finfluencers*. En su política hacia los *finfluencers* con el fin de proteger a los consumidores, las autoridades francesas han desarrollado un módulo de formación específico. Este permite obtener el «certificado de *finfluencer* responsable», y se recomienda a las entidades financieras que colaboren exclusivamente con *finfluencers* certificados. En España, la CNMC dispone de un registro de *influencers* basado en ingresos y seguidores, pero no contempla el ámbito financiero. Sería oportuno avanzar, en colaboración con la CNMV, hacia un registro específico de *finfluencers* con formación certificada. ●



# Test número 20 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](http://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.** ¿Qué efectos produce la tendencia a la desglobalización a la que nos podríamos encaminar, según los expertos consultados por esta revista?

- A. **Más crecimiento económico de los grandes países y mayor control de precios.**
- B. **Incremento de los flujos comerciales, menos inflación a largo plazo y mejora de los mercados financieros.**
- C. **Menos crecimiento, más inflación y mayor volatilidad macroeconómica.**

**2.** Según la encuesta de EFPA España publicada en este número, ¿cuál fue la reacción de la mayoría de los asesores financieros (51,8%) ante la crisis en los mercados por la guerra de los aranceles?

- A. **Se adelantó a contactar con los clientes sin esperar a la llamada de estos.**
- B. **No llamó a los clientes para no incrementar su preocupación.**
- C. **Estuvo muy atento a las llamadas de los clientes para tranquilizarlos.**

**3.** Según la misma encuesta de EFPA España, ¿de dónde procede la información que manejaron los asesores financieros durante las primeras semanas de la crisis provocada por la guerra de los aranceles?

- A. **De los medios de comunicación.**
- B. **De fuentes propias de los asesores.**
- C. **De las gestoras y casas de análisis.**

**4.** ¿Qué incentivos se consideran importantes para hacer más atractivas las inversiones sostenibles?

- A. **Mejor gestión, hacer más comprensible la oferta.**

- B. **Transparencia, más formación a los equipos comerciales y personalización de la oferta.**
- C. **Más rentabilidad, mejor comercialización.**

**5.** ¿Cuál es el papel del Círculo de Empresarios, asociación surgida tras los Pactos de la Moncloa en 1977?

- A. **Funciona como una patronal y entre sus cometidos negocia con sindicatos y gobierno los asuntos que afectan al mundo empresarial.**
- B. **Es una institución de debate entre empresarios que realiza también estudios sobre los temas que les afectan o sobre medidas aprobadas por el gobierno.**
- C. **Es un club de empresarios que organiza debates sobre los temas económicos de actualidad.**

**6.** Fundada como una orden militar para proteger a los peregrinos de Tierra Santa tras la Primera Cruzada, se convirtieron en los grandes banqueros de Europa. ¿De quién estamos hablando?

- A. **La Orden de Santiago**
- B. **La Orden de Malta.**
- C. **La Orden de los Templarios.**

**7.** Según una encuesta de la autoridad alemana Bafin, ¿qué porcentaje de inversores menores de 45 años considera a las redes sociales como una alternativa válida al asesoramiento profesional?

- A. **60%.**
- B. **50%.**
- C. **38%.**

**8.** El sector del automóvil vive un momento decisivo. Se sigue con gran atención la carrera por el liderazgo de venta de los coches eléctricos. ¿Cuáles son las tres marcas de mayor capitalización bursátil?

- A. **Tesla, Mercedes-Benz y Toyota.**
- B. **Tesla, Toyota y BYD.**
- C. **Toyota, Tesla y Volkswagen.**

**9.** A la hora de analizar los sectores económicos cotizados en las bolsas europeas, ¿cómo se considera al sector de la salud en el análisis del especial?

- A. **Es un sector defensivo.**
- B. **Es un sector claramente de crecimiento.**
- C. **Es defensivo y de crecimiento.**

**10.** ¿Cuál es el efecto de la labor de los *finfluencers* sobre los inversores?

- A. **Los hace más vulnerables al hacer recomendaciones poco transparentes.**
- B. **Contribuye desde las redes sociales a incrementar el rendimiento de las inversiones.**
- C. **Complementan la labor de los profesionales del asesoramiento financiero.**

**11.** ¿Qué opina Josep Borrell, ex alto representante de la UE para Asuntos Exteriores y Política de Seguridad, en la entrevista publicada en este número sobre la financiación del Sistema de Defensa de la UE?

- A. **Es difícil su financiación porque Europa no tiene los instrumentos financieros necesarios.**
- B. **Es solo un problema instrumental. Lo importante es ponerse de acuerdo en lo que se quiere financiar.**
- C. **Será fácil poner de acuerdo a los países de la UE tras la nueva actitud de EE. UU.**

**12.** ¿Cuál es la opinión de Josep Borrell sobre la relación futura de Europa y China?

- A. **No será fácil construir una nueva actitud política de la UE respecto a China porque no todos los países europeos están en la misma longitud de onda.**
- B. **Ya existía un acercamiento en los últimos años que ahora se incrementará.**

- C. **En la búsqueda de su independencia habrá un alejamiento de China como el que se está produciendo con EE. UU.**

**13.** ¿Se puede declarar ante Hacienda un dinero que ha sido robado a través de un ciberdelito?

- A. **No se puede.**
- B. **Se puede si es cuantificable la pérdida, es imposible recuperar el importe sustraído, hay ausencia de negligencia y se han agotado las vías para su recuperación.**
- C. **Se puede, en cualquier caso, tras su denuncia a la Policía.**

**14.** La deuda bruta de las administraciones públicas comienza a preocupar a los gestores de cartera. ¿Cuáles son los dos países con mayor deuda respecto al PIB?

- A. **Estados Unidos y Reino Unido.**
- B. **Japón y Alemania**
- C. **Japón y Estados Unidos.**

**15.** ¿Cuál es la visión de la IA en el libro *Impromptu*?

- A. **Es un riesgo grande para la ética, la privacidad y el futuro del trabajo.**
- B. **Es un potenciador de capacidades para el creativo, el escritor y el programador.**
- C. **Es más amenaza que una oportunidad.**



Accede al test

## HITOS DE LA HISTORIA ECONÓMICA

# Los templarios: de las cruzadas a las finanzas internacionales

En el corazón de Londres aún resuena la huella de los templarios, una orden que no solo empuñó la espada en Tierra Santa, sino que sentó las bases de la banca moderna con un sistema pionero de transferencias y préstamos que cambió la economía medieval. Por **LUIS TORRAS**.

**C**omo cualquier ciudad antigua, Londres está repleta de historias y secretos. En el corazón de la City, si dejamos atrás el bullicio de The Strand y atravesamos Inner Temple Lane, siguiendo a algunos de los abogados togados que merodean por la zona, llegamos a los muros centenarios de Temple Church, una iglesia medieval construida por los caballeros templarios hacia 1185. Su arquitectura destaca por la nave circular –la Round Church–, inspirada en la Iglesia del Santo Sepulcro de Jerusalén, símbolo de la conexión espiritual con Tierra Santa. Esta austera iglesia no solo era un lugar de culto: también fue una institución financiera pionera. Los caballeros templarios –siempre rodeados de misterio– fueron una pieza clave en el sistema bancario medieval, estable-

ciendo un rudimentario sistema de banca para peregrinos y nobles, que permitía depositar dinero en Europa y retirarlo en Tierra Santa mediante una especie de letra de cambio medieval.

Durante los siglos XII y XIII, los templarios en Londres gestionaban fondos, custodiaban tesoros reales –incluido el de **Enrique II**– y funcionaban como una especie de banco internacional, respaldado por la confianza que inspiraban sus votos y rectitud. Su control sobre el Templo de Jerusalén les permitió construir una fortaleza económica y espiritual que perduró incluso tras la disolución de la orden en 1307. Hoy, Temple Church permanece en pie como una joya del románico inglés, custodiada por los Inns of Court –las instituciones jurídicas más antiguas de Inglaterra– y sigue siendo un símbolo poderoso del vínculo entre fe, poder y finanzas que definió la Edad Media.

## Contexto histórico: los templarios como banqueros

Los templarios fueron fundados en 1119 como una orden militar destinada a proteger a los peregrinos en Tierra Santa tras la Primera Cruzada. Sin embargo, su influencia creció más allá del ámbito militar debido a su extensa red de fortalezas en Europa y Oriente Medio. Estas posiciones estratégicas permitieron la creación de un sistema financiero transnacional que respondía a varias necesidades clave:



La Iglesia del Temple fue la primera iglesia redonda en Gran Bretaña, construida en el siglo XII por los Caballeros Templarios.

- ▶ Seguridad en la transferencia de dinero.
- ▶ Financiación de las cruzadas y expediciones militares.
- ▶ Depósitos y préstamos para monarcas y comerciantes.

Este último aspecto surgió como resultado natural de convertirse en una entidad depositaria, por lo que los templarios cobraban por ello, generando recursos propios, además de utilizar estos recursos para prestar a partir de un sistema de reserva fraccionaria. Con el tiempo, los templarios se convirtieron en los banqueros de Europa, manejando los fondos de reyes como Enrique II de Inglaterra y Felipe IV de Francia.

## Innovaciones financieras de los templarios

El sistema financiero templario introdujo varias innovaciones que anticiparon prácticas bancarias modernas. Destaca, por un lado, el uso de la letra de cambio, en una versión arcaica que más tarde perfeccionaría la banca florentina del Renacimiento; por otro, los primeros sistemas de transferencia internacional.

Una de las principales contribuciones templarias a las finanzas fue el uso de letras de cambio, aunque fuese en su versión más primitiva, un mecanismo precursor de los cheques modernos. Un peregrino podía depositar dinero en una encomienda templaria en París y recibir un documento que le permitía retirar la misma cantidad en Jerusalén. Este sistema evitaba los peligros de transportar grandes sumas de oro o plata y facilitaba el comercio internacional, al tiempo que permitía generar ingresos financieros sin practicar la usura. Como señala el historiador Malcolm Barber, uno de los mayores expertos sobre la Orden del Temple, “los templarios ofrecieron un sistema de transferencia de fondos →→→

---

➔ **LOS TEMPLARIOS se convirtieron en los banqueros de Europa, manejando los fondos de reyes como Enrique II de Inglaterra y Felipe IV de Francia.**

---

➔ **NO HUBO TRANSPARENCIA en sus cuentas ni control externo, lo cual facilitó la propagación de acusaciones infundadas.**

---

## Lecciones del legado templario

- **Del legado templario también podemos extraer algunas lecciones.** Uno de los grandes errores estratégicos de la orden fue acumular una inmensa riqueza y poder financiero sin construir una base de aliados estables en la esfera política. Operaban como una institución supranacional en una Europa cada vez más marcada por el fortalecimiento de los Estados monárquicos, lo que los dejó aislados ante ataques coordinados como el de Felipe IV.

- **En segundo lugar, los templarios subestimaron el riesgo reputacional.** Aunque sus actividades bancarias eran innovadoras y útiles —custodia de fondos, transferencias seguras, financiación de campañas militares—, operaban con un secretismo que los volvió sospechosos ante la opinión pública y las élites. No hubo transparencia en sus cuentas ni control externo, lo cual facilitó la propagación de acusaciones infundadas. En el contexto medieval, donde la herejía era equivalente a traición, la falta de apertura les costó la legitimidad necesaria para defenderse.

- **Un tercer error —y definitivo,** si pensamos en la relación prestamista-prestatario con el rey Felipe IV de Francia— fue no diversificar su dependencia institucional. La Orden gozaba de protección papal, pero esa relación privilegiada se volvió irrelevante cuando el papado cayó bajo la influencia de la

monarquía francesa en Aviñón. No cultivaron apoyos suficientes en otras cortes europeas ni entre la nobleza secular. Su modelo financiero se basaba en el monopolio del prestigio y la fe, sin un verdadero “consejo de accionistas” que los defendiera en tiempos de crisis. Los templarios tuvieron un problema regulatorio y de gobernanza. Ser demasiado grande para caer no es garantía de supervivencia si el poder político no tiene incentivos para sostenerte. Los templarios fueron un banco sin Estado que operaba en una época en la que la soberanía nacional comenzaba a galvanizar su relevancia política. Su estructura internacional, vista como fortaleza en tiempos de cruzada, se volvió una debilidad en tiempos de consolidación nacional.

- **Finalmente, la historia templaria nos recuerda que la confianza es el principal activo de cualquier entidad o práctica financiera.** Durante más de un siglo, nobles, comerciantes y reyes depositaron su fe en la solvencia y honorabilidad de la Orden. Pero bastaron unas semanas de propaganda, tortura y acusaciones para poner en tela de juicio esa confianza y desatar una crisis sin barreras. En finanzas, como en política, el capital reputacional es frágil: cuesta décadas construirlo y puede perderse en poco tiempo. Unas lecciones que siguen siendo constantes en el desarrollo de las finanzas. ✨

→→→ basado en la confianza y la criptografía rudimentaria, permitiendo a nobles y peregrinos movilizar riqueza de un punto a otro con seguridad” (Barber, 1994).

Esto fue posible gracias a la extensa red internacional de la orden. A través de sus encomiendas, los templarios crearon una de las primeras redes de depósitos interconectados en Europa. Esto permitía que el dinero recaudado en un país pudiera ser utilizado en otro sin necesidad de transportarlo físicamente, reduciendo el riesgo de robo y facilitando el comercio. “Los templarios no solo protegían el oro de los peregrinos, sino que administraban fondos de la Iglesia y la nobleza, desempeñando un rol similar al de un banco central en la economía medieval” (Nicholson, 2001).

El hecho de que los templarios se convirtieran en una entidad depositaria favoreció que, tarde o temprano, pasaran a conceder también préstamos, creando una banca regia medieval. En efecto, los templarios también actuaron como prestamistas de la nobleza y la realeza. Los reyes europeos, constantemente necesitados de financiamiento para guerras y campañas militares, encontraron en los templarios una fuente confiable de crédito. A cambio, los templarios recibían tierras, derechos de explotación y privilegios fiscales. Como señala el experto **Dan Jones**, de forma célebre, el rey **Felipe IV** de Francia recurrió a los templarios para financiar su conflicto con Inglaterra, y cuando no pudo devolver lo prestado, prefirió acabar con la orden antes que honrar sus deudas (Jones, 2012). El final de la orden fue por un tema mundano de poder económico (mayor que el de cualquier rey), y no las fantasías de **Dan Brown** en *El código Da Vinci*.

### La caída de los templarios y el fin de su poder financiero

A principios del siglo XIV, la creciente riqueza y poder de los templarios generó resentimiento entre la monarquía europea, convirtiéndose en un objetivo político y económico. En su apogeo, la Orden del Temple alcanzó un poder econó-

---

mico y financiero sin precedentes en la Europa medieval. Hacia 1220, se estima que contaba con más de 9.000 encomiendas distribuidas por Europa, alrededor de 30.000 caballeros y sargentos, más de 50 castillos y fortalezas, y una flota propia con puertos en Marsella y La Rochela, lo que hacía de la Orden del Temple una suerte de Goldman Sachs medieval.

El golpe definitivo contra la orden lo asestó el rey Felipe IV de Francia, conocido como “el Hermoso”. Endeudado con los templarios por sus campañas militares y temeroso de su poder autónomo, el rey francés vio una oportunidad de debilitar a una institución que no respondía ni a la corona ni al clero nacional. La noche del viernes 13 de octubre de 1307, bajo órdenes de Felipe, se arrestó de manera simultánea a casi todos los templarios de Francia, incluido su gran maestro, **Jacques de Molay**. Se les acusó de herejía, idolatría, sodomía y prácticas secretas blasfemas. Aunque los cargos eran en gran parte fabricados, las confesiones obtenidas bajo tortura permitieron justificar la represión.

El papa **Clemente V**, presionado por la corona francesa, accedió a abrir un proceso contra la orden. Aunque varias comisiones papales encontraron a los templarios inocentes de herejía, la presión política fue irresistible. En el Concilio de Vienne de 1312, el papa disolvió oficialmente la Orden del Temple, transfiriendo en teoría sus bienes a los hospitalarios, aunque en la práctica muchos fueron absorbidos por las coronas europeas, especialmente la francesa. La disolución no fue un juicio justo, sino una operación de Estado que reflejaba el nuevo equilibrio de poder entre monarquía, papado y órdenes religiosas.

El último acto simbólico se produjo en 1314, cuando Jacques de Molay, tras retractarse de sus confesiones y proclamar la inocencia de la orden, fue quemado en la hoguera en la isla de los Judíos, en el Sena, frente a Notre-Dame. Según la leyenda, mientras ardía lanzó una maldición sobre el rey y el papa, que murieron ambos poco después. La imagen romántica de los templarios como mártires y custodios de secretos ocultos nació de este final trágico.

---

→ **SU MODELO FINANCIERO se basaba en el monopolio del prestigio y la fe, sin un verdadero “consejo de accionistas” que los defendiera en tiempos de crisis.**

---

→ **EL COLAPSO DE LOS TEMPLARIOS no fue el fin de la banca medieval, sino una transición: su estructura fue heredada por la naciente banca florentina y veneciana.**

---

Más allá del mito, la caída de los templarios marcó un hito: el principio del fin de las órdenes militares independientes y el ascenso de los Estados modernos capaces de utilizar el aparato religioso en beneficio político. Fue, en esencia, una lucha de poder encubierta bajo el manto de la ortodoxia religiosa y el escándalo moral. Su legado, sin embargo, persiste en la memoria colectiva como símbolo de lealtad, misterio y traición.

La desaparición de los templarios dejó un vacío que sería llenado por otras instituciones bancarias, como los bancos italianos y las casas de cambio en Flandes. En efecto, el colapso de los templarios no fue el fin de la banca medieval, sino una transición: su estructura fue heredada por la naciente banca florentina y veneciana. Como ocurre tantas veces en la historia, con el sustrato de lo antiguo se construyen formas nuevas. ●

### **Bibliografía**

- BARBER, Malcolm. *The New Knighthood: A History of the Order of the Temple*. Cambridge: Cambridge University Press, 1994.
- BARBER, Malcolm. *The Trial of the Templars*. 2.ª ed. Cambridge: Cambridge University Press, 2006.
- DE la Torre, Ignacio. *Los templarios y el origen de la banca*. Editorial Dilema, 2005. James, Simon. *The Templars and the Birth of Banking*. Oxford: Oxford University Press, 2012.
- JONES, Dan. *The Templars: The Rise and Spectacular Fall of God's Holy Warriors*. Nueva York: Viking, 2012.
- NICHOLSON, Helen. *The Knights Templar: A New History*. Stroud: Sutton Publishing, 2001.
- PARTNER, Peter. *The Knights Templar and Their Myth*. Rochester, VT: Destiny Books, 1990.



Por  
**LUIS  
TORRAS**



## *Dinero:* de Mesopotamia al Bitcoin

Dinero / **Deusto** / Daniel Fernández

En *Dinero*, el economista Daniel Fernández emprende una ambiciosa y rigurosa travesía intelectual recorriendo la historia del dinero desde la antigua Mesopotamia hasta nuestros días, caracterizados por el dominio de los bancos centrales, la falta de anclaje monetario y la irrupción de Bitcoin. Con un enfoque multidisciplinar que combina economía, antropología e historia, el autor desmonta muchas de las narrativas convencionales que han dominado la historiografía monetaria, proponiendo una visión más compleja, descentralizada y evolutiva del fenómeno monetario, siguiendo la tradición de pensadores como **Menger**, **Mises** o **Hayek**.

A diferencia de muchos tratados que comienzan en Libia con la invención de la moneda acuñada, Fernández retrocede algo más allá, hasta los sistemas de intercambio y contabilidad de las ciudades-estado mesopotámicas. En esta parte del libro, el autor se centra en superar explicaciones simplistas como la “fábula del trueque”, para mostrar cómo, incluso en ausencia de una autoridad centralizada, las sociedades humanas

establecieron sofisticadas redes de intercambio y comercio. Y eso sin caer en trampas historicistas, como sucede, por ejemplo, con **David Graeber** y su popular libro *Debt* (rico en erudición y datos, pero pobre en sólida teoría monetaria).

El autor analiza otros momentos clave en la historia del dinero, como el colapso del Imperio Romano, ejemplo de

deterioro crónico de las finanzas públicas (déficit) e inflación monetaria, que favoreció el retorno a formas premonetarias de intercambio; la revolución monetaria impulsada por **Alejandro Magno** –quien utilizó la moneda como instrumento de unificación política y propaganda–; o el impulso dado por Carlomagno al sistema del nuevo denario, una

unidad de cuenta que perduraría durante siglos en Europa, entre otros episodios clave que harán disfrutar a cualquier lector amante de la Historia.

Con todo, lo más importante del libro es su solidez teórica sobre un tema económico clave, todavía incomprendido en muchos ámbitos financieros, económicos, empresariales y, qué decir, políticos. Lejos de presentar el dinero como una creación exclusiva del Estado o como una mera herramienta técnica, Fernández pone el foco en su dimensión institucional y evolutiva. El dinero emerge como una solución espontánea a problemas de coordinación social, que va adoptando distintas formas según el contexto político, económico y cultural, como sucede con el lenguaje o el derecho consuetudinario. Una tesis que bebe de la tradición del institucionalismo evolutivo y del liberalismo clásico,



➔ **Lo más importante del libro es su solidez teórica sobre un tema económico clave, todavía incomprendido en muchos ámbitos.**



## Surgimiento de la banca medieval

### ✓ UNO DE LOS CAPÍTULOS más

logrados es el que aborda el surgimiento de la banca medieval, donde Fernández describe con precisión cómo las redes de comerciantes, templarios y banqueros florentinos (de los que hemos hablado en nuestra serie sobre

Historia de las Finanzas en estas mismas páginas) crearon un incipiente sistema de intermediación financiera y transferencia de fondos que prefigura la banca moderna. El análisis culmina con el ejemplo paradigmático del Banco de Ámsterdam, cuya sofisticación en la gestión de depósitos y tipos de cambio marca el inicio del sistema financiero contemporáneo. ✨

dos elementos teóricos fundamentales que confieren profundidad a la comprensión de fenómenos fundamentales como el dinero.

El recorrido termina incluyendo algunas reflexiones sobre la aparición de Bitcoin, al que el autor presenta como una reactivación de la lógica descentralizada que caracterizó al dinero en sus etapas más fértiles. Así pues, no se trata de un accidente disruptivo, sino de la culminación lógica de una larga evolución en busca de dinero sólido, neutral y resistente a la manipulación política, que en este caso surge como respuesta al deterioro institucional del dinero fiduciario, especialmente desde la crisis financiera de 2008.

Se trata de una obra erudita, rica en fuentes bibliográficas y sugerente; una invitación al lector a bucear en los orígenes y evolución del dinero, así como una toma de conciencia sobre su importancia capital en el sistema económico. Una lectura imprescindible para economistas, historiadores y cualquier persona interesada en comprender uno de los pilares invisibles de la civilización. ●

## HABILIDADES DIRECTIVAS

# IA para desbloquear nuevos conocimientos

→ *Impromptu* / REID HOFFMAN / PROFIT EDITORIAL

LA INTELIGENCIA ARTIFICIAL GENERATIVA está transformando el mundo a una velocidad sin precedentes, e *Impromptu*, de Reid Hoffman, es una brújula esencial para comprender esta revolución. A medio camino entre el ensayo reflexivo y la exploración práctica, el libro nos sumerge en las posibilidades y desafíos que la IA generativa plantea para la sociedad, los negocios y el pensamiento humano.

Hoffman, cofundador de LinkedIn y una de las mentes más influyentes en el ámbito de la tecnología y el capital de riesgo impulsado desde Silicon Valley, adopta un enfoque marcadamente optimista, pero sin despegar los pies del suelo. A través de ejemplos concretos, el autor ilustra cómo los modelos de IA, como ChatGPT, están redefiniendo la creatividad, la educación, la productividad y la toma de decisiones estratégicas. No se trata solo de máquinas generando texto o imágenes, sino de sistemas que pueden potenciar nuestras capacidades, desbloquear nuevas formas de conocimiento y, en última instancia, cambiar la forma en que interactuamos con el mundo.

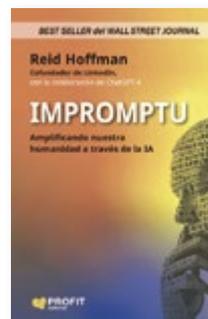
Uno de los grandes aciertos del libro es su tono accesible y divulgativo. Hoffman no se limita a describir avances tecnológicos; plantea preguntas esenciales sobre el impacto de la IA en la ética, la privacidad y el futuro del trabajo. En este sentido, su visión es

pragmática: reconoce los riesgos de la automatización descontrolada y la posible concentración del poder en manos de unas pocas empresas tecnológicas, pero también destaca las oportunidades para la innovación y la inclusión digital. Al final, la IA es un potenciador de capacidades: al creativo, lo hace más creativo; al que sabe escribir, le hará escribir

mejor; al que sabe programar, le ayudará a programar más rápido, y así sucesivamente. Esta dinámica hace que la IA sea una fuerza que seguramente incremente las desigualdades económicas y sociales entre los que la sepan utilizar y los que no.

La edición en castellano cuenta con un prólogo excepcional de Marcel Rafart, que contextualiza la relevancia del libro para el mundo hispanohablante y refuerza la importancia de entender la IA generativa no solo como una herramienta de eficiencia, sino como un fenómeno cultural y filosófico. La recomendación del inversor Didac Lee subraya el valor de *Impromptu* como una obra clave para emprendedores, inversores y profesionales que buscan anticiparse al futuro de la tecnología.

En definitiva, *Impromptu* es un libro imprescindible para cualquier persona interesada en la inteligencia artificial y su impacto en nuestras vidas. Hoffman nos invita a ver la IA no como una amenaza, sino como una oportunidad para potenciar la creatividad humana y redefinir el concepto mismo de innovación. ●



➔ **La IA es un potenciador de capacidades: al creativo, lo hace más creativo; al que sabe escribir, le hará escribir mejor.**

## LA CERTIFICACIÓN EN LA SOCIEDAD

# El motor invisible que hace posible el progreso

A lo largo de la historia contemporánea, son muchos los grandes avances que han tenido un denominador común, una base silenciosa pero imprescindible: las certificaciones. Sin ellas, el mundo tal y como hoy lo conocemos, sencillamente, no sería el mismo. Por **NATALIA PASTOR**.



**E**l casco que utilizamos para ir en moto, la calificación energética de nuestra lavadora o el plato que nos sirven en un restaurante. En todos estos escenarios, la certificación está presente. También cuando una persona busca planificar su jubilación, invertir sus ahorros o gestionar un patrimonio familiar, y lo hace contando con un asesor certificado como EFP (*European Financial Planner*).

En el 25 aniversario de EFPA España, la asociación quiere compartir con toda la ciudadanía por qué la certificación con la que cuentan sus más de 36.000 miembros asociados no es solo un trámite burocrático o un papel más. Es la

herramienta fundamental que ha impulsado la profesionalización, la credibilidad y la protección al cliente de la que sus clientes disfrutan hoy. Pero ¿qué es exactamente una certificación y por qué es tan vital? ¿En qué otros ámbitos aplican?

## Certificar: mucho más que cumplir normas

La Real Academia de la Lengua Española, define el término “certificación” así: *Documento en que se asegura la verdad de un hecho*. Lo cierto es que, cuando pensamos en certificaciones, a menudo imaginamos un sello en un documento

o un diploma que alguien obtiene tras una formación. Sin embargo, la certificación va mucho más allá. Es el instrumento que garantiza que un proceso, producto o servicio cumple con estándares reconocidos de calidad, seguridad y eficiencia, aportando confianza técnica y respaldo normativo en sectores críticos y esenciales, y en muchos casos como en EFPA, garantizan el mantenimiento de lo certificado a través del tiempo por su renovación vía recertificación.

Esto permite construir confianza en ámbitos donde un fallo puede ser catastrófico y donde el desarrollo de un estándar es fundamental para el propio avance de una disciplina o industria en concreto. Estamos rodeados de objetos, procesos y profesionales certificados, aunque a menudo pasen desapercibidos. Un sistema de control aéreo que guía cientos de vuelos diarios, un medicamento que salva vidas o una planta de producción de alimentos que distribuye miles de productos a supermercados cada día, dependen, entre otros muchos ejemplos, de certificaciones que avalan que todo funciona adecuadamente. Sin el desarrollo de estos estándares, el progreso sería lento, inseguro o directamente imposible.

## Ventajas de contar con una certificación EFPA

- **Disponer de una certificación EFPA** no solo valida la experiencia del asesor, sino que impulsa su carrera de manera tangible.

- **Garantizan una ampliación continua de conocimientos**, permitiendo a los expertos mantenerse actualizados y avanzar en su desarrollo profesional.

- Contribuyen a **mejorar la calidad del servicio** ofrecido, aumentando la satisfacción y fidelidad de los clientes.

- Suponen un reconocimiento de prestigio profesional, favoreciendo la **diferenciación en un mercado competitivo**.

- Facilitan la **adaptación a las exigencias regulatorias actuales** y futuras relacionadas con la cualificación profesional, asegurando el cumplimiento normativo y la relevancia a largo plazo. ✨

➔ **CADA LOGRO HUMANO, cada avance tecnológico y social, ha sido posible gracias a estándares invisibles pero esenciales.**

## La certificación cambia la historia

Imaginemos por un momento los años 60, cuando la humanidad se propuso una misión hasta ese momento imposible: llegar a la Luna. El programa Apolo de la NASA no solo necesitó ingenieros brillantes y astronautas valientes, sino una red enorme de estándares y certificaciones que garantizaban la calidad y seguridad en cada componente, desde el cohete Saturn V hasta el traje espacial. Cada pieza fue certificada para resistir condiciones extremas, evitando así fallos fatales. Gracias a ello, el 20 de julio de 1969, **Neil Armstrong** pudo pisar la superficie lunar y pronunciar su famosa frase: “Un pequeño paso para el hombre, un gran salto para la humanidad”. Algo que recoge, de alguna manera, la esencia que hay detrás de cualquier certificación.

En la medicina, la certificación ha sido igualmente revolucionaria. La cirugía cardiovascular moderna debe su eficacia a protocolos certificados que garantizan que todo el equipo, desde los instrumentos hasta los procedimientos, cumple con los máximos estándares. Sin estas certificaciones, los avances que han salvado millones de vidas serían impensables.

La arquitectura, otro ejemplo emblemático, nos muestra cómo los estándares certificados aseguran la resistencia y funcionalidad de las construcciones. La Torre Eiffel, inaugurada en 1889, fue un hito en la ingeniería estructural. Desde entonces, la evolución hacia rascacielos que desafían la gravedad se ha basado en rigurosos procesos certificados que garantizan la seguridad y la sostenibilidad. Uno de los más famosos es el certificado Passivhaus, un estándar internacional que se otorga a edificios que están diseñados y construidos para ser extremadamente eficientes en el uso de energía, manteniendo al mismo tiempo un alto confort térmico y calidad del aire interior.

→→→

→→→ En la alimentación, la certificación es garantía de salud pública. El control de calidad, la trazabilidad y los estándares sanitarios permiten que los alimentos que llegan a nuestra mesa sean seguros y nutritivos. Sin estas certificaciones, las epidemias o intoxicaciones alimentarias serían mucho más frecuentes.

Si apuntamos hacia el asesoramiento financiero, las certificaciones han sido, son y serán claves. Cuando un asesor financiero obtiene alguna de las certificaciones EFPA, no solo acredita su formación y preparación, sino que garantiza un compromiso con la ética, la competencia y la protección del cliente. En el caso de EFPA España, con la actualización constante de sus conocimientos y competencias. La ventaja diferencial con las titulaciones académicas, y su gran valor, es que no son de por vida; una vez obtenidas se debe garantizar anualmente que se ha realizado la suficiente formación continua para mantenerse actualizado profesionalmente. Esto da confianza a millones de personas para gestionar sus ahorros, planificar su futuro y enfrentar la incertidumbre económica.

## Certificar para construir confianza y bienestar

La sociedad en su conjunto se beneficia cuando las personas y los servicios están certificados. La certificación se convierte así en un motor de avance, innovación y bienestar social. Sin este motor invisible, la economía se paralizaría y la calidad de vida disminuiría. *“Cuando echamos la vista atrás, en el ámbito concreto del asesoramiento financiero, vemos claramente cómo el desarrollo e implementación de las diferentes certificaciones EFPA no es solo un garante, es también un impulsor”*, resume **Verónica Martín**, responsable de Acreditación y Certificación de la asociación. *“Por eso, en EFPA España celebramos 25 años compartiendo con la sociedad que*

### En la Antigüedad: Certificaciones de habilidades y oficios

• En civilizaciones antiguas como Egipto, Mesopotamia o China, ya existían registros oficiales que certificaban habilidades, rangos o logros, especialmente en áreas como la medicina, arquitectura o escritura. Por ejemplo, en el Antiguo Egipto, los escribas eran certificados autoridades religiosas después de años de formación.

### Edad Media: Gremios y maestros artesanos

• En Europa medieval, los gremios eran organizaciones que regulaban oficios como la herrería, carpintería, panadería, etc. Para convertirse en maestro artesano, se requería pasar por etapas (aprendiz, oficial) y presentar una “obra maestra” que era evaluada. Esto funcionaba como una forma de certificación profesional.

### Certificaciones académicas (universitarias)

• Las primeras universidades, como Bolonia (1088), París (1150) y Oxford (1096), comenzaron a emitir grados académicos como “Licenciado” o “Doctor”, que actuaban como certificaciones oficiales de conocimiento.

### Certificaciones modernas

• En tiempos modernos, las certificaciones profesionales comenzaron a tomar forma en el siglo XIX y XX, con organizaciones e instituciones independientes estableciendo estándares (por ejemplo, en ingeniería, contabilidad, informática). Un ejemplo temprano es el de los ingenieros civiles británicos que comenzaron a certificarse a través del Institution of Civil Engineers en 1818. ✱

supone ser miembro certificado y que detrás de cada asesor certificado hay un compromiso con la excelencia y la ética. No se trata solo de cumplir con una norma, sino de hacer posible que los ciudadanos puedan confiar plenamente en quienes les asesoran sobre su patrimonio y sus metas”, añade. Porque certificarse no es solo cumplir normas, es construir el futuro. ●

➔ **ESTE 25 ANIVERSARIO, EFPA España quiere poner en valor el poder transformador de la certificación en la sociedad.**

**25 AÑOS  
CERTIFICANDO A LOS  
ASESORES  
FINANCIEROS QUE  
TRANSFORMAN TU  
AHORRO EN  
INVERSIÓN, TUS  
DECISIONES EN  
RENTABILIDAD.**

Gracias por confiar  
en profesionales **EFPA**.



## Nuevasede

# EFPA España se traslada al icónico Edificio Macià



Fotos: Silvia Piera

EFPA España estrena oficinas en la planta 11 del Edificio Macià de Barcelona, uno de los puntos neurálgicos y más visibles de la ciudad. Este traslado no solo supone una mejora funcional, sino también un paso simbólico: una apuesta por el crecimiento, la proyección y la visión 360° con la que la asociación cumple 25 años.

Por **NATALIA PASTOR.**

**H**ay edificios, y luego están los que tienen nombre propio -o incluso apellido-. La nueva sede de EFPA España es de estos últimos. Un espacio que no solo se reconoce por su ubicación, sino que dialoga con la ciudad que lo acoge e inspira el inicio de nuevas etapas y retos. Pero empezamos por el principio.

El Edificio Macià fue proyectado en 1970 por **Josep Soteras**, arquitecto jefe del Ayuntamiento de Barcelona durante el mandato de **Josep Maria de Porcioles**. Es también uno de los llamados “edificios singulares” de la era de este alcalde, un periodo en el que Barcelona vivió una profunda transformación urbana. Y es singular porque, en aquel momento, su altura no se ajustaba a la normativa urbanística de la época. Había llegado el momento de abrir de la ciudad hacia arriba. Y el Edificio Macià lo hizo en 75 metros de altura.

### Visión, posición... acción

Las oficinas de EFPA España ocupan una superficie de 300 m<sup>2</sup> formando un entorno contemporáneo y luminoso en la planta 11. Desde esta posición elevada, todos los espacios de trabajo disfrutan de vistas panorámicas de 360 grados que abarcan la ciudad de Barcelona, desde la montaña del Tibidabo hasta el mar, y desde el Eixample hasta más allá de su área metropolitana. Uno de sus elementos más destacados es la Sala de Juntas, que disfruta de unas vistas privilegiadas a la emblemática plaza que acoge el imponente edificio.

Este nuevo enclave abre también un nuevo capítulo para EFPA España, comprometida con la excelencia, la profesionalización del sector y la conexión con el entorno empresarial más dinámico de la ciudad. “Este traslado representa mucho más que un cambio de oficinas. Refleja el momento de consolidación que vive EFPA España y nuestra voluntad de seguir creciendo, cerca de nuestros asociados y alineados con el dinamismo del sector financiero y los desafíos que enfrenta”, explica **Andrea Carreras-Candi**, directora de EFPA España. Destaca, de hecho, que las nuevas oficinas no solo ofrecen funcionalidad, sino también una perspectiva sobre la ciudad y el ritmo que la caracteriza. “Son,



Interior de la nueva sede: un espacio diáfano de 300 metros cuadrados ubicado en la planta 11.

en definitiva, el reflejo de una entidad consolidada, pero en constante evolución, alineada con el presente y preparada para mirar más lejos. El Edificio Macià reúne historia, arquitectura y ubicación estratégica. Es un espacio que nos inspira y nos conecta con el futuro”, añade Carreras-Candi.

## Altura y legado escultórico

Como si un hilo conectara la historia del edificio con la propia asociación, que celebra sus 25 años, el Edificio o Torre Macià ha sabido evolucionar en el tiempo y reivindicar su presencia en el conjunto del *skyline* barcelonés. No en vano, parte de la singularidad de este radica en su altura -que lo hermana con otros edificios de la época igualmente icónicos, como la Torre Urquinaona, el Edificio Atalaya, o las vecinas Torres La Caixa, proyectadas en 1974-. También su fachada acristalada que proyecta su inconfundible color cobre o naranja hacia todas las direcciones. Una arquitectura que ‘bebe’ de los rascacielos de Nueva York o Chicago, pero fiel a su contexto mediterráneo. De hecho, el Edificio Macià fue promovido por La Llave de Oro, una promotora fundada en 1945 por **Lluís Marsà**, que jugó un papel clave en la modernización del paisaje urbano barcelonés.

Marsà destacó por su visión de integrar arte y arquitectura. En muchos de sus edificios incluyó obras de artistas de renombre como el escultor **Josep Maria Subirachs**, quien en el número 7 de la plaza Francesc Macià decoró tanto el vestíbulo como las oficinas originales de la planta

baja (ocupadas entonces por la Banca Induban, en 1974 absorbida por el Banco Vizcaya). Quien se acerque hasta las nuevas oficinas de EFPA España lo podrá comprobar a pie de calle. Dos de los elementos más destacados de este edificio son los relieves creados por Subirachs en 1971, situados en los pilares del edificio. Titulados *Computación* (en avenida Diagonal) y *Comunicación* (en avenida Josep Tarradellas), originalmente estos relieves estaban pintados en blanco, pero fueron repintados en negro durante una remodelación posterior. En el primer relieve observamos una figura femenina y otra masculina, la Torre de Babel y un abecedario. En *Computación*, vemos unas manos y numeraciones romana, árabe y binaria. Así, lo humano y lo tecnológico se unen en un edificio que refleja los valores de EFPA España: conocimiento, progreso y conexión. Una sede que no solo acoge a la entidad, sino que proyecta el equilibrio que define el presente y el futuro del asesoramiento financiero. ●



Detalle de unos de los relieves de Subirachs ubicados en los bajos del edificio y visibles a pie de calle.

## 25 años, 4 sedes

A lo largo de su trayectoria, EFPA España ha ido creciendo de la mano de la ciudad. Desde sus inicios en Vía Laietana (2000-2004), pasando por Gran Vía 670 (2004-2014) y Josep Tarradellas 123 (2014-2025), hasta llegar hoy a su nueva sede en Francesc Macià, 7 (2025). Cada espacio ha marcado una etapa, reflejo del impulso constante de la organización y su compromiso con la excelencia profesional.



**E**l pasado 7 de mayo, más de un centenar de profesionales se dieron cita en Las Palmas de Gran Canaria para reflexionar sobre los nuevos retos de la profesión en general, y en el archipiélago canario en particular. La apertura institucional corrió a cargo de **Xavier Nicolás**, presidente del Comité de Servicios a Asociados de EFPA España, y los delegados territoriales de las Islas Canarias, **Yurena Almeida** y **Saúl Martín**, quienes pusieron en valor la labor de EFPA en las islas y la importancia de estos encuentros como espacio de conexión profesional. En un ambiente marcado por la celebración de los 25 años de EFPA España, la jornada, presentada por **Rafael Rubio**, comenzó con un mensaje claro: el asesoramiento financiero es hoy más necesario que nunca, y su evolución pasa por reforzar la comunidad, compartir experiencias y seguir apostando por la formación continua. Estas son algunas pinceladas:

- **Disciplina frente al ruido** | **Luis Hernández Cera** (**Banco Mediolanum**) defendió el uso de aportaciones periódicas como una herramienta de estabilidad emocional para el inversor, en un entorno cada vez más cambiante. Una forma de asesorar que va más allá de los productos y entra de lleno en el comportamiento del cliente.
- **Mercado inmobiliario al alza** | **Javier Delamo** (**Sociedad de Tasación**) ofreció un diagnóstico positivo del mercado de vivienda en Canarias, destacando su dinamismo y la profesionalización creciente del sector.
- **IA como aliada, no como amenaza** | En uno de los momentos más esperados y distendidos, Vicente Varó (Comité de Comunicación de EFPA España) y Javier Puerto (**Caser Asesores Financieros**) expusieron el potencial transformador de la inteligencia artificial. Lejos de sustituir, la IA libera tiempo, potencia la personalización y exige al asesor una adaptación constante para seguir siendo competitivo.
- **Inversión con paciencia y propósito** | **Munesh Melwani** (**Cross Capital**) propuso una estrategia de “value investing adaptativo”, recordando que la volatilidad, bien entendida, puede ser una aliada.
- **Apuestas alternativas y diversificación** | Tanto **Lorenzo Coletti** (**Pictet**) como **Christian Rouquerol** (**Tikeuhau**) coincidieron en el valor de las inversiones alternativas en el nuevo ciclo económico. Megatendencias, sostenibilidad y resiliencia fueron conceptos clave.

ISLAS CANARIAS, REGIÓN DE MURCIA  
E ISLAS BALEARES

## Tres citas para trazar el mapa del asesoramiento financiero en España

En el marco de su 25 aniversario, EFPA España sigue recorriendo el territorio para escuchar, debatir y proyectar el futuro del asesoramiento financiero. Canarias, Murcia y Baleares han sido escenario de tres nuevas jornadas que han reunido a más de 400 profesionales para reflexionar sobre el impacto de la tecnología, la necesidad de una educación financiera sólida y el papel central del asesor como figura de confianza en tiempos complejos.

Por **EMMA PUIG**.

### ➤ **Panorama macro y visión global**

La jornada concluyó con las perspectivas en renta fija y variable. **Beatriz Franganillo** (**Santalucía**) apostó por la flexibilidad en la gestión de renta fija, mientras que **Sergio Gámez** (**Lazard**) subrayó la necesidad de diversificar geográficamente y explorar oportunidades en compañías infravaloradas.



1



2

El 27 de mayo llegó el turno de Murcia, que reunió a más de 200 profesionales anfitrionados por su delegado territorial, **Juan Antonio Belmonte**. Una acogida de récord que evidenció el creciente peso del asesor financiero como figura clave en la toma de decisiones. El enfoque fue claro: la confianza no se improvisa, se construye.

➤ **Previsión social: el gran reto** | **José Antonio Herce (LoRIS)** lanzó un mensaje urgente sobre la necesidad de avanzar en sistemas complementarios de previsión ante una sociedad cada vez más longeva. **Ignacio Sanz (MAPFRE)**, reforzó este mensaje apostando por una previsión social corporativa que sirva como ventaja competitiva.

➤ **Herencias: un tema universal** | **María del Pilar Berral**, notaria de la Región, desmontó el mito de que la planificación sucesoria es solo para grandes patrimonios. Su intervención recordó que una buena planificación es una herramienta de tranquilidad y eficiencia, accesible y necesaria para todos.

➤ **Private equity como refugio inteligente** | **Ruth Martín (Crescenta)** defendió el capital privado como una alternativa sólida, con menor volatilidad y mejor comportamiento histórico en entornos adversos, mientras que **Eustaquio Arrimadas** insistió en el elemento de la incertidumbre señalando que, con estrategias flexibles, la renta fija vuelve a ser atractiva. Una mesa en la que también participó **Iván Díez (LFDE)** que destacó el crédito europeo como una opción atractiva.

➤ **Tecnología con rostro humano** | **Joaquín Ricardo Salinas** habló del uso de la tecnología como facilitadora de personalización en **BBVA**, mientras que **Rubén Flores (Santander Private Banking)** recordó los tres pilares que no deben perderse en banca privada: conocimiento del cliente, asesoramiento de

calidad y servicio excelente. **Alfonso García (Banco Sabadell)** cerró el evento con un mensaje optimista: la Región de Murcia está en pleno dinamismo inversor, y eso exige un asesoramiento financiero cada vez más profesional, estratégico y cercano. ●

1. Imagen general del Auditorio del Santa Catalina a Royal Hideaway de Las Palmas de Gran Canaria, en el que tuvo lugar el encuentro de Canarias.

2. Luis Alberto Marín González, consejero de Economía, Hacienda, Fondos Europeos y Transformación Digital de la Región, junto a Juan Antonio Belmonte, delegado territorial del Comité de Servicios a Asociados de EFPA España en Murcia.

## Palma, antesala de la IX edición de EFPA Congress

● Casi al cierre de este número, se celebró la última jornada del semestre en Palma, ciudad que acogerá la IX edición del EFPA Congress los días 7 y 8 de mayo de 2026. **Enrique Juan de Sentmenat**, delegado de EFPA en Baleares, animó a los asistentes a implicarse en este evento. **Josep Soler**, consejero ejecutivo de EFPA España, destacó la labor de los asesores financieros en la transición hacia un ahorro más productivo, capaz de superar los gastos, la inflación y la fiscalidad. La jornada contó con el respaldo de entidades como **Banco Mediolanum, Lazard Asset Management, Tressis, RBC Bluebay AM, Crescenta, J.P. Morgan AM y Flossbach von Storch**.

Enrique Juan de Sentmenat puso en valor la presencia de EFPA España en las Islas Baleares, con más de 640 miembros certificados.



EDUCACIÓN FINANCIERA PARA GREMIOS Y GRUPOS PROFESIONALES

# Saber de finanzas también salva el futuro

EFPA España ha incluido por primera vez en su programa de formación financiera al Colegio Oficial de Médicos de Madrid con un gran éxito de convocatoria.

Por **REDACCIÓN.**



**E**n un quirófano, un error puede costar una vida. En la planificación financiera, puede costar la tranquilidad de toda una jubilación. La comparación puede parecer algo extrema, pero pone en valor una realidad que a veces pasa desapercibida: muchos profesionales, si bien están altamente cualificados y son responsables de decisiones complejas en su día a día, se enfrentan a enormes lagunas cuando se trata de gestionar sus propias finanzas personales. Y si improvisar en el box no es buena idea, tampoco lo es a la hora de contratar una hipoteca. Es ahí donde la **educación financiera** demuestra ser tan necesaria como, a menudo, olvidada, y donde el **Programa EFPA de Educación Financiera** pone el foco.

Uno de los ejemplos más recientes lo ha protagonizado recientemente el **Colegio Oficial de Médicos de Madrid (ICOMEM)**. Sus colegiados han participado en su programa formativo, con el que EFPA España ha logrado un hito nada menor: 200 médicos se han inscrito en una serie de sesiones que abordan desde el ahorro hasta los nuevos modelos de jubilación. Y como estos médicos, el programa llega a ingenieros, arquitectos, abogados, farmacéuticos... Gremios profesionales que viven volcados en su especialidad, pero no siempre disponen de la base necesaria para poder tomar las decisiones financieras que se plantean en el día a día. En el caso de los sanitarios, con un ciclo de sesiones que comenzó el **29 de abril** y se extenderá hasta el **7 de octubre**.

## Enseñar a crecer

La propuesta de EFPA no es nueva, pero sí cada vez más ambiciosa. Desde 2015, más de **45.000 personas han pasado por el programa**, que ha contado con el respaldo de más de 300 instituciones y colegios profesionales. No se trata de formar expertos en finanzas, sino de dotar a los profesionales de herramientas básicas que los ayuden a saber qué implica una inversión, cómo preparar una jubilación o qué impacto tiene la inflación en su patrimonio.

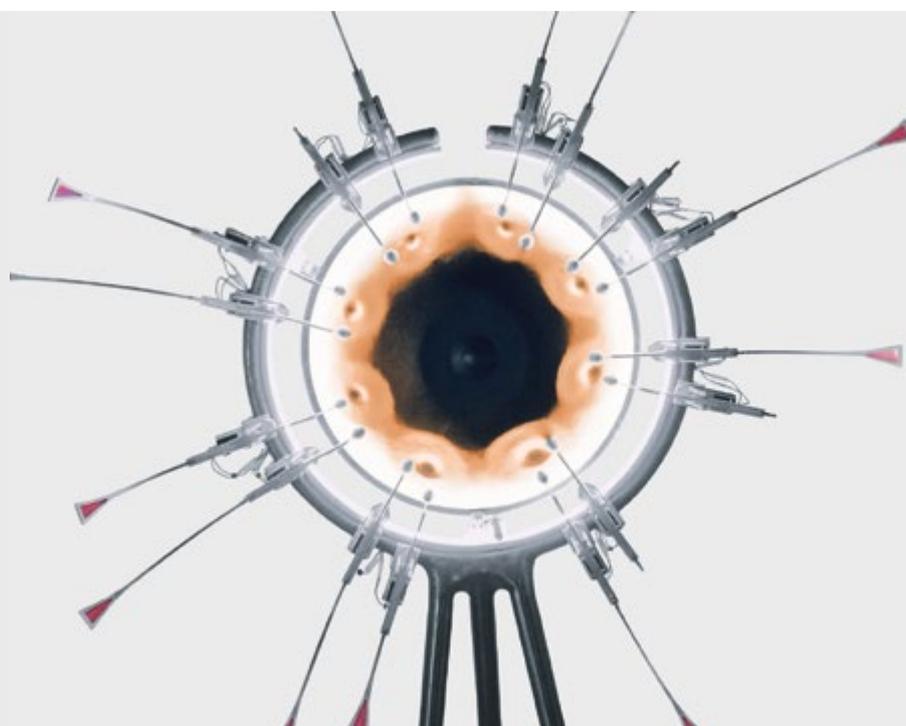
Las personas encargadas de impartir estas nociones financieras **no están alejadas del terreno, sino todo lo contrario: son asesores financieros certificados por EFPA que colaboran como formadores voluntarios**. Profesionales con experiencia real, que entienden las dudas del otro lado y que se convierten, durante dos horas, en traductores entre el lenguaje financiero y la vida cotidiana.

Convertirse en formador voluntario del Programa EFPA de Educación Financiera no solo es una oportunidad para aportar valor social: es también una forma de **reforzar el rol del asesor financiero como figura de confianza, cercana y útil**. Quien enseña a 'crecer', también aprende: los voluntarios descubren los problemas reales que enfrentan los profesionales en su día a día, y pueden afinar así su manera de comunicar, de asesorar y de conectar con la realidad de sus clientes. Además, **ser voluntario e impartir estos talleres recertifican un máximo de 11 horas** por periodo de recertificación. ●



# ¿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](http://pictet.com/assetmanagement)



**PICTET**  
Asset Management

EFPA ESPAÑA CELEBRA SU ASAMBLEA ANUAL

# Balance, reflexión y nuevos retos en el 25 aniversario

Las instalaciones del Barcelona Finance Hub by Aticco acogieron un encuentro marcado por la transparencia, el análisis del ejercicio 2024 y la mirada puesta en el futuro, que culminó con una inspiradora conferencia a cargo del profesor del IESE, Rafael de Santiago.

Por **REDACCIÓN**.



Andrea Carreras-Candi, directora general, Rafael de Santiago, profesor del IESE, y Santiago Satrústegui, presidente de EFPA España, en un momento de la Asamblea.

**E**l 4 de junio tuvo lugar un momento clave en la agenda de EFPA España: su Asamblea Anual, una cita que este año se desarrolló en un marco muy especial. No solo por el entorno – el emblemático edificio de la Bolsa de Barcelona, en el que se halla el Barcelona Finance Hub by Aticco (BFH) –, sino también por el contexto: la celebración del 25 aniversario de la asociación, que en la Asamblea se vivió como una oportunidad para reforzar vínculos, renovar compromisos y, sobre todo, compartir de forma abierta y transparente los logros y retos de la asociación.

La jornada comenzó con una comida informal en las nuevas oficinas de EFPA España. Posteriormente, los asistentes se trasladaron a la calle Vía Augusta, donde los miembros de la Junta Directiva realizaron una visita simbólica a una lona conmemorativa del 25 aniversario que EFPA España ha instalado en este punto de la ciudad. Este gesto, que refleja el orgullo compartido por haber contribuido durante un cuarto de siglo a la profesionalización del asesoramiento financiero, quedó inmortalizado en una fotografía institucional, al igual que ocurrió semanas antes en Madrid, cuando, tras la reunión de la Junta Directiva celebrada en el mes de mayo, se realizó un posado similar frente a la lona desplegada en la calle Goya.

Ya en el corazón del acto, la Asamblea Ordinaria sirvió para presentar a los miembros asociados –EFPA y EFA–, Junta Directiva, delegados territoriales y el equipo EFPA, toda la información relevante y auditada sobre el ejercicio 2024. Se expusieron datos clave sobre la evolución de certificaciones, las altas y bajas registradas, las principales actividades realizadas a lo largo del año, así como la cuenta de resultados, los hitos alcanzados y las mejoras implementadas.

Más allá de los números, lo importante fue el mensaje de solidez y rumbo claro que transmitió el presidente, **Santiago Satrústegui**, junto al secretario, **Joan Pons**, y el consejero ejecutivo y tesorero, **Josep Soler**. La mirada no se quedó en el pasado: también se compartieron los objetivos estratégicos que marcarán este y el siguiente ejercicio (2025-2026), con especial foco en seguir elevando los estándares de cualificación, reforzar la comunidad profesional y promover la ética en el asesoramiento.

Entre los puntos clave del día, destacó la aprobación del nombramiento de **Joaquín Maldonado** como nuevo miembro de la Junta Directiva, un perfil que suma experiencia y visión para seguir construyendo una EFPA fuerte y conectada con los retos del sector. Anteriormente, Maldonado fue delegado territorial del Comité de Servicios a Asociados de EFPA España en la Comunidad Valenciana entre 2007 y 2024, etapa en la que impulsó la



actividad de certificación y divulgativa en la región, contribuyendo al gran aumento del número de asociados.

## Visión estratégica en un año clave

Santiago Satrustegui, presidente de EFPA España, señaló que “Joaquín representa el perfil del asesor con visión estratégica, compromiso ético y una trayectoria impecable que, sin duda, enriquecerá la este órgano”. Por su parte, Joaquín Maldonado declaró: “Estoy convencido de que, desde la Junta Directiva, podemos seguir avanzando en la consolidación de nuestra asociación como referente en Europa”.

La guinda la puso la conferencia de clausura, este año a cargo del profesor **Rafael de Santiago**, del IESE, que puso sobre la mesa una reflexión nada baladí: “¿Vemos las cosas como son o como nos gustaría verlas?”. De Santiago invitó a los asistentes a cuestionarse su forma de interpretar la realidad, abordando conceptos como la

## 25 aniversario: próxima parada, noviembre

Para conmemorar su 25 aniversario, EFPA España celebrará dos eventos presenciales de alto impacto. El 13 de noviembre en Madrid, el Auditorio de Abante contará con la presencia del economista **Nouriel Roubini**, conocido como el “Dr. Doom” por sus acertadas y tempranas previsiones sobre la crisis financiera de 2008, tras anticipar la recesión global provocada por las hipotecas *subprime*. El 19 de noviembre, las Reales Atarazanas de Barcelona será la sede del acto final de la celebración, con diversas mesas redondas y conferencias como la de **Tim Harford**, célebre autor de best-sellers de economía y columnista del *Financial Times*. Dos citas excepcionales para celebrar, inspirar y proyectar el futuro del asesoramiento financiero. ✨

toma de decisiones automáticas frente a las reflexivas, el juicio ante situaciones complejas y la evaluación del riesgo, en el marco de las finanzas conductuales.

“¿Somos buenos al juzgar? ¿Somos objetivos al diagnosticar?”, preguntó al público, generando un espacio de introspección colectiva que contó con la complicidad de los asistentes. Un cierre inspirador para una jornada que combinó conocimiento, reflexión y, sobre todo, comunidad. ●

Capital expuesto a riesgos.

# NO INVIERTAS EN RENTA FIJA

Sin considerar un enfoque más innovador.

Renta fija de BNY Investments.  
Fresco y diferente.

Si desea más información



➤ **BNY** | INVESTMENTS

Promoción financiera. Dirigido exclusivamente a Clientes Profesionales. De no indicarse otra cosa, todos los pareceres y opiniones expresados corresponden al gestor de inversiones y no constituyen consejo o asesoramiento de inversión. 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 España 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). ID: 1710579, Expira el: 31 Julio 2025. T12684 07/24

# nombramientos

## Es el qué, y es el cómo

**En toda carrera** profesional llega un punto en el que uno siente con claridad que es hora de dar el siguiente paso. “Para mí, ese momento ha llegado”, afirma **Carlos Sensat (EFA)**, quien acaba de asumir el cargo de director de Private Banking en **Andbank**.

Su primer objetivo refleja un principio que ha guiado toda su trayectoria: “El interés del cliente siempre debe estar en primer lugar”. Para lograrlo, destaca la importancia de combinar un conocimiento técnico sólido con cualidades humanas esenciales: saber escuchar con paciencia y empatía, comunicar con claridad y

mantener siempre el foco en los resultados. Uno de los consejos que más valora –y



que aplica tanto en su vida profesional como personal– es que alcanzar metas financieras es fundamental, pero igual de importante es *cómo* se llega a ellas. Entre sus lecturas recientes, destaca *Morir con cero*

de Bill Perkins, un libro pensado para quienes colocan las experiencias memorables para toda la vida por encima de la mera ganancia y acumulación de dinero para los llamados «años dorados», según leemos en su sinopsis.

De cara al próximo año, Carlos identifica un reto clave y cada vez más presente: “La injerencia de la política en todos los ámbitos de la vida económica y financiera añade complejidad a las decisiones de inversión”.

Si no se hubiera dedicado al mundo financiero, probablemente habría optado por hacer carrera en la diplomacia. Y aunque evita caer en los tópicos, admite que de Barcelona –la ciudad en la que vive– le atrae esa armonía particular entre mar y montaña, además de la comodidad de una ciudad abierta, cosmopolita y dinámica. ✨

## Asesoramiento con alma



● **BILBAÍNO DE ORIGEN** –y, no sin unas cuantas vueltas previas, residente de nuevo en su ciudad natal–, **Álvaro Saiz (EFA)**

acaba de iniciar una nueva etapa profesional en **Diaphanum**. “Sentía la necesidad de alinearme con un modelo de asesoramiento muy transparente”, explica. Su primer objetivo es claro: escuchar y entender en profundidad al equipo y al modelo, para poder trasladar esa filosofía al cliente.

Sobre las cualidades imprescindibles en un asesor, Álvaro lo tiene claro: “No basta con dominar los mercados o la normativa; hay que actuar con ética, escuchar activamente y comunicarse con transparencia para generar confianza”.

Preguntado por los retos de este año, menciona la volatilidad del mercado, los cambios regulatorios, la integración de criterios ESG y el desafío que supone una digitalización creciente: “El reto es equilibrar el rigor técnico con una comunicación humana”.

## Una apuesta personal

**DESPUÉS DE VER** cómo varios compañeros daban el paso hacia el modelo de agente financiero, **Amelia Torres (EFA)** también decidió apostar por una forma diferente de entender la banca privada. Así llegó a **Banco Mediolanum**, donde encontró justo lo que buscaba: asesorar desde la planificación, escuchando las necesidades reales de cada persona.

En su nuevo rol como private banker, su prioridad es clara: acompañar a cada cliente en todas las etapas de su vida, respetando sus tiempos y objetivos. Para **Amelia**, un buen asesor debe mantenerse en formación constante, tener pasión por su trabajo y, sobre todo, ser positivo y perseverante. Básicamente, porque “nada es definitivo”, una idea que



transmite también a sus clientes. Un “no” puede convertirse en un “tal vez”, y un “sí” en un “no” con el paso del tiempo. Una perspectiva esencial para no dejarse arrastrar por los vaivenes del mercado y mantener el rumbo hacia los objetivos a largo plazo. Lectora habitual de John Maynard Keynes, esta amante de los animales lo es también de su ciudad natal: Madrid.



Si quieres conocer más en profundidad a los protagonistas de este número, accede a través de este QR a la revista digital de *Asesores Financieros EFPA*, donde encontrarás más detalles y otros nombramientos destacados.

## Relevo planificado y retador

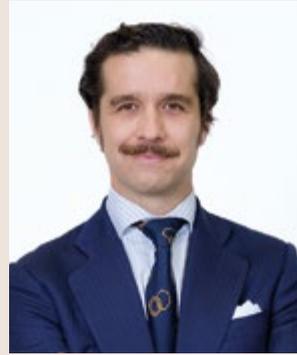
**Asier Díez (EFA)** ha asumido recientemente la presidencia de **Gescooperativo** tras la jubilación de **Gonzalo Rodríguez-Sahagún**, quien lideró la entidad durante 27 años. Un relevo planificado con antelación, pero que no le resta determinación en su cometido. La misma que aplica cuando comparte su consejo más

recurrente: no invertir en lo que no se entiende. Algo que incluye “no dejarse llevar por modas o por consejos de determinados influencers que encuentran en las redes sociales su particular plataforma de difusión”.



Para Díez, la transparencia, la honestidad y la empatía son cualidades esenciales en un asesor financiero, junto con un sólido conocimiento técnico.

Bilbaíno de nacimiento y madrileño de adopción, entre sus lecturas preferidas están *La psicología del dinero*, de **Morgan Housel** —obra que hemos abordado en esta revista—, y *Nunca te pares*, de **Phil Knight**, fundador de Nike. Confiesa que, si no se hubiera dedicado a las finanzas, su pasión por la aerodinámica y el diseño industrial le habría llevado al sector de la automoción.



## Coger un camino distinto

**Germán García Velasco (EFP)**, natural de Getxo, acaba de emprender un nuevo capítulo profesional como responsable de negocio en **Fineco Banca Privada Kutxabank**. Había llegado “el momento de renovar horizontes” cuando se presentó la oportunidad de emprender un camino distinto al que había seguido durante casi dos décadas.

Un cambio que responde a una búsqueda de especialización en banca privada donde aplicará las que considera claves de un buen asesor financiero: la empatía, la honestidad y la vocación de servicio. “Incluso cuando es necesario decir no, es vital para construir una relación de confianza. La honestidad asegura un servicio excelente y sostenible a largo plazo”, comparte.

Lejos de obsesionarse con predecir mercados, Germán prefiere entender a sus clientes y adaptar las decisiones de inversión a sus necesidades reales.

Si no hubiera sido financiero, confiesa, probablemente se habría dedicado a la consultoría empresarial o al mundo del M&A. “¿Y por qué no considerar también ser futbolista?”, bromea. En el Athletic, por supuesto.

→ “Como no estás experimentado en las cosas del mundo, todas las cosas que tienen algo de dificultad te parecen imposibles. Confía en el tiempo, que suele dar dulces salidas a muchas amargas dificultades”. Aunque lo parece, no es una cita de **Warren Buffett**, sino de Don Quijote, quien dirige el consejo a Sancho Panza en la obra magna de **Cervantes**, libro de cabecera de **Álvaro Lago (EFA)**. Natural de Tui y afincado en Vigo, estrena



## De Don Quijote a Don Buffett

etapa profesional como *private banker* en **Banco Mediolanum**. Sentía que necesitaba un nuevo reto, por lo que, al descubrir su modelo, supo que era el lugar perfecto. Para Álvaro, escuchar y entender las necesidades del cliente es la clave para ofrecer un asesoramiento que realmente marque la diferencia. Y eso incluye “tener sensibilidad para percibir sus miedos y sus preferencias para poder hacer una planificación totalmente personalizada”.

Con la volatilidad, la bajada de tipos y la nueva regulación financiera a la vuelta de la esquina, Álvaro cree que la formación constante y la cercanía seguirán siendo el mejor escudo para proteger el ahorro de sus clientes. Y si no hubiera sido financiero, confiesa, le habría encantado ser nadador olímpico... o agente de la UDEF, una curiosa mezcla que refleja su pasión por los retos. Casi tanto como Portugal, país que adora tener cerca.

## “Tu ahorro en inversiones, tus decisiones en rentabilidad”

JOSEP SOLER\*



En nuestra campaña del 25 aniversario, hemos sintetizado, creo que acertadamente, el *leitmotiv* de EFPA España y del asesoramiento financiero: la determinación de transformar “el ahorro en inversión, las decisiones en rentabilidad”.

Efectivamente, nuestra labor consiste en movilizar el ahorro improductivo –y, por lo tanto, inútil y no garantizado– hacia la inversión personalizada, diversificada y a largo plazo. Y, en ese proceso, ayudar al cliente a tomar decisiones que se traduzcan en rentabilidad; es decir, en un rendimiento consistentemente positivo tras gastos, impuestos e inflación.

Hoy en día, estas características –que deben seguir siendo santo y seña de los asesores financieros– son también un objetivo europeo compartido, aunque todavía lejano. Compartido, porque raramente ha existido un mayor consenso sobre la imperiosa necesidad de generar recursos de inversión para la economía y las empresas europeas, en forma de mejor financiación alternativa para pymes, complemento para las pensiones públicas y fondos para la innovación y la competitividad. Lejano, aún, porque a nuestro alrededor se esbozan iniciativas, pero preocupantemente tímidas. Mencionaremos algunas, bienintencionadas, pero que deberían asumirse con más firmeza –política– y, sobre todo, con más premura (el tiempo apremia).

**Primera.** A iniciativa de los ministerios de Economía francés y español, se ha presentado la etiqueta europea para productos

de inversión, con una voluntad transnacional –que no comunitaria–, para evitar la paralizante unanimidad de la UE. Tras el verano, podrían aparecer los primeros productos con esta etiqueta de fomento de la inversión en Europa. Quedamos a la espera, aunque con el escepticismo de que la etiqueta no incluya compromisos relativos a ventajas fiscales ni a homogeneidad. Sin duda, los promotores saben que los incentivos fiscales son imprescindibles si queremos que los instrumentos tengan éxito.

**Segunda.** La iniciativa de la CNMV y de BME para facilitar las salidas a Bolsa, lo que denominan **BME Easy Access**. De nuevo, loable intento, aunque parecido a proyectos previos que han llevado a los mercados de capitales –español y europeo– a una sequía de salidas, reducciones del número de empresas cotizadas y de volúmenes de contratación, así como a una continua caída de la inversión minorista. Una vez más, propuestas limitadas a facilitar la oferta, pero que olvidan generar más demanda, como sería el regreso de los inversores particulares a la Bolsa. Afortunadamente, en paralelo, el presidente de la CNMV insuflaba esperanza al hacer pública su postura sobre la debilidad de los mercados públicos y la necesidad de atraer a los inversores.

**Tercera.** Esta nos afecta con especial crudeza a los asesores. A pesar de los intentos por “regularlos”, los *finfluencers* se están multiplicando –en número y, valga la redundancia, en influencia–, especialmente entre los jóvenes. Ahora, además, en un *totum revolutum*, conviven con profesionales y expertos que también buscan su espacio en unas redes sociales que gozan de impunidad y que generan recomendaciones de alto riesgo ante nuestros ojos digitales.

Son temas que Asesores Financieros EFPA tratará pronto, en profundidad y con valentía. ●



\*Consejero ejecutivo de EFPA España y editor de Asesores Financieros EFPA.



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

Descúbrenos:



# Lazard Equity SRI

**Fondo de Renta Variable large cap  
de la zona euro**

**En búsqueda de calidad y rentabilidad  
Dilatada experiencia reconocida  
Integración ASG y sostenibilidad**

**LAZARD**  
ASSET MANAGEMENT

Se trata de una comunicación comercial destinada a inversores profesionales. No es un documento contractual. Por favor, consulte el Folleto, el Documento de datos fundamentales para el inversor (KID PRIIPs) y el informe y las cuentas más recientes del fondo y no base ninguna decisión final de inversión únicamente en esta comunicación. Lazard Equity SRI es una sociedad de inversión francesa de capital variable (Société d'investissement à capital variable) autorizada y regulada como OICVM por la Autorité des marchés financiers y gestionada por Lazard Frères Gestion SAS. Riesgo de pérdida de capital. ISR: 4/7. A menor riesgo, menor rentabilidad potencial. A mayor riesgo, mayor rentabilidad potencial. La rentabilidad pasada no es un indicador fiable de resultados futuros. LFG podrá decidir el cese de la comercialización de participaciones de una IIC extranjera de conformidad con el artículo 93 bis de la directiva CBF. ISR (Inversión Socialmente Responsable): consiste en la integración sistemática de criterios ambientales, sociales y de gobernanza (ASG) en el proceso de inversión. Esta información es facilitada por la Sucursal en España de Lazard Fund Managers Ireland Limited, con domicilio en Paseo de la Castellana 140, Piso 10, Letra E, 28046 Madrid y registrada en la Comisión Nacional del Mercado de Valores con el número de registro 18. El Fondo es una Institución de Inversión Colectiva Extranjera registrada en la CNMV.