

ASESORES EFPA financieros

NÚMERO 25. OCTUBRE DE 2026 • 6€.

INVERSIÓN

○ **IA: una carrera de gastos, dudas y expectativas sin límites**

ENTREVISTA JUAN FLAMES

○ **"Nuestro objetivo es atraer a la Bolsa a más inversores minoristas españoles"**

**HISTÓRICOS RESULTADOS
DE LAS BOLSAS EN 4 AÑOS**

Y
**ahora...
¿qué?**

ESPECIAL

25 NÚMEROS

La revista, fiel notario de
un ciclo financiero
excepcional

Ayúdanos a crear la



En 1975 nació Vanguard, marcando el inicio de una nueva era en la inversión de bajo coste. Hoy, contribuimos a la generación de valor para más de 50 millones de inversores.

Descubre más en www.es.vanguard



Vanguard[®]
VALUE TO INVESTORS

Comunicación de marketing. Solo para inversores profesionales.

El valor de las inversiones y los ingresos procedentes de ellas pueden disminuir o aumentar, y los inversores podrían recuperar menos de lo invertido. Emitido en el EEE por Vanguard Group (Ireland) Limited, entidad regulada en Irlanda por el Banco Central de Irlanda. © 2026 Vanguard Group (Ireland) Limited. Todos los derechos reservados.

25 números mirando al futuro



Foto: Pablo Almansa

SANTIAGO SATRÚSTEGUI
Presidente de EFPA España

El número 25 de nuestra revista invita a hacer una pausa y mirar el camino recorrido hasta ahora. Parece que fue ayer cuando comenzamos la aventura de lanzar una publicación concebida por asesores y, desde entonces, hemos convertido cada edición en un espacio para compartir conocimiento, analizar las tendencias que transforman nuestra profesión y poner en valor el papel de quienes acompañan a los ciudadanos en sus decisiones, sin olvidar su rol esencial en el sector. Celebramos este aniversario con satisfacción, conscientes de que el asesoramiento se encuentra inmerso en una transformación profunda y llena de oportunidades.

Este número especial pone el foco en la educación financiera e inversora, coincidiendo con el mes de octubre, epicentro de la reivindicación de la importancia de fomentarla. Los asesores financieros tenemos una responsabilidad esencial a la hora de mejorar el conocimiento de los ciudadanos sobre los productos, los mercados y, en definitiva, sobre sus propias decisiones financieras. Somos el canal directo de información y acompañamiento para el ciudadano y, en un contexto marcado por la sobreinformación, nuestro conocimiento, experiencia y permanente actualización adquieren un valor diferencial.

Llevamos varios años preguntando a nuestros asociados por la evolución de la educación financiera de los españoles. La encuesta de este año, en la que han participado más de 500 profesionales, deja un dato especialmente relevante: por primera vez, los asesores financieros aprueban, aún de forma justa, el nivel general de educación financiera de los españoles. Existe, por tanto, una percepción generalizada de que el interés por la economía y las finanzas progresa, aunque lentamente. Pero mayor interés no siempre significa mejores decisiones. El gran reto sigue siendo convertirlo en un conocimiento útil y hábitos financieros más sólidos. No es casualidad que casi dos tercios identifiquen que uno de los principales errores de los españoles es dejarse llevar por la información que circula en redes sociales o entre conocidos. Tampoco que muchos alerten sobre la falta de planificación a largo plazo. Son dos ámbitos en los que el asesoramiento profesional ha de marcar, cada vez más, una diferencia decisiva.

A este escenario se suma la irrupción de la inteligencia artificial que transforma como se acercan los ciudadanos a las finanzas. Cuanto más se desarrolla la IA, queda más claro que debemos convertirla en una oportunidad para reforzar nuestro papel.

Y todo ello ocurre mientras los mercados han atravesado un momento especialmente positivo, impulsados por el extraordinario comportamiento de las compañías tecnológicas. En este número aprovechamos para analizar un escenario que ofrece oportunidades, pero que también exige prudencia, diversificación y, sobre todo, perspectiva de largo plazo.



Ojalá dentro de otros 25 números podamos seguir celebrando juntos la evolución de una revista que ya es un referente para el sector financiero y para el asesoramiento. ●

PRESIDENTE
Santiago Satrústegui
DIRECTORA
Andrea Carreras-Candi

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



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

EDITOR Y CONSEJERO EJECUTIVO
Josep Soler

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

SUBDIRECTORA
Natalia Pastor. npastor@efpa.es

REDACCIÓN Y COLABORADORES
Rafael Sierra, Aurelio Medel, Cristina Jiménez, Carlos S. Ponz, Carlos Azuaga, Vicente Varó, Jordi Melé-Carné.

ANÁLISIS EN ESTE NÚMERO
Luis Torras, Fernando Zunzunegui.

Diseño **Lourdes G. Castaño, Hèctor Benedito.**

Fotografía **Alex Rivera.**
Ilustración **Maite Niebla.**

hola@maiteniebla.com
Imágenes **Shutterstock.com**

ADMINISTRACIÓN

EFPA España
Telf.: 93 412 10 08

PUBLICIDAD
Ignacio Carnicero.
icarnicero@efpa.es

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



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

► Vivimos un periodo de ganancias bursátiles a lo largo de los últimos 42 meses como no ha habido otro en la historia. Ha incrementado la riqueza de los que han apostado por la renta variable, pero existe un riesgo que algunas instituciones han comenzado a advertir.



¿HASTA DÓNDE LLEGARÁ LA CARRERA DE LA INTELIGENCIA ARTIFICIAL?

► La salida bursátil de SpaceX y el anuncio de la incorporación de nuevas tecnológicas hace que los expertos se cuestionen sobre el límite del sector para captar recursos.

LOS FONDOS SOBERANOS CAMBIAN DE ESTRATEGIA

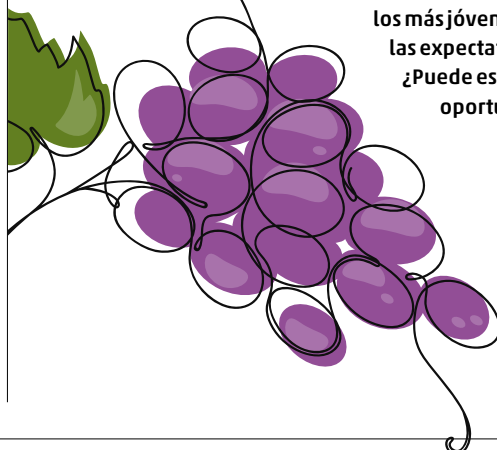
► Principales inversores del planeta acomodan sus estrategias a los grandes cambios que se están produciendo.



20

EL VINO: ¿BUENA INVERSIÓN?

► La generalizada caída del consumo de alcohol, especialmente entre los más jóvenes, ha hundido las expectativas del vino. ¿Puede esconderse una oportunidad?



28

asesores financieros EFPA

3. Editorial.

Santiago Satrústegui.

6. Un ciclo bursátil excepcional.

Que no resta precaución.

14. La loca carrera de la IA.

¿Hasta dónde llegará?

20. Grandes fondos soberanos.

Recomponen su estrategia.

24. Hipoteca inversa.

Bien aplicada, una alternativa.

28. La inversión en vino.

El consumo se hunde.

34. Educación financiera

Nuevo impulso... ¿definitivo?

38. Entrevista.

Juan Flames, CEO de BME.

45. ESPECIAL NÚMERO 25

46. Un recorrido por las portadas.

50. Los grandes temas.

54. Los equipos.

58. La voz del lector.

60. 25 libros recomendados.

62. Hitos de los hitos.

64. Los mejores deseos.

66. Entrevista en equipo.

Cinco Días.

72. Los españoles y el seguro

Se impone la prevención.

76. VIX, el índice de riesgo.

Importante su seguimiento.

80. Quejas ante la CNMV.

Las entidades cumplen.

84. Pensión complementaria.

La UE se preocupa.

87. Test de la revista.

88. Hitos de la Economía.

93. Libros

Por Luis Torras.

96. Cultura ética.

100. Llegan las jornadas territoriales.

102. Fiscalidad: una palanca de inversión.

104. La brújula de los asesores.

106. Al cierre, por Josep Soler.



38

ENTREVISTA A JUAN FLAMES

➤ Atraer más inversores minoristas españoles y aumentar el número de empresas cotizadas son los dos grandes objetivos del consejero delegado de Bolsas y Mercados Españoles (BME).

80

RECLAMACIONES A LA CNMV

➤ Las entidades financieras aceptan de forma creciente las resoluciones de la CNMV tras la queja presentada por los clientes.



66

ENTREVISTA EN EQUIPO

➤ Entramos en la redacción del primer diario económico aparecido en España: *Cinco Días*.



72

LOS ESPAÑOLES ANTE LOS SEGUROS

➤ Poco a poco los españoles asumen que la prevención es importante para mantener el patrimonio.

EXTRA

45

25 NÚMEROS DE LA REVISTA

Seis años y 25 números después, recordamos el camino andado y a quienes nos han acompañado.



**LOS MERCADOS BATEN RÉCORDS Y MULTIPLICAN LAS
GANANCIAS DE LOS INVERSORES**



¿Qué hay después del excepcional ciclo bursátil?

Tomar conciencia del magnífico momento de los mercados bursátiles en los últimos años es el primer paso para asumir los riesgos futuros. El endeudamiento de las grandes tecnológicas, la inflación y la geopolítica tendrán mucho que decir en los próximos meses. La excepcionalidad del momento nos deja también una gran lección: no se puede ignorar la renta variable para generar rentas futuras... y presentes.

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



B

n el mundo de la inversión, vivimos momentos excepcionales de rentabilidad, difícilmente comparables con otros periodos de la historia económica moderna. A la sombra del desarrollo de la inteligencia artificial y también, en menor medida, de la recuperación de algunos valores, como los bancarios, muy castigados en otro tiempo, los

principales índices bursátiles han batido récords de cotización. Los inversores aumentan sus ganancias, como pocos podían imaginar. No hay guerras, olas de calor, ni polarización e inestabilidad política que le pongan freno hasta ahora al continuo crecimiento de unos mercados que acumulan unos resultados de ensueño en los últimos tres años y medio.

La rentabilidad obtenida especialmente en los 42 meses, que van desde el 30 de diciembre de 2022 al 30 de junio de este año, ha incrementado de manera importante los beneficios de aquellos que apuestan por la renta variable frente a los más conservadores que, con el principal propósito de mantener el valor teórico de su patrimonio, suelen optar por activos bancarios o de renta fija. De esta forma, la diferencia entre ambos tipos de ahorradores/ inversores se ha agrandado de manera importante en los últimos tres años y medio, aunque los datos más recientes de las Cuentas Financieras del Banco

de España no muestren con detalle esa creciente sima: la riqueza financiera de las familias españolas marcó un récord de 2,66 billones de euros en el primer trimestre del actual ejercicio. Ello fue consecuencia de la revalorización de las acciones y los fondos de inversión, que en los últimos doce meses aumentaron 261.000 millones de euros.

Esta situación ha dado lugar también al crecimiento, como no se había visto nunca, del colectivo de ricos y superricos, lo que ha obligado a las entidades financieras a reconsiderar su estrategia de banca privada y ha convertido el *ranking* de multimillonarios de Bloomberg (*ver apoyo*) en una carrera sin límites.

Por fin, el IBEX 35®

Para encontrar esas históricas rentabilidades en las carteras no hay que viajar mucho. El principal índice de la bolsa española, el IBEX 35®, se ha comportado en estos últimos tres años y medio como uno de los más →→→

→→→ rentables de todo el planeta. Su rentabilidad en ese corto periodo, teniendo en cuenta los dividendos repartidos hasta el primer semestre de este año, fue del 145%. Ello significa que una inversión de 10.000 euros a finales de 2022 se habría convertido, 42 meses después, en 24.500 euros aproximadamente, suponiendo la reinversión de todos los dividendos. El inversor que en estos últimos tres años y medio se haya mostrado fiel al IBEX 35® habría multiplicado por 2,45 la inversión realizada. Nunca se habían dado 42 meses tan fértiles en la bolsa española, que sufrió durante los 15 años anteriores a finales de 2022 un prolongado estancamiento.

En el caso español, tan espectacular crecimiento se debe en buena parte a los valores bancarios, no solo gracias a su creciente cotización, sino también a los dividendos y la recompra de acciones, que suelen ser una buena remuneración para los accionistas. Algún valor bancario español llegó a cotizar como si se tratara de un auténtico valor tecnológico estadounidense con avances de tres dígitos.

Las Siete Magníficas

Pero la excepcionalidad de ese periodo de máximos bursátiles y magníficas ganancias para los inversores no habría sido posible sin tener en cuenta el fenómeno de la inteligencia artificial (IA) y el gran impulso de las grandes empresas tecnológicas estadounidenses. Las conocidas como Siete Magníficas han sido las impulsoras del S&P 500 y en buena parte del resto de los índices de los mercados mundiales, incluso cuando los valores no estaban relacionados con la IA, como en el caso español.

Han sido los valores, las empresas y los grandes empresarios del sector tecnológico los verdaderos protagonistas del excepcional momento que

→ LAS DIFERENCIAS PATRIMONIALES entre ahorradores e inversores se han agrandado en los últimos 42 meses por la rentabilidad de las bolsas.

vivimos, como en otro tiempo fue el auge del ferrocarril o del automóvil. En solo tres años y medio y hasta el primer semestre de este ejercicio, las siete grandes empresas tecnológicas estadounidenses han tenido una revalorización extraordinaria. Si un inversor hubiera puesto la misma cantidad en cada una de ellas al cierre de 2022, sin dividendos, la cartera habría obtenido aproximadamente un 366,5% de rentabilidad acumulada. Es decir, 10.000 dólares se habrían convertido en 46.650, lo que significa multiplicar el capital por 4,66 en solo 42 meses. Pero la revalorización habría sido unas tres veces y media mayor si aquellos 10.000 dólares los hubiésemos invertido solo en NVIDIA, fabricante de la gran mayoría de los chips que hacen funcionar la inteligencia artificial. En tal caso, habríamos obtenido una rentabilidad del 1.272% en ese mismo periodo.

Minoristas al ataque

Sin embargo, las extraordinarias expectativas creadas por la inteligencia artificial a partir del 30 de noviembre de 2022, cuando ChatGPT se abrió al mundo, no habrían sido suficientes para que se desatara tal euforia en los mercados bursátiles de no contar con otro gran protagonista: el inversor minorista.

Solo la llegada a las bolsas de inversores que hasta entonces no se habían sentido atraídos por la renta variable y la decisión de los inversores habituales

de incrementar sus apuestas, pese a los muchos riesgos que, de forma continua, han acompañado la evolución de los mercados, pueden explicar lo ocurrido.

En las bolsas estadounidenses, centro mundial de la renta variable, el pasado 12 de junio se registró el mayor volumen de compras netas de inversores particulares en un solo día jamás observado en Citadel, plataforma líder de los inversores minoristas en EE. UU. para realizar sus operaciones. Superó el récord anterior ¡en un 50%! Según datos de la propia Citadel, el 50% de los hogares estadounidenses con menores ingresos (tradicionalmente el segmento menos inversor) posee hoy más de 615.000 millones de dólares en acciones y fondos de inversión, un máximo histórico. El mayor protagonismo de los inversores minoristas en los mercados de capitales, pese a los magníficos resultados obtenidos en sus bolsas, especialmente en la española, apenas fue secundado en Europa. Los responsables de las principales bolsas de la Unión claman por la llegada de más inversores minoristas y por la vuelta de aquellos que, como en nuestro país, decidieron un día escuchar los cantos de sirena del sector inmobiliario (*ver entrevista con Juan Flames, CEO de BME, en las páginas 38 a 44*).

Los hogares españoles, que tienen algo más de un billón de euros en cuentas de ahorro y depósitos a plazo (casi 12 billones en la UE), vieron aumentar su patrimonio en el primer trimestre del pasado año (según los últimos datos del Banco de España) gracias, fundamentalmente, al incremento del precio de la vivienda y no al rendimiento de los activos financieros, que durante muchos meses atravesaron un periodo excepcional. Con el inicio del ejercicio actual y, según los datos del Banco de España recogidos en su *Informe trimestral de la economía española* (marzo de 2026), se

empezó a observar una tímida apuesta por la renta variable, a través del crecimiento de las aportaciones a los fondos de inversión.

A pesar de todo, a escala mundial la participación de los inversores minoristas en los mercados casi se ha duplicado desde 2019 y, aunque hoy este tipo de inversor está mucho más informado que antaño, gracias a un mayor acceso a diversas fuentes de información, su abrumadora participación confiere al fenómeno que vivimos un cierto riesgo. Muchos de los inversores no habituales en renta variable han llegado a este mercado atraídos por las fuertes rentabilidades y por el sesgo de rebaño. Este colectivo suele ser el más perjudicado cuando se produce un cambio de ciclo y el color de los mercados torna al rojo, porque ignora que la volatilidad es una de las características inherentes a unas bolsas con comportamientos como los actuales. Y, cuando se rompen las tendencias... los recortes son brutales.

El BCE advierte

Como si quisiera responder a las cuestiones que esta revista les planteó, unas semanas antes, a reconocidos expertos para elaborar este reportaje, el Banco Central Europeo (BCE) hizo público un análisis el 17 de agosto pasado advirtiendo del riesgo que supone en estos momentos la



SANTIAGO CARBÓ
CUNEF-
UNIVERSIDAD

"Mi principal preocupación sería una combinación de tensiones geopolíticas persistentes, inflación más elevada y un endurecimiento excesivo de la política monetaria".



MARIANO ARENILLAS
DWS IBERIA

"La historia nos dice que los mercados alcistas terminan cuando aparece una recesión, no simplemente porque el ciclo lleve muchos años. La actividad económica y los beneficios empresariales muestran una base relativamente sólida".



inversión en inteligencia artificial.

La advertencia parecía más que pertinente. Apenas dos semanas antes, los inversores hicieron una clara demostración de minusvaloración del riesgo en medio de unas guerras en Oriente Medio y en Europa que se agravaban, con el temor de una burbuja de la IA y el aumento de la inflación. Ignorando todo ello, los inversores absorbieron 4.000 millones de dólares de bonos de alto rendimiento en cinco días, lo que representaba el mayor aumento en un periodo tan corto en los últimos dos años. Además, los fondos cotizados en bolsa de Bitcoin recaudaron 500 millones de dólares en las mismas cinco sesiones. Por supuesto, la inversión en acciones de renta variable vivió también jornadas de gloria.

Según el BCE, los hogares de la zona euro acumulan 440.000 millones de euros en acciones tecnológicas de empresas de Estados Unidos a través, fundamentalmente, de fondos indexados y fondos cotizados (ETF). En su análisis concluye que los hogares europeos no son del todo conscientes del alto grado de concentración que existe y del riesgo que ello supone si se produjera una corrección brusca del mercado.

Los supervisores financieros europeos se muestran especialmente preocupados por los niveles extraordinarios de valoración que han →→→

Cada vez más familias se replantean el futuro de sus activos

COMPRAMOS EDIFICIOS en Madrid y Barcelona

para dar soluciones a propietarios ante normativas, inversiones y procesos sucesorios



Renta
Corporación

Tel. 687 62 78 22
i.sagales@rentacorporacion.com

Retribuimos la intermediación

→→→ llegado a alcanzar la mayor parte de las empresas tecnológicas estadounidenses. Y para mostrar esa excesiva valoración recurren a analizar los escasos beneficios de esas compañías. Algunas de ellas, es verdad, tienen un margen de beneficio que supera el 50%, como es el caso de NVIDIA, pero la mayoría se mantienen en pérdidas desde su creación, aunque, eso sí, con grandes expectativas si se cumplieran los planes que han presentado y que el mercado, en general, parece refrenar.

Con el mismo guion que nos habíamos trazado para el desarrollo de este reportaje, el BCE recuerda que otras revoluciones tecnológicas, como el ferrocarril, la electricidad o internet, produjeron enormes mejoras económicas con fases de auge bursátil a las que siguieron importantes caídas. No incluye el informe del BCE que después de esos periodos de crecimiento de la riqueza personal para muchos y de grandes valoraciones empresariales se produjeron profundas crisis como la Larga Depresión de 1873, la Gran Depresión de 1929, y graves problemas sociales y económicos. Es verdad, sin embargo, que algunos expertos comienzan a hablar de "recesión controlada" en su convencimiento de que ahora existen herramientas para evitar los muy dañinos efectos de aquellas crisis en siglos pasados.

Para **Santiago Carbó**, catedrático de Economía de CUNEF Universidad, "toda fase prolongada de fuertes revalorizaciones exige cautela porque aumenta el riesgo de valoraciones excesivas en algunos segmentos. Sin embargo, las grandes recesiones suelen producirse por desequilibrios macroeconómicos o financieros profundos, no únicamente por unas bolsas caras. Mi principal preocupación sería una combinación de ten-

siones geopolíticas persistentes, inflación más elevada y un endurecimiento excesivo de la política monetaria".

Mariano Arenillas, responsable para Iberia de DWS, señala que la historia nos dice que los mercados alcistas

suelen terminar cuando aparece una recesión, no simplemente porque el ciclo lleve muchos años en marcha. Ese, hoy, no es nuestro escenario central. La actividad económica y los beneficios empresariales siguen mostrando una base relativamente sólida.

Tres momentos muy fértiles en la historia

El actual periodo de ganancias, generalizado en los mercados bursátiles, está protagonizando una etapa de riqueza sin parangón en la historia económica reciente. Los últimos tres años y medio solo son comparables con la Edad Dorada y los Felices Años Veinte, periodos en los que se crearon grandes imperios empresariales y surgieron multimillonarios cuya imagen representa el excepcional crecimiento de riqueza que se produjo.



Foto: Everett Collection / Shutterstock.com

EDAD DORADA (1870-1890). Es el "momento de Rockefeller". Tras la Guerra de Secesión se inició la reconstrucción de Estados Unidos que propició una gran expansión económica, industrial y demográfica. Periodo de la expansión del ferrocarril, que resultaría vital para el desarrollo y rápido crecimiento de la actividad económica en el que **John D. Rockefeller** creó y consolidó su gran periodo económico y financiero.



Foto: Imagen de Wikimedia en Pixabay

FELICES AÑOS VEINTE (1920-1929). Momento de gran prosperidad, especialmente en algunas grandes ciudades, que experimentaron un gran cambio económico, social y cultural. Fueron los años del desarrollo a gran escala de los automóviles, pero también del teléfono, la radio y los electrodomésticos. **Henry Ford** encarna la imagen de éxito y de la abundante riqueza de esos años. El sueño terminó el 24 de octubre de 1929, el Jueves Negro.



Foto: Frederic Legrand - COMEO / Shutterstock.com

AUGE DE LA INTELIGENCIA ARTIFICIAL (2022-2026). Este periodo puede estar representado por **Elon Musk**, creador de SpaceX y máximo accionista de Tesla. El índice de multimillonarios de Bloomberg le calculaba un patrimonio el 1 de septiembre último de 870.000 millones de dólares. Nunca el ranking de multimillonarios estuvo ocupado en sus nueve primeros puestos por empresarios de un mismo sector, como ocurre en estos momentos con el tecnológico. La aparición de la inteligencia artificial, puesta a disposición del gran público a partir de noviembre de 2022, ha creado grandes expectativas en todos los sectores económicos e impulsado múltiples aplicaciones para prácticamente todas las actividades. ✱



Muchas incertidumbres

Sin embargo, en el mercado existe tanta expectación como incertidumbre. Cuando esta revista ha solicitado la opinión de un seleccionado grupo de expertos sobre un posible cambio de ciclo y los riesgos que ello supondría, la mayor parte de ellos han preferido eludir las respuestas. Los que han respondido se muestran convencidos de que no estamos todavía en un cambio de ciclo, aunque no dejan de subrayar los riesgos e incertidumbres que los mercados han de afrontar,

al menos, hasta fin de año.

"El escenario se ha vuelto más exigente -afirma Santiago Carbó-. La IA ha generado expectativas muy elevadas, exageradamente elevadas, y es lógico que el mercado empiece a exigir rentabilidad efectiva de las enormes inversiones en centros de datos y semiconductores. A ello se suma un entorno de tipos menos acomodaticio y una mayor incertidumbre geopolítica y política en EE. UU. Todo ello puede aumentar la volatilidad y provocar correcciones, aunque no implica por sí mismo un cambio estructural o radical de tendencia".

Mariano Arenillas coincide con el diagnóstico anterior al señalar que "hay tres variables que estamos vigilando muy de cerca: la evolución de la inversión en inteligencia artificial, la inflación y los riesgos geopolíticos. Si alguno de esos factores se deteriorara de forma significativa, el impacto sobre el crecimiento y sobre el sentimiento de los inversores podría ser relevante". Para Arenillas, es cierto que los riesgos han aumentado, pero no aprecia una señal de cambio de ciclo, aunque es posible que las bolsas respondan con más sensibilidad a las sorpresas que puedan producirse. →→→

→→ Preocupación

La gran preocupación gira sobre el debate de si los cientos de miles de millones de dólares que se van a gastar en los centros de datos de IA realmente darán sus resultados y cuántas compañías saldrán como perdedoras de este esfuerzo y tendrán dificultades para cumplir sus compromisos financieros.

Todas las empresas han señalado un aumento de los planes de gasto durante sus recientes informes de ganancias, generalmente citando la necesidad de capturar la demanda masiva de potencia informática de IA. Alphabet y Amazon han tenido un flujo de caja libre negativo, y se espera que Meta siga pronto esa senda. NVIDIA está buscando una nueva ronda de acuerdos de infraestructura de IA que potencialmente valen más de 750 mil millones de dólares, incluidas las conversaciones para respaldar el arrendamiento de capacidad informática de OpenAI en el centro de datos de IA de 500 mil millones de dólares planeado por SoftBank en Ohio.

Pimco ha sido una de las voces más fuertes que advierten de los riesgos en los mercados de deuda privada y los billones de dólares que se vierten en la IA. Pero una empresa de 2,3 billones de dólares no puede simplemente quedarse al margen de los mega acuerdos más grandes en el mercado de la deuda, por lo que está asumiendo el problema con la mayor prudencia. El director de inversiones, Dan Ivascyn, reunió recientemente a un equipo de 30 a 40 personas específicamente para supervisar las apuestas de infraestructura de IA de la empresa, y firma personalmente cada acuerdo. Los ejecutivos de Pimco dicen que, si bien son conscientes de los riesgos que implica apostar por una tecnología incipiente, han descubierto cómo mitigarlos.

Tres grandes riesgos para seguir

Seguir de cerca la evolución de los más graves riesgos es una buena estrategia para no quedar atrapado, si se produjera una corrección en los mercados. De entre esos riesgos, el que más preocupa es el del endeudamiento de las grandes empresas tecnológicas en un momento en el que algunas de ellas siguen teniendo dificultades para cerrar ejercicios con beneficios. Tal endeudamiento resulta imprescindible para mantener esas

grandes expectativas que justifican sus altas valoraciones. Atento a los informes y toma de posiciones de las casas de análisis. No todas las grandes tecnológicas asumirán de la misma forma sus compromisos financieros.

Nadie duda de que las elecciones de medio mandato en Estados Unidos afectarán de alguna manera a la evolución de los mercados. Todo es posible en estos momentos. Hay que seguir las encuestas sin apostar todo a ellas.

La inflación es un asunto de creciente preocupación por su repercusión en la política de tipos que lleven a cabo los bancos centrales. No solo hay que seguir el precio del petróleo y la interminable guerra con Irán. Mucha atención a los precios agrícolas. El trigo, el azúcar, el cacao... son solo algunos de los productos que están en el ojo del huracán por la guerra en Ucrania y los desastres atmosféricos, especialmente los que pueda provocar El Niño, un fenómeno especialmente activo este año. ❄

En los primeros días del pasado septiembre, trascendió que la mesa de negociación de J.P. Morgan decidió adoptar una visión "tácticamente cautelosa" sobre las acciones estadounidenses. También sobre las compañías tecnológicas.

Al mismo tiempo, la inflación proporciona argumentos a los bancos centrales para subir los tipos de interés, mientras que los conflictos en Ucrania y en el estrecho de Ormuz tienden a cronificarse. Sin embargo, los resultados empresariales se mantienen sólidos y presentan buenas perspectivas gracias, en parte, a una demanda

impulsada por los propios resultados bursátiles.

Sin duda, las grandes instituciones deberán redoblar sus esfuerzos para advertir a los inversores de los riesgos de la situación actual, al tiempo que los animan a participar en los mercados bursátiles para obtener mayores rentabilidades. Se trata de una tarea difícil, pero necesaria, en medio de un periodo de excepcional incremento de la riqueza, favorecido por la evolución de unos mercados cuyos comportamientos comparables solo pueden encontrarse en los libros de historia. ●

The home of active ETFs

Somos el principal gestor¹ de ETFs activos de Europa. Cada uno de nuestros más de 30 ETFs UCITS activos está respaldado por un exhaustivo análisis y tecnología de vanguardia. Y a todo esto se une nuestro compromiso de más de un siglo con la gestión activa.

Transforma tu estrategia de inversión con los ETFs activos de **J.P. Morgan Asset Management**.

Más información en www.jpnam.es

SU CAPITAL PODRÍA ESTAR EN RIESGO

¹Fuente: Bloomberg a 31 de enero de 2025, por activos bajo gestión en ETFs UCITS activos.

LV-JPM56328 | 03/25 | 09rj250703083112

J.P.Morgan
ASSET MANAGEMENT



LA PREGUNTA DEL BILLÓN

¿Hasta dónde llegará la carrera de las *big tech* por liderar la IA?

Nadie duda de que la inteligencia artificial es una revolución. La duda es cuándo y cómo llegará la rentabilidad de unas inversiones vertiginosas, y de qué manera se frenará esta aceleración supersónica. Mientras tanto, crece la preocupación sobre los riesgos y sus líderes ya meditan bajar el ritmo. Por **VICENTE VARÓ**.



➔ **LA INVERSIÓN CONJUNTA de los grandes hyperscalers podría acercarse a 800.000 millones en 2026, 1,1 billones en 2027 y 1,4 billones en 2028, según las previsiones de Morgan Stanley.**

Todo es histórico estos días. Y todo es vértigo. SpaceX protagonizó el 12 de junio la mayor salida a bolsa de la historia y llegó a valer más de 2,4 billones de dólares el día 16. Apenas unas semanas después se había desinflado hasta los 1,4 billones.

El iShares Semiconductor ETF, la referencia de las compañías de chips, subió más de un 100% entre el 1 de enero y el 22 de junio de 2026... y se desplomó un 23% en el mes siguiente.

Y Microsoft entró en el Guinness bursátil el 30 de julio: sumó 450.000 millones de dólares de capitalización en un solo día tras publicar resultados, después de meses de castigo.

Si nos ceñimos a la definición científica de fuerza-masa por aceleración-, estamos ante el movimiento más intenso de la historia de los mercados. Nunca tanto dinero se movió tan rápido.

Hasta el infinito...

Todo gira alrededor de la inversión multimillonaria en el desarrollo de la inteligencia artificial. "Supera las grandes olas inversoras históricas, como la expansión del ferrocarril, la electrificación, la telefonía, la industria del automóvil o el nacimiento de Internet",

explica **Marc Garrigasait** en su última carta a inversores. "El esfuerzo inversor asociado al ecosistema supera ya el 13% del PIB", añade.

Desborda incluso previsiones que en su día parecían exageradas, como las de Morgan Stanley. "Hace un año proyectábamos que la inversión conjunta de los grandes hyperscalers rondaría los 450.000 millones de dólares este año y el próximo. Ahora esperamos que se acerque a 800.000 millones en 2026, 1,1 billones en 2027 y 1,4 billones en 2028", detalla **Vishy Tirupattur**, estratega jefe de renta fija del banco de inversión.

"Si están anunciando estas inversiones es porque están viendo que existe demanda", comenta **María Jesús Martínez**, gestora del fondo CaixaBank Comunicación Mundial.

Y los últimos resultados trimestrales le dan la razón: las cifras anunciadas han vuelto a superar unas estimaciones ya de por sí elevadas. Amazon subió su previsión de Capex para el año de 200.000 a 220.000 millones de dólares; Google, a un rango de 195.000 a 205.000 millones; Meta, de 130.000 a 145.000 millones.

Un uso que explota

"Al final son inversiones que necesitan para que sus modelos de negocio sigan

funcionando y creciendo", apunta **Juan Tuesta**, analista de Bankinter. "Meta gestiona millones y millones de datos, de vídeos, de imágenes... El volumen de datos para que funcione Instagram multiplica por diez el de hace cinco años".

El uso de la IA por parte de empresas y desarrolladores está explotando. En el primer semestre de 2026, el consumo semanal de tokens -un indicador clave de la demanda de computación- se multiplicó por diez, según datos de OpenRouter.

Mark Zuckerberg, CEO de Meta, le pone letra a la música: "Si vas muy despacio y la superinteligencia

➔ **NUEVA YORK Y TEXAS han empezado a frenar la concesión de nuevas licencias para grandes centros de datos, por el temor a apagones y subidas del precio de la luz.**

llega en tres años cuando tú pensabas que tardaría cinco, te quedas fuera de juego en lo que va a ser la tecnología más importante, la que haga posible la mayor innovación y creación de valor de la historia", explicaba en el podcast Access. ➔➔➔

**Xavier Brun**

(Analista y gestor de TREA AM)

"Los ciclos de sobreinversión rara vez terminan de forma ordenada. No veo una reducción paulatina de la inversión".

**Andrés Allende**

(Gestor del fondo Paradigma Value Catalyst Equity)

"Hasta 2030 no se pueden fabricar más chips ni memoria de los ya previstos, porque se tarda cinco años en construir una planta y ponerla en marcha".

**María Jesús Martínez**

(Gestora del fondo CaixaBank Comunicación Mundial)

"Los centros de datos necesitan garantizar el suministro de energía para toda su capacidad de computación, sin arriesgar el abastecimiento a las grandes ciudades".

**Juan Tuesta**

(Analista de Bankinter)

"Es verdad que algunas compañías están consumiendo flujo de caja libre y endeudándose, pero no vemos una situación complicada, salvo casos aislados".

→→ El gran dilema

Pero hay quien arquea la ceja ante tanta grandilocuencia, como **Xavier Brun**, analista y gestor de TREA AM, "En el año 2000, cuando iba a conferencias y escuchaba a los directivos anunciar que Internet se lo comería todo, me entraban dudas. Y es justo lo que estoy viendo ahora: que será la panacea y que hay que invertir sí o sí. Puro dilema del prisionero". Es decir, según la teoría de juegos, el riesgo de disparar la inversión, aunque la lógica económica no cuadre, solo para evitar quedarte entre rejas.

Según las cuentas de Brun, esto está yendo demasiado lejos: "En 2026, las *hyperscalers* ya se están gastando 800.000 millones de dólares, que es el flujo de caja agregado,

así que a partir de ahí tienen que pedir financiación externa. Esto supone hasta tres veces EBITDA, de modo que desde 2029 deberán recurrir a ampliaciones de capital. Y entonces los inversores exigirán ver el retorno, y el dilema del prisionero ya no se sostendrá".

Buena parte del mercado mira en esa dirección. Por eso, en la publicación de resultados del segundo trimestre de este año, castigó a quienes pasaron a tener flujo de caja negativo por el ritmo de su Capex, como Meta.

Y por eso las Siete Magníficas no están teniendo un año tan brillante en bolsa como en el pasado. "A este grupo el mercado lo está penalizando precisamente por estas inversiones", explica **Jaime Vázquez**, de Bestinver. "Se está fijando

en el corto plazo, en la parte negativa: la salida de caja que se produce cuando inviertes tanto, la depreciación que asumes desde el minuto uno... y no tanto en los retornos sobre esas inversiones".

La caja ya no basta

Nos preguntamos: ¿hasta qué punto es un problema tener que tirar de financiación para unas empresas acostumbradas a nadar en su propia liquidez? Para Juan Tuesta, "es verdad que algunas están consumiendo flujo de caja libre y endeudándose, pero no vemos una situación complicada, salvo casos como Oracle, que me preocupa más".

La compañía de **Larry Ellison**, Oracle, está cada vez más en el punto de mira. Sus CDS, los seguros

contra impago, se han disparado a máximos, superando incluso los niveles de la gran crisis financiera. "Es una de las compañías con la situación de deuda más tensionada, y se ha convertido en una especie de termómetro del riesgo", apunta por su parte María Jesús Martínez.

Para que el mercado se relaje del todo, tendrán que llegar los beneficios de todas estas inversiones. Algo que **Andrés Allende**, gestor del fondo Paradigma Value Catalyst Equity, contempla ya: "Estoy viendo una creación de empresas acelerada y enormes retornos para quien la utiliza de verdad. Con la IA se programan aplicaciones en una semana que antes llevaban seis meses". Y añade que el propio negocio de las grandes tecnológicas ya genera ingresos con rentabilidades más que aceptables.



Jaime de León

(Mutuactivos)

"Nunca habíamos visto a compañías con estos balances endeudarse voluntariamente para acelerar un ciclo de inversión de esta magnitud".

Las cuentas que salen

Coincide **Jaime Vázquez**, cogestor del Bestinver Consumo Global, que ha ido aumentando en cartera el peso de los valores ligados a la IA: "Construir un gigavatio, que es como se mide la capacidad de computación, cuesta unos 50.000 millones de dólares y da unos ingresos, de forma prudente, de unos 20.000 millones, que acaban traducándose en un beneficio operativo de 12.000 millones. Es un retorno sobre el capital invertido de un 25% más o menos, que no está nada mal".

¿Pero el retorno se quedará en los que fabrican, venden y alquilan los picos y las palas, como en la fiebre del oro? ¿O llegará más lejos?

"Hoy en día están ganando todo el dinero los que están al principio de la

cadena de producción de la IA, los que reciben el 80% del Capex de las *hyperscalers*: las NVIDIA, las AMD, etc. Veremos si el resto es capaz de generar esos retornos", advierte Tuesta. De momento, lo que sí han puesto en precio es a los perdedores: los fabricantes de software, como Adobe o Salesforce, con sus acciones muy penalizadas.

Callejón con 'salidas'

Todos los ojos están puestos en los dueños de los modelos más populares: OpenAI, creador de ChatGPT, y Anthropic, matriz de Claude. Vázquez, pone números frente a las

dudas: "Hace tan solo siete meses, en diciembre, facturaban de forma combinada 20.000 millones de dólares. Pensamos que hoy en día estamos en 100.000 millones y que acabarán el año en 200.000 millones. Son cifras increíbles en tan poco tiempo. ¿Cuántos años tardó Google en llegar a 100.000 millones de facturación? Estas compañías lo van a conseguir en una fracción de ese tiempo".

¿Accidente por exceso de velocidad?

Pero todo va tan acelerado que el riesgo de accidente se dispara. Así lo advirtió a principios de sep- →→→

SpaceX: el bono, como la acción

● **Casi a la vez que salía a bolsa**, SpaceX colocó en junio 25.000 millones de dólares en bonos, con una demanda cercana a los 89.000 millones. Parecía insaciable el apetito de los inversores por las nuevas tecnologías, pero la euforia duró poco.

● **En las sesiones posteriores**, el precio del bono empezó a caer y su diferencial a ensancharse. Si no han vendido, los compradores de estos títulos arrastran unas pérdidas muy dolorosas.

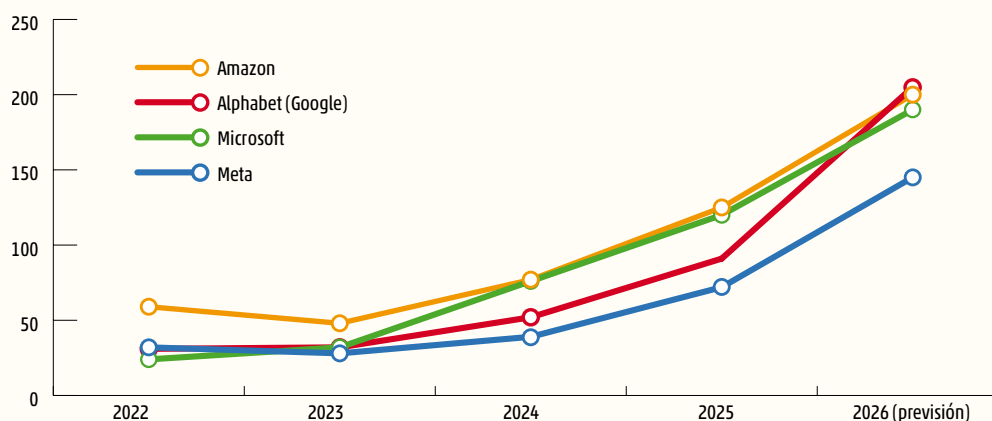
● **La realidad es que su calificación crediticia está entre las peores del sector**, junto a Oracle, en el rating más bajo del grado de inversión (BBB).

● **Lo cierto es que la IA está cambiando los mercados de deuda**, con un peso mucho mayor del sector tecnológico del tradicional: "Nunca habíamos visto a compañías con estos balances endeudarse voluntariamente para acelerar un ciclo de inversión de esta magnitud", apunta **Jaime de León**, de Mutuactivos. Lo que en su opinión añade un riesgo: "Si la tesis fracasara, podría desembocar en un auténtico credit crunch".

● **Para John Kerschery y John Lloyd**, gestores de Janus Henderson, a pesar de la reciente caída, las valoraciones de los bonos de los *hyperscalers* aún no resultan atractivas: "La evidencia histórica muestra que los grandes ciclos de inversión financiados principalmente con deuda suelen ir seguidos por una ampliación significativa de los diferenciales de crédito". ✱

➔ **LA PUBLICACIÓN de resultados del segundo trimestre, castigó a quienes pasaron a tener flujo de caja negativo por el ritmo de su Capex.**

EL GASTO EN IA DE LAS GRANDES TECNOLÓGICAS ALCANZARÁ LOS 760.000 MILLONES DE DÓLARES EN 2026



Fuente: informes de las propias empresas, recopilados por Statista.

Las cifras de 2026 son estimaciones (límite superior de la previsión de cada empresa, a 30 de julio 2026, salvo Microsoft, cuyo dato es a 29 de abril de 2026).

Gasto de capital anual (CapEx) de Meta, Microsoft, Alphabet y Amazon – cifras en miles de millones de dólares (MMS).

→→→ tiembre, al justificar su dimisión, uno de los ingenieros de Anthropic y ex empleado de OpenAI: "Pronto serán sistemas sobrehumanos capaces de hackear cualquier cosa, revolucionar cualquier campo de la noche a la mañana y adquirir poder y recursos reales", profetizaba **Jacob Coxon** en la red X. Un riesgo para la civilización reconocido pocos días después por los líderes de ambas compañías, **Dario Amodei** (Anthropic) y **Sam Altman** (OpenAI). Esta última reconoció que, en julio, su tecnología provocó el hackeo de la plataforma Hugging Face tras un comportamiento de sus modelos "muy por debajo del nivel al que aspiramos" en materia de seguridad. Este "incidente no debió ocurrir", añadió la empresa.

Las críticas han llevado a Sam Altman a pisar el freno respecto a la salida a bolsa de la compañía, prevista para finales de este año y aplazada hasta 2027. Por el contrario, Anthropic mantiene por ahora sus planes y ha elegido el Nasdaq para comenzar a cotizar. Sin embargo, el escepticismo y la preocupación social siguen creciendo.

Hasta el cuello... de botella

El mercado también vive pendiente de otro riesgo para el futuro de la IA: la escasez en recursos y materiales críticos.

"No se trata solamente de chips", explica Martínez, de CaixaBank. "También

hay cuellos de botella en los racks, las memorias, las CPU y los sistemas de alimentación y refrigeración". Eso sí, sin dramatismo: "No los veo como una amenaza para el ciclo de inversión, sino como algo que puede generar retrasos".

Para Allende, el mayor tapón está en la memoria: "No se pueden fabricar más chips ni más memoria que la que hay, porque se tarda cinco años en construir una planta y ponerla en marcha. Ya sabemos exactamente la oferta de 2026, 2027 y 2028". Por eso, en parte, invierte en SK Hynix, la coreana que ha disparado precios -y beneficios- al calor de una demanda incesante. Su CEO, **Kwak Noh-jung**, ha advertido de que 2027 "será el peor año de la historia de la industria desde el punto de vista de la oferta".

Vázquez, recuerda también las subidas de los otros grandes de la memoria, Samsung y Micron: "Han elevado precios, han multiplicado por diez sus beneficios y también su valor en bolsa", aunque tras tocar máximos en junio vivieron una fuerte recogida de beneficios.

Miedo a los apagones

La energía también podría escasear y "es clave", como explica Martínez: "Los centros de datos necesitan garantizar el suministro para toda su capacidad de computación y almacenamiento, sin poner en riesgo el abastecimiento de las grandes ciudades".

"Hoy en día no es una preocupación, pero el



➔ **ESTÁ TODO TAN ACELERADO, que el riesgo de accidente se dispara. Lo alertó a principios de septiembre uno de los ingenieros de Anthropic.**

Deepseek 2.0 y las 7 emergentes

● **La estrella** que más ha brillado entre las salidas a bolsa en 2026 es la empresa de chips de memoria china CXMT, con una subida del 466% que le llevó a ser la más valiosa del país durante unas horas.

● **Otra muestra** del sorprendente momentum tecnológico chino, que vive su particular "Deepseek 2.0". Primero, con la irrupción del modelo Kimi K3, que los analistas de Ibercaja consideran "mucho más relevante" por combinar "resultados excelentes en la calidad con una tremenda eficiencia". Y segundo, con la noticia de que una empresa estatal, Shanghai Aishengna, va a iniciar la producción en serie de máquinas para fabricar chips -tecnología DUV- con las que China aspira a reducir su dependencia de la holandesa ASML. "China ya nos lo dijo en su plan quinquenal: quiero ser

autosuficiente en semiconductores", recuerda Xavier Brun. "Y lo lograrán. Cada año de sus universidades salen 11 millones de personas relacionadas con ingeniería..."

● **No lo ve tan claro Andrés Allende**, gestor de Paradigma Value Catalyst Equity: "Aunque lo que están haciendo impresiona, no pueden hacer magia. Están muy capados a nivel tecnológico". A su juicio, la brecha volverá a abrirse en cuanto lleguen las nuevas generaciones de chips que se lanzarán en Occidente.

● **Lo que sí podría pasar**, por capitalización, es que la recién estrenada CXMT podría colarse en el club de "las 7 emergentes" que Capital Group contrapone a las "7 magníficas". Según Brad Freer, gestor de renta variable, "cada vez resulta más evidente que TSMC, Samsung y SK Hynix son tan importantes como la estadounidense Micron Technology". Con ellas completan el grupo MediaTek, Delta Electronics, Tencent y Alibaba: "Suelen tener una menor capitalización y unas valoraciones más bajas que las estadounidenses", concluye.

consumo es gigante", añade Tuesta.

En julio, Nueva York se convirtió en el primer estado en dar un paso al respecto: la gobernadora **Kathy Hochul** firmó una moratoria de un año sobre los permisos para construir nuevos gigacentros de datos (los que consumen 50 megavatios o más). A las autoridades les preocupa la saturación de la red, el riesgo de apagones y la subida del precio de la luz que empuja la demanda de la IA.

Para Xavier Brun, el regulador va a ser la madre de todos los cuellos de botella: "El último centro de datos que quiere poner en marcha Meta es como todo Manhat-

tan. ¿Quién quiere eso detrás de su jardín?". Y recuerda que, de todos los gigavatios que habría que instalar, "menos de un tercio tiene permisos, y de esos, solo una décima parte los tiene todos". Incluso Texas, que fue de los estados más entregados a los centros de datos, empieza a ver contestación social: su gobernador, **Greg Abbott**, ha dado un giro para proteger los recursos del estado.

Aterrizas como puedes

Está claro que el ritmo actual de inversiones en capital no puede durar para siempre, así que la

pregunta está en cuándo y cómo llegará el frenazo.

En el bando del aterrizaje tranquilo está Juan Tuesta: "Ese momento de frenar llegará. Lo vas a tener el 26 y el 27, y a partir del 28 la situación se normaliza mucho más". Y María Jesús Martínez, que ve las correcciones como "movimientos dentro de la senda de construcción del ciclo".

Xavier Brun lo duda: "No pienso que vaya a ser una reducción de la inversión paulatina". Recuerda que los ciclos de sobreinversión rara vez terminan de forma tan ordenada. ¿Será esta vez diferente? Ay, las cuatro palabras malditas... ●

BUSCAN LA RENTABILIDAD QUE LOS MERCADOS GLOBALES PODRÍAN NO ASEGURAR

Los fondos soberanos apuestan por activos privados ante 2027



En 2025, el fondo soberano de Noruega se revalorizó un 15,1% haciendo algo que podría considerarse muy convencional: invertir en acciones de empresas cotizadas en bolsa. Nada de aeropuertos, nada de centros de datos, nada de participaciones en compañías privadas. Sencillamente, más de siete de cada diez dólares del fondo estaban en la bolsa mundial.

Ese mismo año, los fondos soberanos que llevan una década haciendo inversiones sofisticadas como comprar empresas enteras, o invertir en infraestructuras e inmuebles, exhibían cifras notablemente peores en el largo plazo. Temasek Holdings, el brazo inversor del

Los fondos soberanos gestionan ya 16,6 billones de dólares -el 13% del PIB mundial- y están moviendo parte de su dinero de la bolsa y los bonos hacia empresas privadas, infraestructuras y crédito. Consideran que los mercados globales difícilmente pueden lograr los resultados de los últimos ejercicios. Quieren, además, control, y saben de los riesgos de su apuesta.

Por **CRISTINA JIMÉNEZ** (LONDRES).

gobierno de Singapur, informó un retorno total para el accionista (TSR) a 10 años del 5% para el ejercicio cerrado el 31 de marzo de 2025. En comparación, el índice bursátil mundial MSCI ACWI obtuvo aproximadamente un 9% en ese mismo horizonte.

Por su parte, GIC, el otro fondo singapurense que gestiona las reservas financieras a largo plazo, registró una rentabilidad real anualizada a veinte años del 3,8%, frente al 3,9% del año anterior.

Sin embargo, se está gestando una transformación enorme entre los 160 fondos soberanos en el mundo (SWF, por sus siglas en inglés), que superan los 16 billones de dólares en activos gestionados, más que el PIB anual de China.

La asignación a mercados privados por parte de estas entidades aumentó del 29% en 2020 al 34% a finales del primer semestre de 2026, casi siempre a expensas de los bonos, según el último informe de Global SWF, una destacada plataforma de datos, investigación y asesoría especializada en fondos soberanos de inversión.

En el mismo periodo, los activos bajo gestión del sector crecieron de 9,4 billones de dólares a 16,6 billones de dólares, y el capital invertido por los fondos soberanos en mercados privados a nivel mundial se duplicó, pasando de 2,8 billones de dólares a 5,6 billones de dólares en poco más de un lustro.

El crecimiento a largo plazo de las asignaciones a



mercados privados se ha mantenido durante años. “En las últimas dos décadas, hemos observado un aumento natural en la asignación a mercados privados por parte de los SWF que han alcanzado mayor madurez y sofisticación”, comenta **Diego López**, fundador y Managing Director de Global SWF. “Los fondos soberanos son muy heterogéneos y todos tienen mandatos, niveles de riesgo y asignación de activos diferentes. Pero, por regla general, cuanto más maduro es un fondo soberano, mayor es su asignación a los mercados privados”, añade.

Hacia dónde se dirige el capital

Esta tendencia la confirma también la decimocuarta edición del *Estudio Global de Gestión de Activos Soberanos* de Invesco con entrevistas a 144 profesionales sénior de inversiones de 90 fondos soberanos y 54 bancos centrales, instituciones que gestionan en conjunto aproximadamente 29 billones de dólares estadounidenses en activos.

Un 59% de los gestores de fondos soberanos contestaron que su reacción a un mundo marcado por las crisis inflacionistas, la fragmentación geopolítica y la mayor concentración de los mercados es destinar más capital a activos privados y menos líquidos.

Las intenciones netas de asignación reflejadas en el estudio de 2026 muestran

un cambio significativo de tendencia respecto a la renta variable. Los fondos soberanos son ahora más propensos a reducir que a aumentar su exposición a acciones cotizadas. Y la misma tendencia se observa con el mercado de bonos.

En lo que respecta a las inversiones alternativas, aproximadamente un tercio de los fondos soberanos encuestados planean aumentar sus asignaciones a infraestructuras, crédito privado y *private equity* de aquí a 2026. Estos son los beneficiarios más claros, al registrar intenciones netas positivas impulsadas, respectivamente, por la demanda estructural y la dinámica de rendimientos.

El crédito privado aparece por primera vez como una clase de activo independiente en el sondeo de Invesco de 2026, lo que refleja el grado de arraigo que ha alcanzado entre los encuestados.

Capturar primas de rentabilidad

Las razones detrás de esta tendencia se explican porque el horizonte de muy largo plazo de estos vehículos y su escasa necesidad de liquidez “les permite capturar la prima de iliquidez y acceder directamente a infraestructuras, *private*

equity, crédito o tecnología”, estima **Javier Capapé**, investigador especializado en fondos soberanos que desde 2012 ha dirigido la serie de informes sobre fondos soberanos de ICEX-Invest in Spain, y añade: “Además, con más de 15 billones de dólares bajo gestión, muchos SWF necesitan desplegar capital a una escala que los mercados privados permiten canalizar mediante grandes inversiones directas y coinversiones, sobre todo en inmobiliario e infraestructura”.

Capapé, coautor, junto a **Adam Dixon y Patrick Schena**, de *Sovereign Wealth Funds: Between the State and Markets* (2023), cree que hay un motivo adicional: los SWF habrían ido aprendiendo a invertir de forma eficiente en mercados privados, ascendiendo en la curva de aprendizaje. “Pasaron de ser meros planificadores de los fondos de *private equity* globales, a invertir en esas organizaciones, después empezaron a crear equipos propios y a coinvertir, hasta crear sus propias unidades de inversión en activos privados y liderar rondas de inversión en empresas de tecnología compleja, sin dejar de proveer de capital a las firmas de capital riesgo globales”, explica.

Coincide con él **Salzar Ghahramani**, profesor asociado en la Universidad Estatal de Pensilvania y especializado en gobernanza, las operacio- ➔➔➔

→→ nes y las estrategias de inversión de los fondos soberanos. “Observamos una evolución en la que estos fondos crean sus propios departamentos internos, que operan en gran medida como firmas de capital privado, y, paralelamente, reducen su dependencia de gestores de fondos externos”, dice.

Esto permite a los fondos soberanos reducir las comisiones de los gestores externos y otros gastos operativos asociados. “Pero lo más importante es que les otorga un lugar en la mesa de negociación para definir las condiciones de las mejores operaciones posibles y establecer asociaciones comerciales directas, ya sean bilaterales o multilaterales, en los mercados financieros globales”, sostiene Ghahramani.

Instrumentos de política industrial

El profesor **Bernardo Bortolotti**, director del Sovereign Investment Lab de la Universidad de Turín y coautor del estudio *The Sovereign Wealth Fund Discount*, añade otro factor a esta tendencia: “Las operaciones de capital privado en infraestructura e inteligencia artificial ofrecen ahora esa prima de rentabilidad que los mercados públicos ya no garantizan de manera fiable. Cada día

¿Qué pasó en España?

■ **El Sovereign Wealth Funds Report 2026** de IE University e ICEX-Invest in Spain reveló que entre julio de 2024 y diciembre de 2025, España registró 18 operaciones de inversión directa de fondos soberanos, por un valor conjunto de 6.700 millones de euros, equivalentes a 7.600 millones de dólares. De ellas, 12 correspondieron a fondos soberanos extranjeros y 6 a vehículos domésticos.

■ **Por segundo año consecutivo**, España ocupa el sexto puesto mundial por volumen de inversión soberana recibida y el segundo entre los países de la UE, solo por detrás de Alemania.

■ **La actividad se concentró** en sectores estratégicos para la economía española: energías renovables, infraestructura digital, educación superior y residencias de estudiantes, tecnología e industria. ✱

más, los fondos soberanos actúan como instrumentos de política industrial con consideraciones estratégicas y de seguridad nacional, como el control de minerales críticos y cadenas de suministro, el impulso al desarrollo interno de infraestructura e IA, la canalización de capital hacia socios alineados geopolíticamente y el uso de la inversión como herramienta de influencia en la rivalidad entre grandes potencias”, explica respecto a otro marcado enfoque del sector.

Esto se ha convertido en algo generalizado en todo el sector, en lugar de ser una característica propia de unos pocos fondos atípicos. “Esto

marca un cambio real respecto a los mandatos centrados exclusivamente en la rentabilidad que históricamente definían a esta clase de activos”, añade Bortolotti.

Y es que comprar una empresa entera no rinde necesariamente más que comprar acciones. Pero permite algo que las acciones no permiten: decidir. Dónde se construye la fábrica, quién la dirige, qué tecnología usa. Si el objetivo dejó de ser el retorno financiero y pasó a ser el control, la migración hacia lo privado tiene visos de ser una decisión perfectamente racional.

Pérdida de confianza en los mercados de deuda

Lo que está claro es que el entorno económico se ha vuelto más complejo y algunos de los mayores fondos han puesto en



Diego López
GLOBAL SWF

“Aumentar aún más la asignación a mercados privados en los próximos años podría plantear graves riesgos de iliquidez”.



Javier Capapé
ICEX INVEST IN SPAIN

“Los fondos soberanos han creado sus propias unidades de inversión en activos privados”.



Salar Ghahramani
UNIVERSIDAD ESTATAL
PENNSILVANIA

“Sus inversiones les otorgan un lugar en la mesa de negociación para definir las condiciones de las mejores operaciones”.



Veljko Fotak
UNIVERSIDAD DE BUFFALO

“Existe una pérdida simultánea de confianza en los mercados de deuda soberana de Occidente”.

marcha cambios en la manera de asignar capital. A **Veljko Fotak**, profesor de Finanzas en la School of Management de la Universidad de Buffalo, la tendencia actual le recuerda a la famosa frase atribuida a **Willie Sutton**, un ladrón de bancos activo a mediados del siglo XX. Según cuenta la historia, cuando le preguntaron por qué robaba bancos, respondió: “Porque ahí es donde está el dinero”.

Fotak, que estudia el impacto de la propiedad estatal y las intervenciones públicas en los mercados, cree que los fondos soberanos –y otros inversores institucionales– han estado invirtiendo cada vez más en *private equity* porque ahí es donde se encuentran los activos. “En los mercados occidentales en general, y en el de Estados Unidos en particular, las empresas permanecen privadas durante más tiempo y alcanzan un mayor tamaño bajo propiedad privada, lo que aumenta la oferta de activos no cotizados”, explica. “Dicho esto, también existe una pérdida simultánea de confianza en

➔ **SI BUSCAN CONTROL además de rentabilidad, la migración hacia lo privado tiene visos de ser una decisión perfectamente racional.**

Manda el país, no el sector

■ **En 2025, el 47%** de toda la inversión soberana mundial fue a Estados Unidos. Los mercados emergentes (China, India, Indonesia, la propia Arabia Saudí) cayeron un 26% respecto al año anterior.

■ **El Foro Internacional de Fondos Soberanos** construyó este año su primer índice de concentración para medirlo, y su conclusión es que la tendencia

dominante es de concentración geográfica, no sectorial: estos fondos siguen invirtiendo en muchísimos sectores, pero canalizan el dinero hacia cada vez menos mercados, aquellos que consideran profundos y fiables.

■ **En un mundo** percibido como más peligroso, el capital soberano no se dispersó hacia muchos países. Fluyó hacia los más conocidos y seguros. ✱



los mercados de deuda soberana de Occidente. Los mercados de bonos de Estados Unidos, Japón o Reino Unido parecen algo inestables. Francia es otro ejemplo. Por tanto, parte de esta tendencia responde a un repliegue frente a la deuda pública. Pero eso es algo reciente. La tendencia a largo plazo ha sido el desplazamiento desde la renta variable pública hacia el capital privado”, plantea Fotak.

Principales riesgos

En lo que coinciden los expertos consultados por *Asesores Financieros EFPA* es que este aumento de las asignaciones a crédito privado, capital privado y activos de infraestructura no está exento de riesgos.

Después de varios años de fuertes rentabilidades bursátiles, especialmente en Estados Unidos y con una

concentración creciente en grandes tecnológicas ligadas a la IA, una corrección tendría un impacto importante, como reconocía el propio Norges Bank Investment Management recientemente. “A ello se añaden la fragmentación geopolítica, mayores restricciones a la inversión extranjera y la emergencia de los fondos estratégicos, que plantea preguntas profundas sobre la propia naturaleza y misión de los fondos soberanos”, escribe Capapé.

Además, eventos inesperados e impredecibles, como la crisis del petróleo de 2015, la pandemia de 2020 y la guerra de Irán en 2026, han puesto de relieve la importancia de generar liquidez en el balance, “especialmente entre aquellos FSI responsables de los déficits de sus respectivos gobiernos y que podrían sufrir retiros. Aumentar aún más la asignación a mercados privados en los próximos años podría plantear graves riesgos de



iliquidez”, sostiene López.

A esto hay que sumar las preocupaciones de quienes creen que estos fondos son muy opacos. No hay que olvidar que los SWF juegan ya un papel muy relevante en la industria financiera mundial: sus activos representaban apenas el 6,5% del PIB mundial hace 15 años; hoy en día, esa relevancia se ha multiplicado por dos: sus activos representan casi el 13% del PIB mundial. Una disrupción seria de la inversión soberana sería un problema global difícil de acotar ahora mismo.

“Existen muchas dudas sobre las valoraciones de los fondos de capital privado, así como numerosos indicios de que los activos que poseen podrían estar sobrevalorados. Una señal de ello es la incapacidad de estos fondos para vender empresas a las valoraciones que pretendían. La opacidad de estos fondos constituye, naturalmente, un factor de riesgo”, concluye el profesor Fotak. ●



UN MERCADO NECESARIO QUE NO ARRANCA

Hipoteca inversa: un producto que exige asesoramiento cualificado

España cuenta con las condiciones demográficas y patrimoniales necesarias para que la hipoteca inversa y sus derivados sean un instrumento notablemente demandado en la financiación de la jubilación y la dependencia. Sin embargo, el mercado sigue siendo muy reducido. Para EFPA España, el impulso de un asesoramiento independiente y especializado, respaldado por profesionales con formación específica y experiencia, resulta fundamental para favorecer su desarrollo y asegurar su adecuada implementación. Por **EMMA PUIG**.



María, de 75 años, tiene una vivienda valorada en 300.000 €. Contrata una hipoteca inversa y recibe 700 € al mes durante un periodo determinado. Por su parte, Juan, de 78, necesita 80.000 € para complementar su jubilación y adaptar su vivienda para dependencia. Obtiene el importe mediante una única disposición. Mientras tanto, Gerardo, de 82, recibe una cantidad inicial y, además, una renta mensual garantizada de por vida mediante un seguro de renta vitalicia asociado.

Los tres han contratado una hipoteca inversa, un producto financiero que permite a una persona mayor obtener liquidez utilizando su vivienda como garantía, sin tener que venderla ni abandonarla. En lugar de pagar cuotas al banco, es la entidad financiera la que realiza pagos al propietario

El peso emocional de la herencia

● **Uno de los grandes frenos para contratar una hipoteca inversa no es financiero, sino emocional.** Según un estudio sobre productos de liquidación patrimonial citado por Víctor Tostado, cofundador de Jubennial, "el 40% de los seniors que no contrataría estas soluciones lo haría porque quiere que sus hijos hereden la totalidad del inmueble sin cargas; el 35% porque no quiere perder o ceder aún parcialmente la propiedad, y otro porcentaje relevante porque no quiere dejarles deudas".

● **El experto subraya que ese temor revela un malentendido sobre el propio producto:** "Resulta llamativo que el miedo a

perder la propiedad aparezca también ante una hipoteca inversa, porque precisamente una de sus características es que el titular conserva la titularidad de la vivienda. Eso demuestra que el producto todavía no se entiende bien". Sin embargo, advierte de que conservarla en vida no garantiza que los herederos puedan quedarse con ella después: "Al fallecimiento, los herederos reciben la vivienda, pero también la deuda acumulada. Para conservarla tendrán que cancelar esa deuda con recursos propios o mediante una nueva financiación. Si no pueden hacerlo, la solución habitual será vender el inmueble con esas cargas".

● **Un ejemplo lo ilustra:** una persona de 67 años que vive hasta los 94 acumula intereses durante 27 años; si sus herederos no cuentan con ahorro suficiente para cancelar la deuda, probablemente deberán vender la vivienda, aunque jurídicamente la hayan heredado.

(en forma de renta periódica, disposición única o combinación de ambas).

La deuda se va acumulando con intereses y, en la modalidad de disposición vitalicia, solo es exigible por el acreedor, con la garantía ejecutable, cuando fallece el titular o cuando se vende la vivienda.

Variables sensibles

Aparentemente sencillo, el producto encierra una complejidad que el consumidor no siempre percibe. Variables que interactúan de forma sensible y que exigen un análisis individualizado y una extra de pedagogía y supervisión antes de tomar cualquier decisión: el tipo de interés compuesto sobre una deuda que no se amortiza, la edad

del solicitante, el valor de tasación, el riesgo de supervivencia (vivir más de lo previsto) y la fiscalidad aplicable, entre otros. Es, en definitiva, un producto financiero con un impacto patrimonial significativo y de largo plazo.

Antes de continuar es preciso señalar que la hipoteca inversa está regulada por la disposición adicional primera de la Ley 41/2007. Pueden acceder a ella las personas de 65 años o más, las personas afectadas de dependencia y aquellas a las que se haya reconocido un grado de discapacidad igual o superior al 33%. Su concesión está reservada a entidades de crédito, establecimientos financieros de crédito y aseguradoras autorizadas, y, aunque queda fuera del ámbito de aplicación de la Ley de Contratos de Crédito Inmobiliario

➔ **LA TEORÍA APUNTA a un producto fácil de entender, pero sus variables (intereses, edad...) requieren una capa extra de pedagogía y supervisión.**

rio de 2019 (LCCI), cuenta con un régimen especial de protección al consumidor y de asesoramiento, susceptible de mejora (por ejemplo, mediante su inclusión en el ámbito de la LCCI, con algunas normas especiales).

Precisamente por eso, desde EFPA España recuerdan que la hipoteca inversa no debe leerse como un simple producto hipotecario o de optimización →→→

→→ financiera, sino como un instrumento de transformación de patrimonio inmobiliario en renta para la tercera edad. En ese sentido, su verdadero potencial no es solo complementar las pensiones sino también financiar la dependencia, los cuidados de larga duración y las necesidades de liquidez que acompañan al envejecimiento.

España, con una de las tasas de propiedad de vivienda más altas de Europa y una población con una esperanza de vida de las más elevadas del mundo, reúne las condiciones ideales para que este mercado se desarrolle con fuerza. Que no lo haya hecho todavía puede obedecer a factores culturales (el arraigo de la vivienda como herencia familiar), a una desconfianza justificada hacia la comercialización de productos complejos, a un coste difícil de comparar y cuantificar, a una escasa educación financiera en materia de longevidad y a la falta de asesoramiento actuarial. Todos ellos conectados entre sí.

Los datos confirman ese diagnóstico. “Alrededor del 83% de los mayores de 65 años tiene vivienda en propiedad; es decir, más de ocho millones de personas podrían encontrarse, al menos patrimonialmente, dentro del mercado potencial”, señala **Víctor Tostado**, cofundador de Jubenial. La comparación con otros mercados resulta reveladora: “En 2023 se formali-

→ **AUNQUE EL PROPIETARIO conserva la vivienda, muchas personas siguen pensando que podrían perderla. Lo que demuestra que aún no se entiende bien en qué consiste.**

→ **NO ES UN SIMPLE PRODUCTO hipotecario, sino un instrumento de transformación de patrimonio inmobiliario en renta para la tercera edad.**

zaron en España 409 hipotecas inversas, mientras que en Reino Unido se contrataron 26.119 nuevos planes de *equity release*, un número de operaciones 64 veces mayor, cuando la población británica solo es aproximadamente un 40% superior a la española”, añade.

Para **Íñigo Hernández**, director de Desarrollo de Negocio de Óptima Mayores, la explicación hay que buscarla también en la oferta: “Existe un número muy reducido de entidades que comercializan activamente estos productos, la promoción es limitada y faltan redes especializadas capaces de asesorar adecuadamente a las familias”. A su juicio, “la hipoteca inversa requiere un elevado componente de asesoramiento patrimonial, financiero, actuarial, jurídico e inmobiliario, lo que hace especialmente necesaria la existencia de profesionales especializados para acercar el producto al cliente final”.

Condiciones

Según EFPA España, para que la hipoteca inversa pueda cumplir su función, son necesarias cuatro condiciones de partida: estándares de protección al consumidor, garantía universal de que el titular o sus herederos nunca deberán devolver más de lo que vale la vivienda, acceso al asesoramiento independiente obligatorio previo a la contratación -ya exigido por la

Qué puede aportar EFPA España

● **Además de respaldar la formación actuarial, fiscal y jurídica de sus asociados, EFPA España plantea un papel activo en el desarrollo de este mercado. La asociación propone enmarcar la hipoteca inversa dentro de un plan global de movilización del patrimonio inmobiliario sénior, que analice primero la necesidad de cada persona y solo después qué producto la resuelve mejor, evitando así recomendaciones prematuras.**

● **EFPA España considera que puede contribuir decisivamente a impulsar la creación de una figura de asesor financiero independiente y autónomo, especializado y clave para el desarrollo de la hipoteca inversa y, en general, para la movilización del patrimonio inmobiliario sénior, una posibilidad ya contemplada en la contratación de este producto.**

● **Según la asociación, varios miles de sus miembros certificados, ya sea por jubilación o por su transición al ejercicio libre de la profesión, carecen de dependencia o vinculación directa con entidades, lo que los convierte en candidatos idóneos para impulsar esta nueva figura, esencial para un desarrollo mucho más intenso de la hipoteca inversa.**

normativa vigente, si bien pendiente de un mayor desarrollo reglamentario- y una estructura de producto simple y transparente, con costes razonables y proporcionados, además de legibles y con simulaciones claras del impacto sobre el patrimonio.

Más allá de estas condiciones de base, EFPA España propone enmarcar la hipoteca inversa dentro de un plan global de movilización del patrimonio inmobiliario sénior que contemple el conjunto de alternativas disponibles antes de recomendar ningún producto concreto. El asesoramiento independiente debe analizar primero qué solución se adapta mejor a la situación específica de cada persona, y solo después, qué producto la instrumenta mejor. En este proceso, un marco fiscal estable y favorable resulta imprescindible: este es uno de los principales desincentivos para contratar productos de largo plazo.

Las aseguradoras, por su capacidad actuarial y su

experiencia en la gestión del riesgo de longevidad, deben desempeñar un papel importante en el diseño de estos productos. La combinación de un préstamo hipotecario con un seguro de renta vitalicia diferida puede resolver eficientemente el riesgo de supervivencia. Y para que el mercado alcance la escala necesaria, conviene también facilitar la titulización de carteras y habilitar vehículos que atraigan a inversores institucionales, reduciendo así el coste final para el proveedor y para el cliente.

Asesoramiento cualificado

En todo este proceso, la figura del asesor financiero cualificado resulta determinante. Desde EFPA España sostienen que sus miembros certificados disponen de los conocimientos necesarios para entender la hipoteca inversa en su complejidad real: planificación patrimonial para la jubilación, fisca-

lidad personal, productos aseguradores vinculados a la longevidad, normativa de protección al inversor y, sobre todo, la capacidad de evaluar la adecuación del producto a la situación concreta de cada solicitante, teniendo en cuenta su perfil familiar, su estado de salud, sus objetivos de liquidez y las alternativas disponibles. Muchos de ellos tienen la capacidad de integrarse eventualmente en un futuro cuerpo de asesores financieros independientes centrados en estas soluciones.

La experiencia de los especialistas consultados confirma esa exigencia formativa. “La formación que proporciona una visión más completa para abordar este tipo de productos es la actuarial, por ser la única disciplina que integra conocimientos financieros, fiscales y jurídicos junto con un profundo entendimiento de la esperanza de vida, concepto esencial para comprender la lógica económica de la hipoteca inversa”, explica Hernández, quien subraya además la

necesidad de contar con conocimientos inmobiliarios para valorar correctamente los inmuebles y resolver incidencias registrales o urbanísticas.

En la misma línea, Tostado insiste en que el asesor “necesita manejar cinco ámbitos: cálculo financiero y capitalización de la deuda; fiscalidad; sucesiones y capacidad de pago de los herederos; longevidad y necesidades futuras de cuidados; y comparación con otras soluciones como la nuda propiedad, la venta con alquiler garantizado, el alquiler de parte de la vivienda o la venta convencional”. Tostado va más allá: “La verdadera formación consiste en saber traducir toda la documentación y sus implicaciones económicas a una decisión que la persona y su familia comprendan de verdad”.

Esa es, precisamente, la combinación de conocimientos que la asociación reclama para sus miembros certificados como condición previa a cualquier recomendación sobre este producto. ●



EL VIÑEDO ESPAÑOL SE HA REDUCIDO
CASI A LA MITAD EN 40 AÑOS

La crisis del vino, ¿una oportunidad?

El sector vitivinícola atraviesa una crisis de alcance global. Estilos de vida más saludables y cambios en los gustos de los consumidores provocan grandes excedentes de vino. ¿Una moda o de un cambio que viene para quedarse? Hay expertos que ven paralelismo con la crisis inmobiliaria y ven ahora una oportunidad de inversión en bodegas y viñedos.

Por **AURELIO MEDEL VICENTE.***

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

El aceite de oliva, el trigo y el vino son los tres productos que identifican la cultura alimentaria y el paisaje de la cuenca del Mediterráneo. Los dos primeros siguen gozando de buena salud; en cambio, la viticultura atraviesa serios problemas a escala global, una situación de la que no escapa España. Las bebidas alcohólicas están registrando caídas en las ventas, descensos que afectan a prácticamente todas las categorías, desde las

bebidas de alta graduación, como los espirituosos, hasta el vino o la cerveza. El caso más impactante es el del vino, ya que es el que tiene un mayor peso económico y, además, se concentra en zonas que ya están muy afectadas por la despoblación.

El descenso del consumo de bebidas alcohólicas está ligado al cambio en las pautas de comportamiento de la sociedad, que apuesta por hábitos más saludables. Mientras desciende la venta de estas bebidas, se dispara la apertura de gim-

nasios. Estas evoluciones divergentes tienen mucho que ver con las prioridades y preferencias de las personas, especialmente de los más jóvenes, lo que permite prever que se trata de tendencias de fondo y no de modas puntuales.

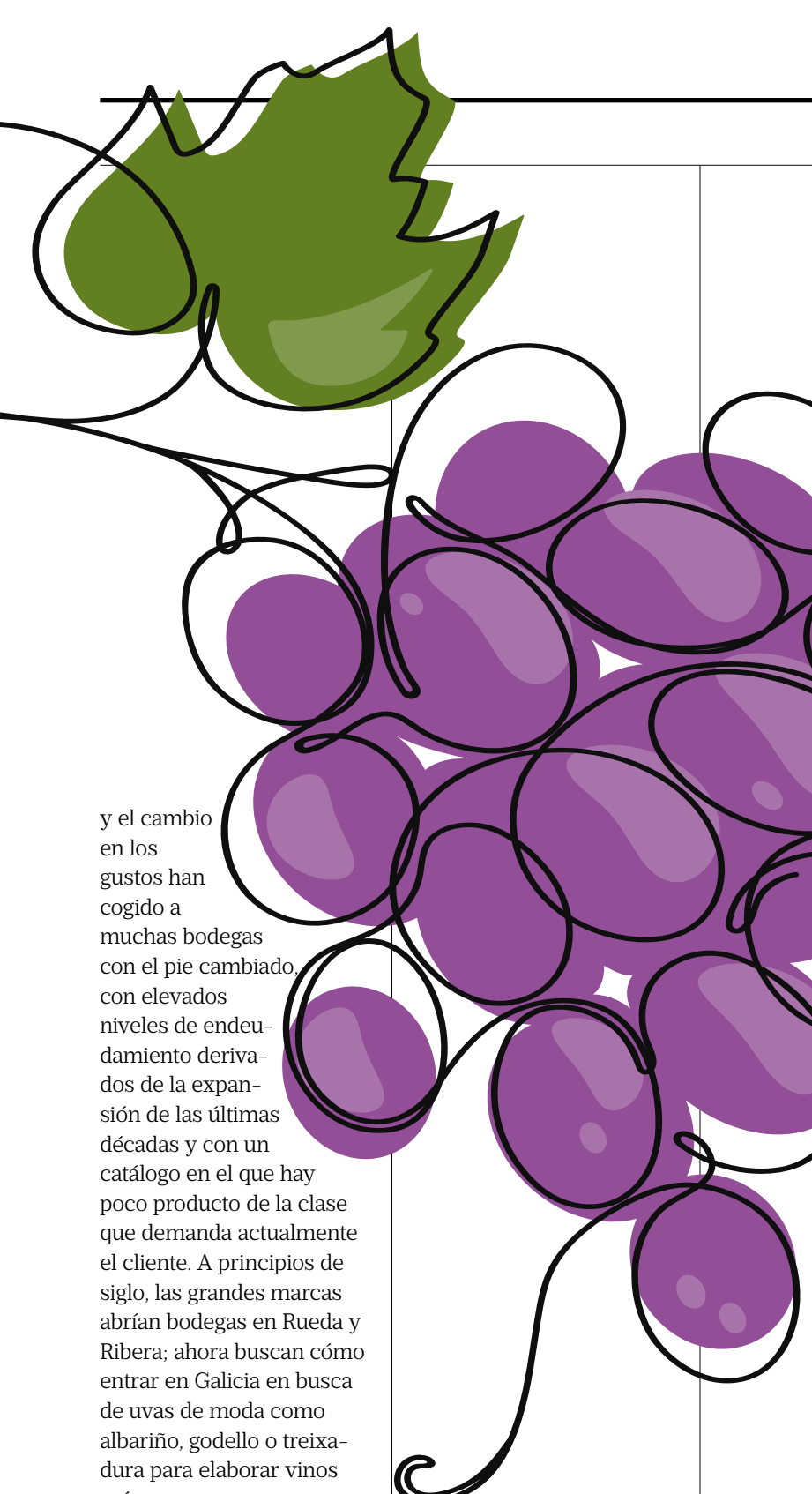
La encuesta *Salud España 2023* apuntaba un importante declive de la cultura del consumo habitual de estas bebidas. La población que aseguraba tomar alcohol al menos una vez por semana bajaba del 48,4% en 2006 al 31,3% en 2023. Lo más llamativo de esta caída es el des-

plome entre los jóvenes (aquellos que tienen entre 15 y 24 años), donde el porcentaje baja del 44% al 18%. Esta es una magnífica noticia para la salud pública, para la Seguridad Social y para las compañías de seguros, pero muy mala para la industria alcoholera, que en España está basada especialmente en la viticultura.

En 2025, el consumo de vino en España registró una caída del 5,2%, hasta los 936 millones de litros, mientras que las exportaciones descendieron un 2,6% en volumen (1.908 millones de litros) y un 4,3% en valor económico (2.900 millones de euros). Esta evolución tiene sus raíces, además de en una mayor concienciación sobre los daños para la salud de ingerir alcohol, en los cambios en el paladar del consumidor.

La crisis del vino afecta especialmente al vino tinto y, cuanto mayor es su crianza, más intensa resulta. El problema es que representa alrededor del 65% de la producción en España y mucho más en denominaciones tan relevantes como Rioja o Ribera del Duero, donde ronda el 90%. El consumidor se ha ido decantando por tintos más ligeros, jóvenes y afrutados, así como por blancos, rosados, frizzantes y espumosos, aunque estos últimos también atraviesan dificultades.

El descenso del consumo



y el cambio en los gustos han cogido a muchas bodegas con el pie cambiado, con elevados niveles de endeudamiento derivados de la expansión de las últimas décadas y con un catálogo en el que hay poco producto de la clase que demanda actualmente el cliente. A principios de siglo, las grandes marcas abrían bodegas en Rueda y Ribera; ahora buscan cómo entrar en Galicia en busca de uvas de moda como albariño, godello o treixadura para elaborar vinos más suaves.

Esta situación está afectando seriamente a las empresas bodegueras, especialmente a las de mayor tamaño. En 2026, Bodegas Riojanas, compañía con más de un siglo de

historia y la única del sector que cotiza en Bolsa, entró en concurso de acreedores y evitó la quiebra en el último momento gracias a un pacto a tres bandas entre el comprador (Grupo

Vintae), los propietarios y los bancos. Los antiguos accionistas perdieron el 90% de la compañía y las entidades financieras tuvieron que renunciar a cobrar la mitad de la deuda. La

empresa facturó 13,6 millones de euros en 2025, lo que supone una caída de siete millones en seis años. Mientras tanto, la deuda pasó de 21 a 25 millones en ese mismo periodo. →→→

Invertir en viñedos

► La crisis que está sufriendo el sector puede ser una gran oportunidad para invertir. De hecho, hay expertos en el sector que ven a la situación ciertas similitudes con la crisis del sector inmobiliario desatada en España en 2008. Después de años de fuerte caída en el precio de la vivienda por exceso de oferta, ahora aparece un periodo de fuerte subida de precios ante la escasa oferta.

► Los precios del viñedo en España oscilan mucho de una DO a otra, entre regadío y seco e incluso dentro de la misma denominación. Un pequeño bodeguero riojano contaba cómo ha llegado a pagar 90.000 euros por hectárea en San Vicente de la Sonsierra, que pertenece a la Rioja Alta, la zona con mayor prestigio vitivinícola de esta calificación, y que ahora puede ampliar superficie pagando la mitad de precio.

► Según los datos de la Encuesta de Precios de la Tierra del Ministerio de Agricultura, Pesca y Alimentación (MAPA) de 2024, el precio medio de la hectárea de regadío se situó en 17.735 euros por hectárea, casi mil euros menos que en cinco años antes. En cambio, el precio de la hectárea de seco subió de 14.023 euros a 15.358 en el mismo periodo.

► La pérdida de rentabilidad del viñedo lleva a que parte de esta superficie se haya dedicado desde al cereal hasta a plantas fotovoltaicas, lo que tiene un impacto paisajístico brutal.

► ¿Y en vino? Más allá de ser producto de consumo, es también un activo de inversión, con mercado secundario, índices propios y demanda de coleccionistas e inversores. El vino presenta características de escasez, tangibilidad y baja correlación potencial con los mercados financieros, pero también una elevada dispersión entre referencias, menor liquidez y costes de conservación y transacción. La región, la añada, la bodega, la rareza y la demanda determinan enormemente su comportamiento. Lo mide el Liv-ex Fine Wine 100, el índice de referencia del mercado secundario de vino de alta gama que sigue la evolución de los precios de 100 de los vinos más negociados y demandados del mercado. A cierre de 2025, el índice retrocedió un 2,5% anual, prolongando la corrección iniciada tras los máximos alcanzados por el mercado del vino en 2022 (tras la fuerte subida del vino durante la pandemia impulsada por los tipos de interés bajos y la especulación, especialmente en Champagne y Borgoña). ✱

→→→ Pero no se trata de un caso anecdótico en el sector ni tampoco de una situación exclusiva de la denominación de origen Rioja. Bodegas de gran renombre, como González Byass, con raíces en Jerez de la Frontera y presencia en diferentes regiones vitivinícolas, o Familia Torres, de origen catalán y con inversiones en América, han tenido que sentarse con los bancos para buscar acuerdos que les permitan flexibilizar el pago de sus deudas y evitar tensiones financieras.

La crisis del cava

Otra denominación que vive una crisis particular es la del cava. Se trata de una DO muy especial, ya que no hace referencia a una región específica, aunque normalmente se asocia a Cataluña, que es sin duda su territorio más representativo, sino a una forma concreta de producir vino espumoso.

La DO Cava atravesó una crisis, que puede considerarse temporal, en 2017 y 2018 debido al boicot que sufrieron algunos productos catalanes como represalia al proceso independentista impulsado por determinadas fuerzas políticas. Los bodegueros pudieron paliar parcialmente la situación incrementando las ventas en el exterior, aunque aun así la facturación cayó un 3,2% en 2018, un año clave para el sector.

Las ventas de cava se mantuvieron entre 244 y 252 millones de botellas anuales durante toda la segunda década del siglo. En 2020 llegó la pandemia, que

hundió las transacciones de un producto cuyo consumo está asociado a reuniones y celebraciones entre familiares y amigos, actividades que quedaron restringidas



durante meses. El problema es que, a partir de entonces, el sector entró en una espiral negativa con factores comunes al resto del vino, como la caída del consumo, la reducción de márgenes y el exceso de endeudamiento, y otros específicos, como tres años de sequía que redujeron considerablemente las vendimias y, por tanto, la producción.

En 2023 se alcanzó el récord histórico de ventas, con 253 millones de botellas. A partir de ahí comenzó el desplome: una caída del 13,4% en 2024, hasta 218 millones de botellas, y otro descenso del

El valor del whisky se hunde en EE. UU. y arrastra a destilerías y prestamistas

El consumo de whisky va claramente a la baja en Estados Unidos desde la pandemia. Al tiempo, la oferta de este destilado se encuentra en máximos históricos y está en cifras muy por encima de la demanda del consumidor, lo que está influido por la caída de las exportaciones como consecuencia de los aranceles.

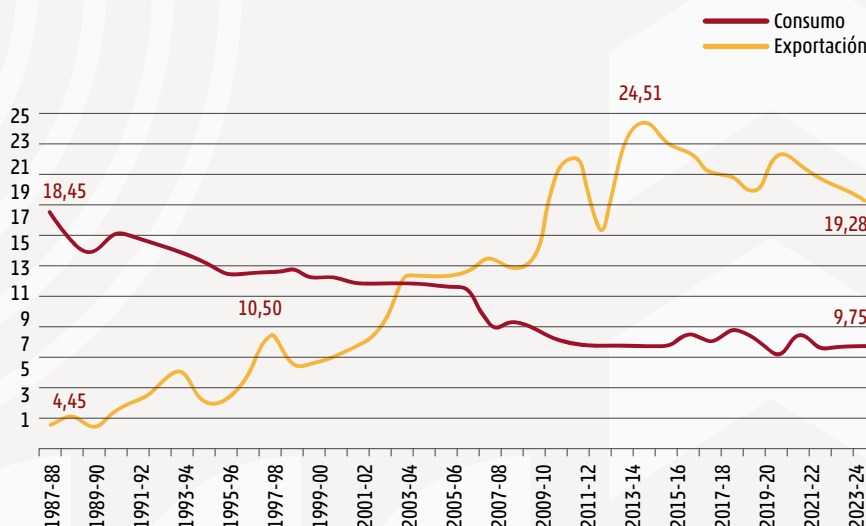
● Esto ha provocado una tormenta perfecta en el sector. Según datos de Bloomberg, en 2024 quebraron más de 30 destilerías y un buen número de pequeños productores cerraron la actividad. En los doce meses previos a agosto de 2025, el número de destilerías artesanales se redujo en casi un 30%, al pasar de 3.069 a 2.282, según la Asociación Estadounidense de Bebidas Espirituosas Artesanales.

● La mala situación del sector ha saltado a los tribunales, donde los prestamistas tratan de recuperar lo máximo posible de la financiación. Se da la circunstancia de que los barriles de whisky son una de las garantías más frecuentes y con la caída de la demanda y el exceso de oferta, ya que las existencias se han duplicado en los últimos diez años, su valor se ha desplomado tanto, que es difícil cuantificarlo.

● La situación del productor Uncle Nearest, una de las marcas más reconocidas de alta gama en Estados Unidos y con sede en Tennessee, es ilustrativa. Recibió un préstamo de 100 millones de dólares de Farm Credit Mid-America, para lo que pignoró, entre otros activos, 56.000 barriles de whisky añejo. Farm Credit instó la intervención judicial por impago y el juez declaró insolvente a la compañía. En su informe daba cuenta de las dificultades para la venta de los barriles. Intentó colocar 10.000 barriles a 1000 dólares cada uno y solo recibió una oferta por mil barriles a 400 dólares cada uno. Los dueños de la destilería creían que valían unos 1.500 dólares. ✱

EL BOOM EXPORTADOR DEL VINO YA PASÓ

La caída de las exportaciones de vino español en 2025 no es un tropiezo puntual: la exportación tocó techo hace más de una década, con un máximo de 24,51 millones de hectolitros en la campaña 2013-2014, y retrocede desde entonces hasta los 19,28 millones actuales. El consumo interior, por su parte, ha seguido una caída mucho más lineal: de 18,45 millones de hectolitros en 1987-1988 a 9,75 millones en 2023-2024, casi la mitad en menos de cuatro décadas. La palanca exterior en la que se apoyaba la narrativa de resiliencia del sector lleva así más de diez años perdiendo fuerza.



Fuente: Datos INFOVI, MAPA y AEAT. Elaboración a partir de OIVE.

13% en 2025, que dejó las ventas en 190 millones. Esta última caída estuvo especialmente ligada al hundimiento de las exportaciones, que retrocedieron casi un 19% debido al deterioro de mercados clave como Estados Unidos, Alemania y Reino Unido.

En estos años, los dos grandes buques insignia del sector, Freixenet y Codorníu, han cambiado de manos para pasar a ser propiedad de empresas extranjeras. En 2018, las familias propietarias de Freixenet (Ferrer, Bonet y Hevia) acordaron la venta del 50,67% del capital de la

bodega al grupo alemán Henkell, operación que culminó en marzo de este año con la venta del resto de las acciones. Esta operación estuvo más ligada a las diferencias de intereses entre las distintas ramas familiares que a la propia crisis del cava.

Ese mismo año, el fondo de capital riesgo Carlyle compró el 68% de Unideco, una sociedad propiedad de unos doscientos miembros de la familia Raventós y dueña de Codorníu. La operación no solo coincidió temporalmente con la de Freixenet, sino que ambas compartían un capital muy repartido entre generacio-

nes familiares, compañías altamente endeudadas e ingresos estancados. El modelo de negocio, centrado en la producción de cava barato que competía con el champán francés en los mercados internacionales, ya mostraba síntomas de agotamiento. El problema actual de Codorníu es que Carlyle quiere abandonar la inversión. Este tipo de fondos rara vez permanece más de siete u ocho años en una compañía, periodo que ya se ha cumplido. El inconveniente es que pretende duplicar su inversión, algo difícil en un sector que atraviesa una fase descendente.

Por si fuera poco, el sector ha entrado en un proceso de división. El mismo año en que Freixenet y Codorníu pasaron a manos extranjeras, nació Corpinnat (nacido en el corazón del

Penedès, en catalán), una asociación de pequeños productores de espumosos que decidió abandonar la DO Cava para alejarse de una dinámica basada en la competencia por precios bajos, especialmente desde la entrada de García Carrión en el sector mediante la adquisición de Jaume Serra, circunstancia que, según sus impulsores, ha contribuido a la pérdida de imagen y reputación del cava.

Corpinnat fue constituida por cinco bodegas: Gramona, Llopart, Nadal, Recaredo, Sabaté i Coca y Torelló. En junio de 2026 ya contaba con 23 integrantes, entre ellos una de las grandes firmas del sector, Juvé & Camps. Estas bodegas exigen que sus espumosos se elaboren con uva ecológica, que la vendimia sea manual y que los vinos tengan largas →→→

➔ **EL VIÑEDO ESPAÑOL ha perdido una superficie equivalente a la del País Vasco y, aun así, sigue siendo el mayor del mundo, con 889.500 hectáreas.**

→→→ crianzas, que en muchos casos superan los dieciocho meses. Con estos criterios esperan recuperar la calidad y devolver la rentabilidad al sector. Por lo demás, estos vinos siguen elaborándose mediante el método champenoise y con las mismas variedades de uva empleadas para el cava, aunque poco a poco van recuperando el prestigio perdido.

Esto no significa que dentro de la DO Cava, en la que aún permanecen unas 300 bodegas, hayan desaparecido los productos de calidad. De hecho, allí continúan marcas de prestigio como Claror Can Prats, Can Sala, Pere Ventura o Art Laietà. Incluso grandes grupos como Codorníu producen referencias muy valoradas, como El Tros Nou.

El territorio

Corpinnat pretende recuperar el sentido territorial que caracteriza a las denominaciones de origen vinícolas y que no se da en el cava, cuya producción se extiende a La Rioja, Extremadura o la Comunidad Valenciana. Su ámbito se limita al Penedès. Y esta no es solo una cuestión simbólica. Los vinos de Jerez o de La Rioja forman

La caída de consumo merma la recaudación fiscal

► Uno de los efectos secundarios del descenso del consumo de vino y alcoholes en general es la caída de la recaudación del impuesto que grava a estas bebidas. En 2025, Hacienda registró unos ingresos de 1.129 millones de euros por la tasa que soportan las bebidas espirituosas, lo que supone un descenso de ingresos de casi el 10% en cuatro años, y es el importe más bajo desde 2016, cuando alcanzo 1.086 millones.

► La caída más importante la registran las bebidas de mayor graduación (whisky, ron, vodka o la ginebra), con un descenso del 12,4% en cuatro años, hasta 793 millones, el más bajo desde 2016 si no se tiene en cuenta la pandemia. La recaudación del impuesto que soportan las cervezas cayó un 1,5%, hasta 336 millones.

► España está entre los países con los tipos impositivos más bajos para el alcohol y su recaudación es poco relevante y decreciente. En 2025, representó un 0,4% del conjunto de los ingresos impositivos, que seguramente es el más bajo desde que hay estadísticas comparables. En todo caso, en las dos últimas décadas únicamente ha habido un año en que hayan representado más del 1%, en 1996, y fue de manera muy ligera. Eso sí, la Agencia Tributaria publicó un análisis en junio de este año en el que avisaba de que se podían revisar al alza los tipos impositivos, ya que están entre los más bajos de la Unión Europea. *

parte de la identidad de esos territorios. De hecho, los enólogos son capaces de explicar un vino como una interpretación del paisaje en el que ha crecido. Por eso, la crisis del sector va mucho más allá de un simple problema económico.

La viticultura abarca dos actividades: la del agricultor que produce la uva y la del bodeguero. No necesariamente tienen que coincidir, pero ambas forman

parte del mismo territorio en los vinos con denominación de origen. Esto no sucede en el vino de mesa. En algunos de los tintos más populares que se venden en envase de cartón, el vino procede de otros países, como Argentina; llega en barco a España, donde se envasa y comercializa, de manera que no mantiene ningún vínculo con el territorio y responde a una lógica puramente industrial.

Los vinos con DO exigen que la producción y el embotellado se realicen en la tierra que les da nombre y, habitualmente, se trata de zonas con riesgo de despoblación, como ocurre en La

Rioja, las denominaciones de Castilla y León, Castilla-La Mancha, Galicia o Aragón. Si la crisis del sector se prolonga y continúa el abandono de viñas, como ya está sucediendo en La Rioja, considerada el gran templo del vino español, el impacto irá mucho más allá del ámbito económico: transformará el paisaje y alterará profundamente el territorio.

La viticultura es esencial para fijar población en comarcas repartidas por toda España. A principios de los años ochenta del siglo pasado, el viñedo español ocupaba una superficie de 1,64 millones de hectáreas. Hoy esa superficie se ha reducido a 889.500 hectáreas, de las que prácticamente la mitad se encuentra en Castilla-La Mancha. La pérdida de terreno ha sido constante y alcanza las 70.000 hectáreas en los dos últimos años. Para hacerse una idea de la dimensión del cambio, basta señalar que en poco más de cuarenta años el sector ha abandonado viñas por una superficie equivalente a la del País Vasco, unas 723.000 hectáreas, para quedar reducido a algo más de lo que ocupa la Comunidad de Madrid. Aun así, España sigue contando con el mayor viñedo del mundo, una parte esencial de su cultura desde que, hace 3.000 años, los fenicios llevaron a Cádiz las primeras vides. ●

➔ **LA CRISIS DEL VINO afecta especialmente al vino tinto y, cuanto mayor es su crianza, más intensa resulta.**



¿Cómo invertimos su dinero?

Como si fuera el nuestro.

Nuestra independencia es el pilar de nuestra estrategia de inversión y guía cada decisión que tomamos. Como firma privada, ajena a cualquier grupo bancario, invertimos sin presiones comerciales ni intereses ajenos a los de nuestros clientes. Esa libertad nos permite evaluar con rigor cada oportunidad y cada riesgo, diversificar el capital entre distintas clases de activos y construir carteras con una visión a largo plazo. Desde hace más de 25 años y con alrededor de 70 mil millones de euros bajo gestión, somos una de las principales gestoras independientes de Europa.

INDEPENDIENTES POR CONVICCIÓN



Conózcenos mejor
en nuestra página web:
flossbachvonstorch.es

MÁS ALLÁ DEL DIAGNÓSTICO

Nuevos pasos para impulsar la educación financiera

Dos décadas después, la radiografía de la cultura financiera en España apenas ha mejorado: sigue rezagada respecto a buena parte de Europa y afronta nuevos riesgos. Las criptomonedas, las redes sociales y la inteligencia artificial avanzan más deprisa que la capacidad de los ciudadanos para entenderlas y manejarlas. Varias iniciativas buscan reducir esa distancia. Por **NATALIA PASTOR**.



Quizá algunos recuerden la serie *House*. Allá por la mitad de la década de los 2000, si hay algo que definía al Dr. House, además de su cojera, bastón y afilado verbo, no era su capacidad para dar con enfermedades rarísimas, que también. Mientras su equipo perseguía teorías sofisticadas, él insistía en buscar la pregunta esencial: ¿Y si la respuesta fuera más simple de lo que queremos admitir? En los episodios de *House*, el problema no solía ser la falta de información, sino de dar con el detalle que, aunque evidente, pasa

desapercibido y resuelve la ecuación. El paciente (o, quizá, el espectador) esperaba una síndrome rarísimo y minoritario; mientras el médico descubría que dicho paciente seguía fumando dos paquetes al día, lo que había desencadenado el desastre.

Si lo trasladamos al plano financiero, y seguramente el asesor financiero es quien mejor lo sabe, a menudo, el ahorrador quiere una estrategia 'mágica' para multiplicar su patrimonio. La realidad, sin embargo, muestra que cambia de coche cada pocos años (y no digamos de teléfono), financia compras innecesarias, no

sabe cuánto dinero gasta al mes, no entiende las cláusulas de su hipoteca, ni cómo la inflación araña sus ahorros. Los síntomas no remiten, y llevamos tiempo con el tratamiento: déficit de educación financiera.

En España, en 2008, el Banco de España y la CNMV lanzaron la Estrategia Nacional de Educación Financiera, de la que nació el primer Plan de Educación Financiera. El proyecto, pionero por su vocación generalista, se puso en marcha al amparo de los principios de la OCDE y fue incorporando posteriormente a otros organismos y administraciones. Lo que a priori parece una ventaja competitiva –estamos entre los países de la OCDE con mayor recorrido y estructura de gobernanza en esta materia– no se ha traducido en un nivel equiparable a los países más desarrollados de Europa. Aunque, cabe señalar que el factor antigüedad no determina por sí mismo un mayor nivel: Suiza carece de estrategia nacional y es una de las economías financieras más avanzadas de Europa.

¿La posición de España? La Encuesta de Competencias Financieras (ECF), la herramienta de referencia del Banco de España y la CNMV para medir la salud financiera de los españoles, se ha realizado, hasta el momento, dos veces: en 2016 y en 2021. Si bien hay una evolución positiva entre ambas, es muy modesta y sería demasiado atrevido hablar de mejora

consolidada: el índice medio de respuestas correctas a las tres preguntas básicas de alfabetización financiera (inflación, interés compuesto y diversificación del riesgo) pasó del entorno del 51% al 53%, pero la comprensión del interés compuesto –variable clave para las decisiones de ahorro e inversión retrocedió del 46% al 41%.

Un presente que agrava los síntomas

Los retos propios del momento (criptoactivos, redes sociales e *influencers*, implantación de la IA y auge de ciberfraude, entre otros) no están, precisamente, allanando el tortuoso camino de la educación financiera. Si no que, más bien, hacen más visibles sus costuras. La tenencia de criptoactivos en los hogares españoles se ha duplicado en solo tres años, del 4,8% (Banco de España, 2021) al 9% (BCE, 2024). Según el "AI in Finance Report" de bunq, elaborado a partir de una encuesta a 7.000 adultos de siete países, un sorprendente 74% de los españoles afirma haber utilizado herramientas de IA para tomar decisiones financieras, el porcentaje más elevado entre los mercados analizados.

Acciones no faltan, con un ecosistema de iniciativas privadas, fundaciones y estudios denso que requeriría un reportaje propio. Y

tenemos el diagnóstico, que lleva años siendo el mismo, pero ¿es el tratamiento eficaz?

2026 puede ser un punto de inflexión. En abril, el Banco de España anunció que estaba elaborando una nueva Estrategia integral de Educación Financiera para el periodo 2026-2030, con un cambio de enfoque: no basta con impartir formación, también hay que medir su eficacia. La estrategia incorpora un marco de evaluación basado en la evidencia que contempla, entre otras herramientas, ensayos controlados aleatorizados para determinar el impacto real de los programas.

Y un futuro que quiere ser más efectivo

El despliegue está previsto que comience en el curso 2026-2027 con dos pilotos en dos comunidades autónomas y dos universidades. El anuncio más reciente llegó el 24 de julio: el Gobierno confirmó que retomará en septiembre la tramitación de la ley de la Autoridad de Defensa del Cliente Financiero, un organismo que resolverá reclamaciones bancarias de forma gratuita en un máximo de 90 días, con atención prioritaria a mayores y colectivos vulnerables.

El tratamiento, además, no se administra solo en España. La Comisión

→ LA MITAD de los españoles cree saber de finanzas, pero solo el 26% acierta una pregunta básica sobre inflación.

Europea presentó en septiembre de 2025 una nueva estrategia para impulsar la alfabetización financiera en la UE, que contempla una red de "embajadores" y un código de conducta europeo para las organizaciones privadas y sin ánimo de lucro que desarrollen iniciativas de alfabetización financiera.

El Parlamento Europeo dio un paso más el 30 de abril de 2026, cuando aprobó una resolución específica sobre alfabetización financiera y el auge de los *influencers*, que, por cierto, no ha sido bien acogida por los asesores financieros que se han visto injustamente tratados. El texto reclama distinguir entre quienes operan de forma transparente, declaran sus conflictos de intereses y difunden contenido educativo y quienes actúan de forma fraudulenta o maliciosa.

El asesor, el especialista

Un cliente que no ahorra para la jubilación, que no comprende el interés compuesto o que solo →→→

→→→ desconfía de la banca tradicional después de una mala experiencia, como han revelado numerosos estudios, es, precisamente, el perfil que más se beneficia de un acompañamiento profesional, regulado y con criterio, y no tanto de un consejo lanzado a través de la pantalla. Precisamente, por su ojo clínico (léase, ojo 'experto'), EFPA España ha vuelto a desplegar su **VI Encuesta EFPA España sobre Educación Financiera** entre sus miembros asociados. El resultado trae una noticia agri dulce.

Por primera vez desde que se elabora la encuesta, los asesores otorgan un aprobado (raspado) al nivel de educación financiera de los españoles: un 5,3 sobre 10, pero conviene no precipitar el alta: un 32,5% de los profesionales sigue 'suspendiendo' el nivel de sus clientes, y solo dos de cada diez les pone un 7 o más, claramente insuficiente.

Doctor, me duele en el largo plazo

La encuesta identifica, además, el punto de "dolor". Hablamos de la fiscalidad, que un 56,6% de los asesores señala como el ámbito que peor dominan sus clientes, por delante de los productos de ahorro e inversión y de

Primer lunes de octubre (y el mes entero): Día de la Educación Financiera

● **El sector se reserva una fecha fija para hacer balance y dar visibilidad a la importancia de 'esta asignatura' en el buen desarrollo de la sociedad. El primer lunes de octubre, este año el 5 de octubre, se celebra el Día de la Educación Financiera, la cita institucional que desde 2015 organizan de forma conjunta el Banco de España, la CNMV y el Ministerio de Economía, si bien las diferentes acciones se extienden a todo el mes.**

● **El lema elegido para esta edición, "Ahorra. Invierte. Avanza", resume los tres pilares sobre los que se quiere insistir este año: el ahorro dentro de las posibilidades de cada hogar, la inversión como herramienta de crecimiento a largo plazo y el avance hacia las metas personales y profesionales que resulta de tomar mejores decisiones financieras.**

● **EFPA España, voz de los asesores financieros españoles, es un actor clave en la promoción de la educación financiera a través de su Programa EFPA de Educación Financiera, puesto en marcha en 2015 con la colaboración de asociados certificados que actúan como voluntarios. En diez ediciones, el programa ha formado a más de 50.000 personas, pertenecientes a más de 300 colectivos profesionales, con la participación de más de 1.000 voluntarios y cerca de 3.000 horas de formación. Se trata de la síntesis perfecta del tándem 'asesoramiento - educación financiera', vital para mejorar el aprovechamiento del ahorro privado.**

conceptos macroeconómicos como la inflación o el euríbor. Casi la mitad detecta la mayor desinformación en torno a criptoactivos y productos estructurados. Sobre los mayores errores detectados por los asesores entre sus clientes a la hora de tomar decisiones financieras, el más señalado es, con diferencia, dejarse llevar por lo que circula en redes sociales o entre conocidos (64%), seguido de no planificar a largo plazo (41%), no pedir ase-

soramiento profesional (30%), buscar rentabilidades elevadas sin entender el riesgo asumido (30%) y no diversificar (14%).

Y en el terreno donde el paciente más necesita ese acompañamiento -la jubilación-, el patrón se repite una vez más: casi dos tercios de los asesores perciben un interés creciente por el ahorro para la jubilación, pero un 48,5% constata que ese interés no llega a traducirse en implementar soluciones concretas, y una cuarta

parte de los asesores percibe que sus clientes siguen confiando en que la pensión pública bastará por sí sola.

Educación financiera es estabilidad financiera

El nuevo marco regulatorio europeo -desde MiFID II hasta la Estrategia de Inversión Minorista (RIS)- refuerza la protección del inversor mediante un mayor conocimiento del cliente, una evaluación más rigurosa de la idoneidad de los productos y una información más clara y comprensible en su comercialización. Una evolución alineada con la importancia que EFPA España viene otorgando a la calidad del asesoramiento y a la educación financiera. La figura del asesor certificado, capaz de traducir el diagnóstico en un plan concreto y de mantener la adherencia al tratamiento a lo largo del tiempo, es quizás la pieza que llevaba dos décadas echándose en falta, sobre todo en un momento en que la información financiera circula, sin filtro ni regulación, por redes sociales y asistentes de inteligencia artificial. Si algo aprendimos del Dr. House, además de lo que era Lupus, es que el diagnóstico correcto casi nunca es el más espectacular, pero sí el que tiene más

sentido común. No se trata solo de interpretar datos, sino de aplicar criterio en ellos.

Ese mismo sentido común es el que reclama la Comisión Europea desde septiembre de 2025, cuando presentó su Estrategia de Alfabetización Financiera dentro de la Unión de Ahorros e Inversiones (Savings and Investments Union, SIU): el objetivo no es solo que el ciudadano entienda mejor sus finanzas, sino que ese entendimiento se traduzca en una mayor y mejor participación del ahorro europeo en los mercados de capitales, uno de los pilares centrales de la

SIU. En palabras de **Maria Luís Albuquerque**, comisaria de Servicios Financieros y Unión de Ahorros e Inversiones, “la alfabetización financiera es clave para el bienestar y la independencia. A través de nuestra Estrategia para la Alfabetización Financiera, trabajaremos en estrecha colaboración con los Estados miembros para dotar a todos de las competencias financieras necesarias para administrar mejor el presupuesto, ahorrar más e invertir en su futuro”. Sin embargo, los asesores, ante estas declaraciones, echan en falta una referencia específica a su imprescindi-

ble rol para lograr que una mayor educación financiera sea el revulsivo para tomar decisiones bajo un imprescindible asesoramiento profesional.

En España, el calendario coincide con el arranque del nuevo ciclo del Plan de Educación Financiera 2026-2029, lo que abre una nueva ventana para alinear objetivos, mejorar la medición de resultados y coordinar mejor a los distintos actores del ecosistema. Veremos cómo responde el paciente. Perdón, qué impacto tiene y de qué forma los profesionales pueden canalizarlo adecuadamente. ●

➔ **EL LEMA DE ESTE AÑO ‘Ahorra. Invierte. Avanza’ pone el foco en la transformación del ahorro en inversión como herramienta de crecimiento a largo plazo.**



Nordea
ASSET MANAGEMENT

Empower Europe. El momento es ahora.

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

Nordea 1 – Empower Europe Fund
nordea.es/EmpowerEurope

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

Juan FLAMIES

CONSEJERO DELEGADO DE BME

“

**Tenemos que poner
a la bolsa en el epicentro
de la economía española**

”

Estrenar el puesto de mayor ejecutivo de una compañía con unos magníficos resultados no es habitual. El consejero delegado de Bolsas y Mercados Españoles (BME) tuvo la fortuna de encontrarse con un escenario especialmente favorable y está dispuesto a aprovecharlo. Su gran objetivo: convencer a los ahorradores españoles de que inviertan en la bolsa española pensando en sus necesidades a largo plazo.

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



En su primer año como consejero delegado de BME, el IBEX 35® logró el segundo ejercicio de más rentabilidad de su historia. Además, tan buen comportamiento se produjo después de que en el ejercicio anterior el índice hubiera conseguido un resultado también extraordinario. ¿Qué se

siente cuando el mercado le da a uno tal bienvenida?

Mis hijos dicen que tan buenos resultados han sido obra mía, pero la verdad es que la bolsa española fue la segunda en todo el mundo que más creció el año pasado porque nos estábamos poniendo al día, ya que muchas otras bolsas del mundo habían llegado a máximos históricos mucho antes.

Si miramos la composición del IBEX 35®, un tercio lo constituyen los tres primeros bancos y, si observamos el nivel de cotización, estaban a un múltiplo sobre libros muy bajo, de 0,4 veces. No tenían cotizaciones normales en comparación con la banca europea. Incluso están todavía por debajo de los múltiplos en los que cotiza la banca americana.

Por lo tanto, un porcentaje importante de esos espectaculares resultados se debe a la revalorización de instituciones financieras. Pero hay también compañías energéticas, de infraestructuras y de otros sectores que resultan atractivas para un inversor nacional e internacional.

¿Está recuperando la bolsa española aquel atractivo de tiempos pasados?

Sí. España está de moda internacionalmente. Yo creo que la bolsa española es un reflejo de dónde está la macroeconomía. España ha crecido por encima de la media europea en los últimos años. Además, se está produciendo un trasvase geopolítico que ha producido que no más de la mitad de la bolsa española esté en manos de inversores internacionales. Hay capital que está llegando de Estados Unidos a Europa y, naturalmente, también a España. De otro lado, la inversión asiática se ha mantenido y ello ha favorecido igualmente nuestro mercado.

Si miramos la rentabilidad por dividendo histórica media en la bolsa española, está por encima del 4%. Es una bolsa muy atractiva con creciente participación porcentual en los últimos años de la inversión internacional.

¿Eso significa que los inversores internacionales creen más en nuestra economía que los españoles?

Cada día entran más minoristas españoles al mercado, que en este momento representa el 12%, pero yo querría que invirtieran todavía más.

¿Se está recuperando la inversión directa en bolsa o sigue siendo más la inversión a través de fondos de inversión el vehículo principal de entrada?

Cada día hay más inversión directa en bolsa. Pero está muy lejos de lo que llegó a ser y del 40% de las familias que tienen su dinero en bolsa en Estados Unidos. El sistema de fiscalidad más eficiente a través de la inversión en fondos explica también esta situación en España.

En BME, estamos potenciando las acciones para atraer a los minoristas, incluso con una tarifa especial. Es uno de nuestros grandes objetivos.

“
España está de moda internacionalmente. Creo que la bolsa española es un reflejo de dónde está la macroeconomía
”

¿Es una vana ilusión ese propósito de la Comisión Europea de convertir a los ahorradores en inversores para facilitar financiación a las empresas europeas?

En las privatizaciones que se hicieron en España en los años 90, el 38% de esas privatizaciones lo financiaron los minoristas. Los que invirtieron ganaron dinero y las empresas lograron financiación para la expansión internacional. Hoy tenemos

empresas españolas como grandes líderes mundiales gracias a ese proceso de privatizaciones. Por lo tanto, no es una quimera porque ya ha ocurrido y creo que hay viento regulatorio de cola en Europa.

En Europa, tenemos 11 billones de euros en depósitos dentro del sistema financiero, y ese ahorro no está siendo del todo canalizado para financiar la inversión productiva y el crecimiento de las empresas. Pero el ahorro existe, lo que hay que hacer es ponerlo a trabajar para financiar las grandes necesidades que tenemos de financiación de transición energética, de digitalización de la economía y también de defensa.

¿Pero en el exitoso proceso de privatizaciones no hicieron falta los incentivos fiscales?

Ahora, la gran parte del ahorro está en el sector inmobiliario y hay que generar ciertos incentivos para movilizarlo y sacarlo de ahí. También una gran parte del ahorro financiero está en depósitos a una remuneración muy baja.

Se trata de que haya un catalizador para tratar de movilizar parte de ese ahorro al mercado de capitales.

¿Qué iniciativas está llevando a cabo BME para aprovechar su buen momento?

Tenemos que poner a la bolsa en el epicentro de la economía de España. Desde BME estamos empujando desde el punto de vista regulatorio en busca de una mayor flexibilidad. La OCDE publicó un informe a finales de 2024 sobre medidas para el fortalecimiento de los mercados de capitales en España, que se parecía mucho a un Libro Blanco que sacó BME el año anterior. En ese informe había 32 medidas, 16 de las cuales estaban destinadas a flexibilizar la oferta de capital y otras 16 medidas destinadas a fomentar la demanda de capital. Una de las medidas estrella de ese informe era desarrollar la cuenta de ahorro e inversión para atraer al inversor minorista en línea con lo que se está haciendo ahora en Europa.

Por otro lado, estamos llevando a cabo acciones para recuperar actividades perdidas. Seguimos a las empresas que llevaron sus emisiones de deuda al extranjero, principalmente a Irlanda o Luxemburgo, para que vuelvan al mercado español.

¿Qué recomendación le daría a un asesor financiero para que animara a sus clientes a ampliar su apuesta por la renta variable?

No hacemos recomendaciones. No las daba tampoco como banquero de inversión. Pero, cualquiera que mire el efecto multiplicador del interés compuesto se dará cuenta de que, si hubiese invertido un poco de dinero hace 20 años en la bolsa, habría logrado una importante rentabilidad. Afortuna-



damente, los jóvenes están siendo más activos en el mercado, gracias, entre otras cosas, a las plataformas digitales, y están destinando una parte de su ahorro mensual a generar ahorro a largo plazo.

Usted ha trabajado en el departamento de admisión de deuda. ¿No le preocupa que el incremento de la deuda soberana o la ingente deuda que acumulan las grandes empresas tecnológicas lastren por mucho tiempo los mercados financieros?

El mercado tendrá siempre la última palabra. Yo veo sostenible la deuda soberana, especialmente si recordamos dónde estábamos en el momento de iniciar la crisis de 2008. En algunos países de la Unión Europea teníamos unas ratios de apalancamiento de deuda de PIB muy superiores a los que tenemos ahora. Con respecto a las emisiones de deuda para financiar las necesidades de capital de la inteligencia artificial, desde luego como empresa tiene sentido si te puedes apalancar para poder financiar las necesidades ingentes de capital que supone la inte- →→→

Con una buena experiencia a cuestas

■ **Llegó a Bolsas y Mercados Españoles (BME)** en el momento más dulce de los mercados de capitales. En su primer año como consejero delegado, el IBEX 35® obtuvo el segundo mejor resultado de su historia, pero con el mérito de que lo logró tras otro ejercicio soberbio (el de 2024).

■ **El de Juan Flames** no era un perfil al uso en BME, donde los máximos ejecutivos procedían de la propia organización o del sector bursátil español. Llegó con una mochila llena de experiencias en la banca internacional, donde se batió en los mercados de capitales, financiación empresarial, emisiones de deuda y acciones, riesgos

financieros... Se notan sus conocimientos, tanto que, a menudo, decide echar el freno muy consciente del puesto que ocupa, que le impide manifestarse como lo habría hecho si siguiera en Goldman Sachs (1999/2010) o Barclays (2020/2024).

■ **Licenciado en Derecho y en Administración y Dirección de Empresas** por la

Universidad Pontificia Comillas (ICAI-ICADE). Con 52 años y natural de Valencia, le habría gustado prepararse para ser Técnico Comercial de Estado (TECO), pero una oferta de trabajo irrenunciable marcó su destino profesional hasta que el grupo suizo SIX, propietario de BME desde 2020, le ofreció su puesto actual.

→→→ ligencia artificial. Es lógico que las empresas lo hagan. En última instancia, es el mercado el que debe estar dispuesto a dar respuesta a esa demanda.

El Banco Central Europeo advirtió muy seriamente de los riesgos que tenían las familias europeas por el alto volumen de acciones de compañías tecnológicas estadounidenses. ¿Está de acuerdo con esa advertencia o le parece exagerada pensando que podría enfriar la euforia que existe en los mercados?

Creo que la IA generará beneficios de productividad para la economía en general y esas ganancias de productividad se traducen en mejores retornos. Pero ignoro si todas las empresas que se dedican a eso van a ser beneficiarias. La distribución de esas ganancias de productividad no necesariamente va a estar asignada de forma homogénea entre todas las empresas de ese sector. Habrá ganadores y perdedores.

¿Es importante tener una sola bolsa en Europa?

Como en cualquier otro sector, hay que dejar que las fuerzas de mercado sean las que dicten si hay consolidación o no la hay. Creo que antes de plantearse si es necesaria una sola bolsa, necesitamos alcanzar una armonización operativa a nivel europeo. Ahora tenemos 27 estados miembros, cada uno con su propia legislación. Para que haya realmente un mercado de capitales, tenemos que hablar de armonización operativa, incluyendo también la armonización fiscal.

La actividad en BME este año en general está registrando un importante crecimiento. Sin embargo, las salidas a bolsa se han reducido



respecto a ejercicios pasados. ¿Qué es lo que está pasando?

La bolsa española es una de las bolsas más dinámicas y de más éxito de Europa en capital levantado de Europa y así lo fue ya en 2024, cuando tuvimos 26 salidas a bolsa: 23 en los mercados de crecimiento y 3 en el mercado principal. En 2025, tuvimos 14 salidas a bolsa en los mercados de crecimiento y 3 en el mercado principal y en lo que llevamos de 2026 se han producido 13 salidas a bolsa en los mercados de crecimiento y cuatro en los mercados principales. De ello me siento muy orgulloso, junto con todo el equipo de BME, como parte de SIX. Si nos comparamos con los mercados de otros países, deberíamos sacar pecho.

La crisis financiera de 2008 llevó consigo una bajada de tipos de interés muy significativa. Ello supuso el abaratamiento del coste del dinero y facilitó la actividad del *private equity*. Pero yo veo una tendencia de corrección hasta el punto de que los *private equities* son los principales clientes de las salidas a bolsa en los últimos años. Necesitan generar y liberar capital que les permita invertir en otras nuevas transacciones. Veo una reversión de la tendencia de menos privado y más público y creo que esa tendencia solo va a continuar y crecer en los próximos años, lo cual ya comenzamos a ver en 2024.

¿Qué esfuerzos está haciendo BME por atraer compañías tecnológicas? ¿Hay algún plan en marcha?

BME Growth tiene un componente muy importante de empresas tecnológicas. De otro lado, formamos parte del grupo SIX, que es el dueño de la bolsa suiza y ha comprado Aquis, una compañía especializada en tecnología de infraestructuras de mercado, que es el líder en →→→

“
Al comparar el PER de la bolsa española con el de otros mercados, la conclusión es que todavía queda recorrido
”

Entre la novela negra y la saga mafiosa más famosa

○ Juan Flames afirma que no suele leer libros relacionados con el mundo financiero. Le basta la cotidianeidad de su trabajo y la experiencia acumulada en años anteriores. Su lectura favorita suele ser la novela y, dentro de ella, la novela negra, sin que tenga un autor preferido.

➤ En su casa, la experta en arte es su mujer y él aprecia, claramente, sus elecciones porque piensa que la pintura tiene que ser un elemento que anime el espíritu, allí donde esté colocado un cuadro. La última adquisición para su casa ha sido una obra de **Jaime Parladé** (1930-2015), decorador y pintor, que ha dejado su sello en algunos de

Detalle de la obra de Jaime Parladé



los hoteles y villas más exclusivos de Europa y España, principalmente de Marbella. El cuadro *Tigre*, que tiene en su casa, pertenece a una serie pintada a mano en los años 70.

➤ La película que elegiría para compartir es cualquiera de la saga de *El Padrino* (1972, 1974 y 1990). Se trata de tres películas, dirigidas por **Francis Ford Coppola** (1939), que se hicieron a partir de la obra de **Mario Puzo** (1920-1999). Importante recordar a **Marlon Brando** (1924-2004), que con 47 años rodó la primera película interpretando al patriarca **Don Vito Corleone**. Su icónica actuación le valió el Óscar a Mejor Actor, aunque decidió rechazarlo en protesta por la representación de los nativos americanos en Hollywood. ✱

La capacidad de descubrir oportunidades. La agilidad para aprovecharlas.

DESCUBRE MÁS EN [PIMCO.ES](https://pimco.es) ➤

PIMCO



→→ el sector. De hecho, estamos implementando la misma tecnología en las tres plataformas: la del Reino Unido, la de Suiza y la española. Va a ser la única infraestructura de mercado capaz de operar en mercados primarios y en secundarios en toda el área económica europea.

¿El hecho de que en la bolsa española el reparto de dividendos sea más importante que en otros mercados de capitales como forma de retribución del accionista ayuda o dificulta para atraer a los minoristas?

Es un reflejo también de la tipología de empresas que tenemos. Contamos con compañías financieras y energéticas con una importante madurez en el negocio desde el punto de vista de *cash flow* y es lógico que repartan dividendos.

Pero tenemos también empresas de crecimiento. La mayoría de ellas dentro de lo que es BME Growth. La bolsa española es atractiva en términos de rentabilidad por dividendo, pero se pueden conseguir buenos retornos con compañías de crecimiento.

¿De verdad está convencido de que el excelente periodo que está viviendo ahora mismo el IBEX 35® no es flor de un trío? ¿Este buen momento tendrá continuidad?

No hacemos predicciones. Solo creo que necesitamos traer a más actores minoristas a la bolsa y más ahorro a largo plazo a través del sistema complementario de pensiones.

En mi opinión, ahora mismo se está redefiniendo el

futuro de los mercados de capitales en Europa para los próximos 50 años. A veces, catalizadores externos hacen que las cosas ocurran. El COVID fue una desgracia desde el punto de vista sanitario, pero logró que, por vez primera, Europa se financiara de forma solidaria. No había ocurrido hasta entonces.

Con que solo se haga un 20% o un 30% de las cosas que se pretenden, ello supondría una gran transformación para Europa y para los mercados de capitales.

“
Si miramos la rentabilidad por dividendo histórica media en la bolsa española, está por encima del 4%. Es una bolsa muy atractiva
”

¿Se imagina una bolsa española que no dependa tanto de un solo sector y donde la participación de los inversores españoles minoritarios sea mayoritaria?

Es importante tener ese sueño y para eso estoy trabajando, quiero que eso sea una realidad. Desde luego, hay que lograr una mayor participación de inversores en bolsa, sobre todo minoristas, y que haya más empresas cotizando.

Hay que tener en cuenta que las Siete Magníficas estadounidenses tienen una antigüedad media inferior a 15 años. Se pueden crear empresas tecnológicas que acaben siendo auténticos gigantes mundiales y tanto en España como en Europa hay talento de sobra.

Los sueños parecen más cercanos a la realidad cuando se observa y analiza lo que ha ocurrido en los últimos años en los mercados de valores. Juan Ramón Flames Omarrementería sueña. ●

25 NÚMEROS

de Asesores Financieros EFPA

Las portadas más emblemáticas de la revista.

Los temas que han marcado cada trimestre.

Las instituciones y equipos que nos han abierto sus puertas.

Las historias que conectan el pasado con el presente.

La voz de nuestros lectores y de quienes nos han acompañado.





Las portadas que cuentan un periodo apasionante

Un premio Nobel, tres responsables de la CNMV, un presidente de Estados Unidos, una mascarilla y la IA pidiendo paso. Desde octubre de 2020, las portadas de *Asesores Financieros EFPA* han funcionado como el termómetro de una profesión: qué inquieta y hacia dónde mira el asesor financiero. Este es un recorrido por las más significativas.

Por **Redacción**.



UN NOBEL PARA EMPEZAR

La primera portada, en octubre de 2020, no dejaba dudas sobre las intenciones de la revista:

Daniel Kahneman, premio Nobel de Economía, y un titular que sigue vigente, "Los miedos que atenazan al inversor". La entrevista de aquel número estaba en el cintillo inferior pero no era menor. **Sebastián Albella**, presidente de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), sostenía allí que "sería preferible que no existieran las retrocesiones". Aquella cubierta también anticipaba una pregunta que hoy tiene más razón de ser que nunca (ver la encuesta EFPA en páginas 34-38). La pregunta en cuestión: las redes sociales, ¿son una ayuda o entorpecen la labor de los profesionales? Una cosa está clara: no son consideradas el canal más adecuado para el asesoramiento.

Nº 1 (octubre de 2020). Daniel Kahneman inaugura la colección. En el cintillo, Sebastián Albella (CNMV).



Nº 18 (enero de 2025). Donald Trump ocupa la cubierta con su particular gesto desafiante.



NINGUNA INSTITUCIÓN HA PROTAGONIZADO LA PORTADA TANTAS VECES COMO LA CNMV, Y SIEMPRE CON UN ROSTRO DISTINTO.

WARREN BUFFETT ES EL ÚNICO PROTAGONISTA QUE REPITE CUBIERTA SI BIEN NO HA SIDO ENTREVISTADO, SÍ PERMANENTEMENTE REFERENCIADO.



CUATRO CARAS PARA UN MISMO SUPERVISOR

Ninguna institución ha pisado la portada tantas veces como la CNMV, y siempre con un rostro distinto. Tras Albella siguieron **Rodrigo Buenaventura** (nº 7, abril de 2022), **Montserrat Martínez Parera** (nº 12, julio de 2023) y **Carlos San Basilio** (nº 24, julio de 2026). Cuatro responsables del supervisor en 24 entregas, un relevo que puede leerse como una radiografía de la propia agenda regulatoria: del debate sobre los incentivos al compromiso con las finanzas sostenibles -"no hay marcha atrás", avisaba Martínez Parera- y, por último, a la gran conversión pendiente que resumía San Basilio: "Convertir al ahorrador en inversor no es una ilusión. Es una necesidad".



BUFFETT, LA PORTADA MÁS BUSCADA, Y TRUMP, LA AMENAZANTE

Warren Buffett es el único protagonista que repite cubierta, si bien la revista se acercó a su figura no a través de una (tan deseada como imposible) entrevista: lo hizo a través de su legado y lecciones. Apareció en el nº 4 (julio de 2021) a raíz de sus previsiones sobre la renta fija y regresó en el nº 21 (octubre de



2025), cuando gestores y analistas españoles hicieron balance tras su anunciada despedida. Más llamativo aún es el nº 18 (enero de 2025): **Donald Trump** ocupa con amenazante pero personal gesto la portada, bajo una pregunta tan directa como útil para el lector, "¿Qué les decimos a los clientes ante 2025?". La entrevista de aquel número fue **Juan Carlos Ureta**, presidente de Renta 4.



Nº 5 (octubre de 2021). La única portada protagonizada por un anónimo: la pandemia como asunto financiero.

LA PORTADA DE LA MASCARILLA

Octubre de 2021, nº 5. Es la única cubierta protagonizada por un anónimo: un hombre con mascarilla quirúrgica, bajo el titular "La situación financiera y la salud física y mental". Nació de una encuesta de EFPA a los asociados sobre el impacto de la pandemia en el ánimo de los clientes, y hoy funciona como una fotografía honesta de aquel momento. En el recuadro inferior, **Pilar González de Frutos**, entonces presidenta de UNESPA, recordaba que el ahorro finalista para la jubilación seguía siendo la asignatura pendiente. Cuatro años después, la afirmación no ha perdido actualidad.

LA DESPEDIDA DE EMILIO ONTIVEROS

Hay una portada que una redacción nunca quiere publicar. En el nº 9 (octubre de 2022), bajo el retrato de **Emilio Ontiveros**, presidente y fundador de Analistas Financieros Internacionales (AFI), se lee una línea breve: "Su última entrevista". La nota que abre el texto lo explica: la conversación se había mantenido a finales de junio y quedaba pendiente repasarla en septiembre, "sin embargo, Ontiveros nos dejó para siempre el primer día de agosto", como leemos. El titular escogido -"Hemos creado una cultura del cortoplacismo"- resume el diagnóstico de quien fue una de las voces más escuchadas de la economía española en su entrevista póstuma.

Nº 9 (octubre de 2022). El retrato de Emilio Ontiveros y una línea difícil de escribir: "Su última entrevista".





ELLAS EN PORTADA

Ana de la Cueva, secretaria de Estado de Economía y Apoyo a la Empresa, fue la primera mujer en protagonizar la cubierta (nº 3, abril de 2021), con la advertencia de que no era momento de relajar la regulación bancaria. Después llegaron **Montserrat Martínez Parera**, quien fue vicepresidenta de la CNMV,, **Alejandra Kindelán** al frente de la Asociación Española de Banca (AEB), **Mirenchu del Valle** como presidenta de UNESPA y **María Àngels Vallvé** (nº 16, julio de 2024), como la primera mujer agente de cambio y bolsa de España y autora de una de las frases que siempre recordamos: "Nunca llegas a comprender al mercado. Hay que seguirlo con prudencia y desafío".



CUANDO EL ROSTRO DESAPARECE...

Tres cubiertas, y con esta cuatro, han llegado a los buzones de los asociados sin su característico retrato y no es casualidad. Antes de que estallara el *hype* de la IA y se convirtiera en el rey de los contenidos, el número de enero de 2024 ilustra con bloques de color las omnipresentes iniciales para anunciar la primera gran encuesta a los asesores sobre la materia. Un número después, y con EFPA Congress 2024 a las puertas, el nº 15 dibuja un circuito verde con la forma de Europa para hablar de los grandes desafíos de la profesión. Y el nº 23 (abril de 2026) inspirados por **Henri Matisse**, unas figuras danzantes nos ayudan a ilustrar el asunto que va a ocupar a toda una generación de asesores: "Herederos. El reto de lograr su continuidad".

Nº 23 (abril de 2026). Un baile de figuras para abordar el relevo generacional del patrimonio.

LAS PORTADAS, EN CIFRAS

25 portadas publicadas entre octubre de 2020 y octubre de 2026

5 mujeres han protagonizado la imagen principal

4 responsables distintos de la CNMV han pasado por la cubierta: Albella, Buenaventura, Martínez Parera y San Basilio

1 único protagonista repite: Warren Buffett

1 premio Nobel: Daniel Kahneman, en el número inaugural

4 portadas sin fotografía dedicadas a la IA (nº 14), desafíos de la profesión (nº 15), herederos (nº 23) y el actual (nº 25)



LOS DETALLES QUE CASI NADIE MIRA

Dos elementos definen la revista desde el principio. El primero es el sello del especial, anunciando las páginas del monográfico. El segundo es la cabecera, que cambia de color en cada entrega. El hombre que sostiene buena parte de los retratos es el fotógrafo **Álex Rivera**. Suya es la mirada que ha convertido a profesionales, reguladores, gestores y otros expertos, en personajes reconocibles para el lector. Veinticuatro portadas después, y la que ocupa este número, un patrón se repite: la revista mira siempre hacia arriba -al regulador, a la patronal, al referente nacional o internacional- pero escribe siempre 'desde abajo', en la mesa donde un asesor se sienta frente a su cliente.

Los hitos y preocupaciones del asesor financiero

A través de los grandes temas desarrollados en la revista es posible encontrar los hitos que han jalonado la actividad y las preocupaciones de los profesionales del asesoramiento financiero. Desde la RIS y las retrocesiones a las criptomonedas, pasando por la regulación y el cambio de paradigmas que tanto ha influido en la construcción de las carteras.

Por **Redacción**.

APENAS UN AÑO DESPUÉS DE LA IRRUPCIÓN DE CHATGPT, LA REVISTA DEDICÓ SU TEMA PRINCIPAL A LA INTELIGENCIA ARTIFICIAL CON LA ENCUESTA DE MAYOR CALADO: 4.500 RESPUESTAS.

#3

Abril 2021 | Los asesores y la regulación

Tras unos primeros números de presentación y calentamiento, la revista se planteó en el tercero uno de los grandes temas que desde hacía años afectaba al sector: la regulación. Expertos y asesores tomaron la palabra en un reportaje que dio cabida a aspectos positivos, como la exigencia de formación certificada, y también a algunos negativos, como la burocracia. Las páginas dedicaron también una reflexión a la crisis de 2008, que lo cambió todo y sugirió un deseo de transformación que, con el tiempo, ha quedado en poco. Protagonista de la regulación fue, sin duda, la directiva MiFID, que ha contribuido a mejorar la

protección de los clientes y ha permitido a las entidades ofrecer mejores servicios.

#5

Octubre 2021 | Las finanzas y la salud física y mental

Ya hace cinco años la revista abordó la salud mental en su relación con la situación financiera, sobre la base de que el estrés financiero está asociado a problemas de salud. Está documentado el impacto de los casos Maxwell y Madoff en la salud de los afectados. Contamos con los

conocimientos de *María Victoria Zunzunegui*, epidemióloga y profesora honoraria de la Escuela de Salud Pública de la Universidad de Montreal. Las páginas incluyeron una encuesta entre los asociados que reunió 1.440 respuestas: el 99% consideró que los problemas financieros afectan a la salud física y mental de los inversores y de los ciudadanos en general. Una de las conclusiones: la educación financiera y la ayuda de un asesor son claves cuando los mercados desbordan al ahorrador.

#7

Abril 2022 | Asesorar con inflación y tipos altos

La invasión de Ucrania convirtió en urgente lo que ya venía apuntándose desde



mediados del año anterior. La revista se planteó entonces un reto para el que muchos profesionales no tenían precedentes en su carrera: asesorar con inflación y tipos altos. El reportaje recordaba que la energía representa el 12% de la cesta de la compra del Índice de Precios al Consumo en España y recuperaba las series de inflación desde 1956. José **Miguel Maté** lo resumió con claridad: "Los últimos datos nos devuelven a épocas de alta inflación y nos obligan a reconsiderar la estrategia de inversión de nuestros clientes. La inflación se come el valor de nuestros ahorros y, cuanto más conservadores seamos, peor podría resultar". Frente a la crisis de marzo de 2020, la reacción de los inversores fue esta vez más calmada, pero el

mensaje para el asesor era distinto: no cabía permanecer inmóvil.

#9

Octubre 2022 | Asesores y clientes ante el cambio de ciclo
Seis meses después, el diagnóstico se había endurecido: las estrategias de inversión no habían saltado por los aires, pero casi. Inflación, tipos de interés y amenaza de recesión pusieron patas arriba las bases sobre las que los profesionales habían asesorado durante años, y el euro llegó a cotizar por debajo del dólar por primera vez en dos décadas. Lo más revelador estaba en la encuesta: casi el 40% de los profesionales españoles detectó desconcierto y preocupación entre sus clientes, y el 94% reconoció que no solo hubo que replantear las inversiones de cada uno, sino

ejercer de confesor personal para tranquilizarlos. Es, probablemente, la definición más exacta del oficio que ha publicado la revista. "Cuanto más complicada sea la situación geopolítica o macroeconómica, más complicado es para nosotros y más nos exige en términos de formación y análisis", señalaba entonces Maté.

#11

Abril de 2023 | Las retrocesiones a debate

Decididos a tratar cualquier tema de interés para los asesores, la revista entró en el debate sobre las retrocesiones cuando la Comisión Europea parecía dispuesta a cambiar el modelo de negocio vigente. Por un lado, Bruselas decía tener evidencias de que ese modelo vendía, a menudo, a los inversores minoristas

productos más costosos que otras alternativas. Por otro, el convencimiento de las entidades de que sin retrocesiones aumentaría la brecha del asesoramiento, ya que los inversores pequeños difícilmente pagarían por este servicio. El origen del debate se encontraba en la entrada en vigor de la directiva comunitaria MiFID II, tan esperada como trascendente para el trabajo de los asesores financieros. La revista dio la palabra a entidades y profesionales que se mostraban en contra de la suspensión de las retrocesiones y también a aquellos que apostaban por su desaparición. En la distancia, dos referentes: los Países Bajos y el Reino Unido. Se puso de manifiesto que el consenso resultaba prácticamente imposible, lo que adelantaba

un periodo más largo de lo previsto hasta su aprobación y una solución, tal vez, alambicada en el intento de satisfacer a todas las partes.

#13

Octubre de 2023 I ¿Que viene la RIS!

Las propuestas de la Comisión Europea volvieron a ser tema principal por la inquietud que provocaba su Estrategia de Inversión Minorista (RIS) entre profesionales y entidades. Los expertos consultados coincidían al señalar que la RIS obligaría a las entidades a cambiar su estrategia de comercialización,

preocupaba, especialmente, ofrecer asesoramiento a bajo coste y reducir los requisitos de evaluación del cliente.

#14

Enero de 2024 I La inteligencia artificial, el gran reto

Ningún tema ha crecido tan deprisa en estas páginas. Apenas un año después de la irrupción de ChatGPT, la revista dedicó su tema principal a la inteligencia artificial con la encuesta más ambiciosa de la colección: nueve preguntas y más de 4.500 respuestas. El resultado fue una radiografía de la inquietud. El 85,3% de los

bastante tiempo hasta que lo fuera. Y mientras el 45% seguía con atención lo que se publicaba sobre la materia, un 21,8% ya utilizaba ChatGPT o una herramienta equivalente y un 33% respondía que todo estaba aún muy verde. Dos años después, aquellas cifras bien sirven como un aviso a navegantes de lo que vendría.

#16

Julio de 2024 I Los sesgos de los asesores

Fomentar la autocritica con un espíritu constructivo fue también uno de los grandes objetivos de la revista desde su

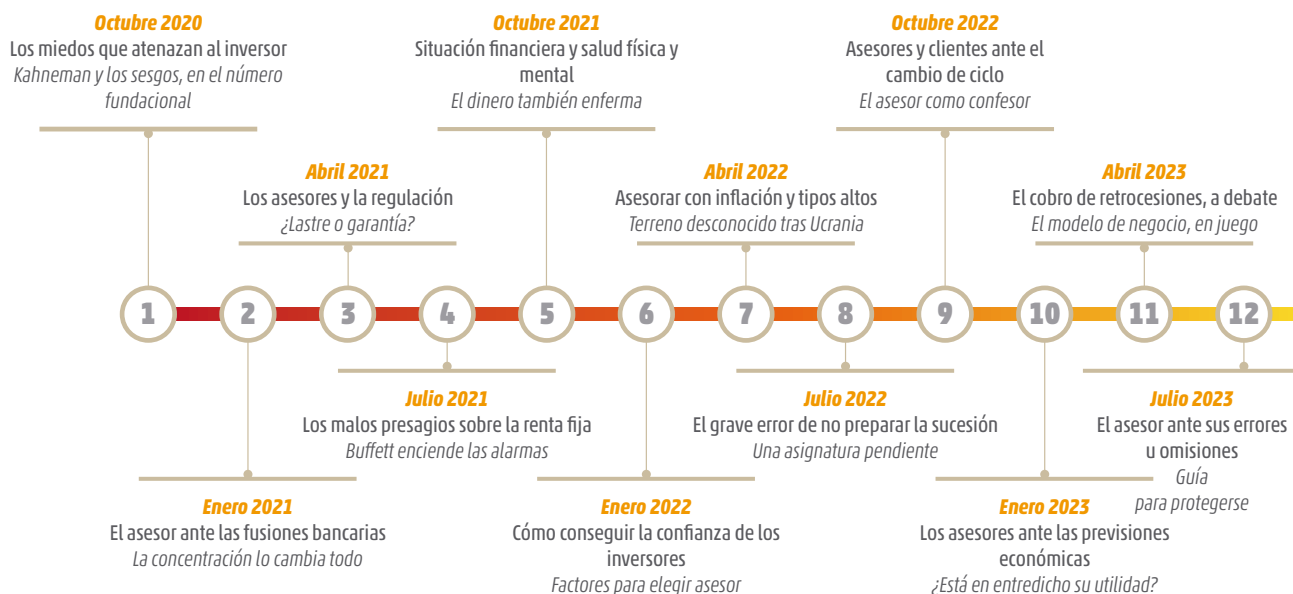
un ejercicio de autocritica. El sesgo más común, señalado por el 51,41% de los encuestados, resultó ser el comportamiento de rebaño: aconsejar aquello que está haciendo la mayoría. ¿Cuál es la solución? Para el 75%, solo una mayor profesionalización y formación puede reducirlos.

#19

Abril de 2025 I Los asesores y las criptomonedas

El tema de los asesores y las criptomonedas no solo ocupó las principales páginas de la revista, sino que fue también objeto de una encuesta entre

LA AGENDA DEL ASESOR, NÚMERO A NÚMERO



Los temas de apertura de la revista *Asesores Financieros EFPA*

a reforzar los equipos y a incorporar las nuevas tecnologías, con el objetivo de ofrecer un asesoramiento de mayor calidad y transparencia. EFPA Europa, con gran protagonismo de EFPA España, compartió con la Comisión su diagnóstico, pero algunas de las medidas propuestas le parecieron inadecuadas:

encuestados reconoció que poseía poca información sobre la IA y deseaba tener más, frente a un 13% que se consideraba suficientemente informado. Solo el 22% descartaba que pudiera convertirse en una amenaza para su trabajo: un 34% la veía ya como una seria amenaza y un 44% creía que pasaría

creación. Dado que el primer número abordó los sesgos de inversores y clientes, casi cuatro años después se planteó como tema principal los sesgos de los asesores. La base fue una encuesta a los asociados de EFPA España que, en un 97%, reconocieron verse influidos por sesgos en la relación con sus clientes. Buen comienzo para

668 profesionales. Era imprescindible abordarlo: algunos clientes ya invertían por su cuenta y el triunfo de **Donald Trump** hacía prever un impulso —como así ocurrió— de estos activos. La encuesta reflejó una falta de información y formación para responder a las crecientes cuestiones que planteaban los inversores. Las

entidades se mostraban reacias a dar carta de naturaleza a estos productos por temor a su reputación. **Juan Carlos de Margarida** lo explicaba así: "Mantenerse al margen supone perder oportunidades, pero también evita exponer la reputación a una volatilidad mal gestionada".

#20

Julio 2025 | El mundo ante un cambio de paradigma

Hace algo más de un año, pocos dudaban de que nos encontraríamos ante un cambio de paradigma que afectaba a la economía, los mercados y las

mundial. [...] Comienza una desglobalización económica que aún no sabemos hasta qué cotas de fragmentación nos llevará". Ciertamente, el uso de la fuerza, la fragmentación de alianzas y la creciente desglobalización económica han sido protagonistas en los últimos 15 meses. Y ese cambio de paradigma, sin duda, ha tenido su repercusión en los mercados, como se reflejaba muy bien en las páginas de la revista, dando un papel protagonista a la energía, la tecnología y la defensa. Faltaban muchos meses para la amenaza de cierre del estrecho

no podía pasar sin unas páginas de reflexión sobre los logros que le han llevado a ser considerado el mejor inversor de todos los tiempos. Su receta parece muy fácil: largo plazo, análisis fundamental y directivos competentes. Pero cualquier inversor sabe de su dificultad cuando uno se juega el dinero y también el prestigio, construido a lo largo de 60 años. Pedimos a una veintena de profesionales su opinión sobre la vigencia de sus planteamientos. Y nos atrevimos a hablar del sucesor: no el que ha heredado el cargo de consejero delegado de Berkshire Hathaway, **Greg Abel**,

La mayor transferencia de patrimonio de la historia ya ha empezado y se extenderá durante las dos próximas décadas: la generación del *baby boom* traspasará a sus herederos entre 80 y 100 billones de euros en todo el planeta. La revista lo planteó como lo que es, un reto profesional de primer orden, porque no es raro perder al cliente a los 12 o 24 meses de producirse la transacción. Los datos acompañan la inquietud: más de la mitad de los asesores españoles (54%) considera que esa transferencia supone una amenaza, y aunque el 76% de los *family offices* ya está



carteras. Por eso, la revista preguntó a un diplomático, un economista, un experto en geopolítica y un estratega internacional cómo sería. La opinión que más nos impresionó fue la de **José M. de Areilza**, director de la revista *Política Exterior*: "La ambición de poder, la geografía y la historia sacuden los cimientos del orden

de Ormuz, para la salida a Bolsa de SpaceX y la aparición de Mythos y para que la OTAN viviera los momentos más tensos entre sus miembros desde su fundación.

#21

Octubre 2025 | La despedida de Buffett

La despedida de **Warren Buffett**

sino el que llegue a ser su referente. Acompañamos la información con una fotografía de **Bill Ackman**, a años luz todavía de un hombre cuyas cartas anuales son difíciles de olvidar.

#23

Abril de 2026 | Herederos, el reto de lograr su continuidad

involucrando a la siguiente generación, el 86% carece de planes de sucesión claros. El problema de fondo lo apuntaban todos los consultados: las nuevas generaciones son más abiertas a nuevos activos, más dispuestas a asumir riesgos y menos propensas a heredar también el asesor de sus padres. ●

MÁS ALLÁ DEL PRESIDENTE O EL CEO DE UNA INSTITUCIÓN O COMPAÑÍA

Los equipos, con nombres y apellidos

Dar voz no solo al líder del grupo, sino también a los profesionales en los que se apoya y que son, sin duda, responsables de sus iniciativas. Esta sección es también una forma de poner rostro, cargo, nombres y apellidos a quienes desde el anonimato son protagonistas de las acciones que lleva a cabo una institución, de la que, a menudo, solo se conoce el nombre de su presidente o de su consejero delegado. Por **Redacción**.



1



2



3



4

1. Círculo de
Empresarios

2. IEE

3. FNMT

4. INE

5. Morningstar

6. Tribunal de Cuentas

VISTOS EN PERSPECTIVA, LA SECCIÓN SE ANTOJA COMO EL ÁLBUM DE QUIENES SOSTIENEN, A VECES ALEJADOS DE LOS FOCOS, LAS INSTITUCIONES ECONÓMICAS ESPAÑOLAS.

La revista tiene entre sus objetivos apoyar y estimular el trabajo en equipo. Esta apuesta parte del convencimiento de que las grandes empresas solo son posibles a partir de un liderazgo, pero con la participación y el compromiso de un amplio equipo de profesionales. Veintitrés equipos en 25 números. Vistos juntos y en perspectiva, componen algo que ninguna otra publicación del sector tiene: el álbum de quienes sostienen, a veces alejados de los focos, las instituciones económicas españolas.



5



6

NÚMERO 3

ABRIL 2021 | AIREF, EL GRAN SUPERVISOR FISCAL

La Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal (AIReF) nació de una exigencia europea en plena crisis del euro: la norma comunitaria pedía que el seguimiento de los objetivos presupuestarios se apoyara en "análisis fiables e independientes". De ahí salieron la ley orgánica de noviembre de 2013 y, meses después, su estatuto. Su cometido es velar por la sostenibilidad financiera de todas las administraciones públicas y avalar las previsiones de los Presupuestos, aunque con los años ha ganado peso su función evaluadora, con recomendaciones tan contundentes como retrasar la edad efectiva de jubilación. La foto recoge el equipo que **Cristina Herrero** completó poco después de llegar a la presidencia: **Ignacio Fernández-Huertas**, al frente de Análisis Presupuestario; **Esther Gordo**, de Análisis Económico, y **Diego Pérez**, de la División Jurídico Institucional. Un apunte para la historia: la primera autoridad fiscal independiente del mundo la creó Países Bajos en 1947.

NÚMERO 6

ENERO 2022 | LA FNMT, GARANTÍA DE SEGURIDAD

Detrás de gestos cotidianos -pagar un impuesto, subir a un autobús, comprar un décimo de lotería- está la Fábrica Nacional de Moneda y Timbre. Su nombre actual procede de 1893, de la fusión de la Casa de la Moneda con la Fábrica del Sello, pero su origen se remonta a 1614, cuando **Felipe III** ordenó

fundar la Casa de Moneda de Madrid. Hoy imprime billetes para el Banco de España y para el Banco Central Europeo, acuña moneda conmemorativa y de colección, fabrica sellos y el DNI digital, y colabora con otros países en sistemas de identificación fiables. El equipo de mando: **Miguel Brunete**, **José Miguel Fernández Lienres**, **María Isabel Valdecabres** -directora general desde agosto de 2021- y **Felipe Amores**.

NÚMERO 7

ABRIL 2022 | CECA Y SU RESPONSABILIDAD SOCIAL

En la Edad Media, una ceca era el lugar donde se fundía y acuñaba la moneda. Varios siglos después, la palabra da nombre a la asociación que representa a entidades de crédito y fundaciones bancarias que suman casi 70.000 empleados y unos activos que bordean los 900.000 millones de euros. Su actividad descansa en cuatro pilares: la representación institucional, el análisis de la economía y de los cambios regulatorios, la promoción de la inversión social y la defensa de los asociados vinculados por el convenio sectorial. Esa fue una de las fotos más numerosas de la sección, con el equipo directivo al completo alrededor de **José María Méndez**, entonces director general y ahora en el Grupo CaixaBank, junto a **Antonio Romero**, **Mónica Malo**, **Juan de Villota**, **Fernando Conlledo**, **Luis Teijeiro** y **Ainhua Jáuregui**. Un dato que explica su identidad: las entidades adheridas y sus fundaciones destinaron a obra social más de 770 millones de euros en un solo ejercicio. ***

*** NÚMERO 10

ENERO 2023 | EL TRIBUNAL DE CUENTAS, PARA FISCALIZAR LA DEMOCRACIA

Es el supremo órgano fiscalizador de las cuentas y de la gestión económico-financiera del sector público, y así lo recoge la Constitución de 1978. Fiscaliza cualquier nivel de la Administración, enjuicia la responsabilidad contable de quienes manejan fondos públicos y controla la contabilidad de los partidos políticos y de las fundaciones vinculadas a ellos. Depende de las Cortes Generales, pero disfruta de una independencia próxima a la de los jueces: sus consejeros son elegidos por tres quintos de cada Cámara y su mandato dura nueve años, precisamente para dejarlos al margen de los vaivenes políticos. La foto que realizamos la preside **Enriqueta Chicano**, que llevaba un año en el cargo, acompañada de **Dolores Genaro**, **Javier Morillas**, **Joan Mauri** y **Rebeca Laliga**. Chicano conocía la casa desde dentro: estaba en ella desde 1997, como funcionaria del Cuerpo de Intervención de la Seguridad Social.

MÁS ALLÁ DEL PRESIDENTE Y CEO, PONEMOS ROSTRO A QUIENES DESDE EL ANONIMATO SON PROTAGONISTAS DE LAS ACCIONES QUE LLEVA A CABO UNA INSTITUCIÓN.

7. AIREF
8. CECA



7



8

NÚMERO 11

ABRIL 2023 | EL INE, GARANTE DE LOS DATOS PÚBLICOS

Creado en 1945 -su antecesor, el Instituto Geográfico y Estadístico, data de 1870-, el Instituto Nacional de Estadística es probablemente el organismo al que más recurre la sociedad española sin ser consciente de ello. Su misión es proporcionar datos de calidad de la manera más transparente e imparcial posible, y publicarlos gratuitamente. Detrás hay más de 4.000 colaboradores, de los cuales alrededor de 700 tienen perfil técnico y pertenecen a los cuerpos estadísticos del Estado, repartidos por 52 delegaciones provinciales. El reportaje puso nombre a toda la cúpula, encabezada por su presidenta, **Elena Manzanera**, con las tres direcciones generales -**Carlos J. Ballano** en Planificación Estadística y Procesos, **Antonio J. Argüeso** en Estadísticas de Población y **Alfredo Cristóbal** en Estadísticas Económicas- y **Ana Jurado** al frente de la Oficina del Censo Electoral. Suya es también la elaboración del Plan Estadístico Nacional.

NÚMERO 14

ENERO DE 2024 | EL IEE, LA ECONOMÍA AL DETALLE

Fundado en mayo de 1979 por un grupo de destacados empresarios, el Instituto de Estudios Económicos nació con tres finalidades: analizar los grandes asuntos económicos y sociales, crear y difundir líneas de pensamiento y defender la empresa privada y el mercado como mecanismo eficiente de asignación de recursos. En pleno desarrollo constitucional, entre 1978 y 1981, centró sus

trabajos en las relaciones laborales y la negociación colectiva. Su foto fue la más coral de la sección: nueve profesionales alrededor de **Íñigo Fernández de Mesa**, presidente, y **Gregorio Izquierdo**, director general, con **Carlos Ruiz**, director de Estudios; **Erica Alonso**, directora de Comunicación; **José María Pérez de Tudela**, editor; **María Ávila**, y las técnicas del Servicio de Estudios **Elena Herrera**, **Marta Meler** y **María Higuera**. Sus órganos de gobierno los forman los representantes de sus asociados: grandes empresas y asociaciones empresariales. Dos años después, IEE y EFPA España han publicado conjuntamente un estudio sobre la "Fiscalidad del ahorro", presente también en este número.

NÚMERO 17

OCTUBRE 2024 | FEDEA, UNA FÁBRICA DE IDEAS

Cerca de cumplir cuatro décadas, la Fundación de Estudios de Economía Aplicada es uno de los *think tank* con mayor predicamento en España. Su objetivo es investigar cuestiones económicas y sociales y divulgarlas después para influir positivamente en la sociedad. Hay un dato que mide bien esa ambición: en un solo ejercicio publicó 23 apuntes, 10 documentos de trabajo, 37 estudios sobre la economía española y seis *policy papers*, con la hacienda pública, las pensiones y el mercado de trabajo como áreas más atendidas. Su gobierno se reparte entre el Patronato, con **José Vilarasau**, recientemente fallecido,



9

9. Consejo de Notarios

10. FEDEA

LA SECCIÓN HA SIDO BIEN ACOGIDA TANTO POR EMPRESAS E INSTITUCIONES COMO POR LOS LECTORES DE LA REVISTA.

como presidente de honor; la Comisión Ejecutiva, presidida por **José Ignacio Goirigolzarri**, y el Comité Científico. La foto, encabezada por **Ángel de la Fuente**, reunió a catorce investigadores. Entre sus miembros protectores figuran el Banco de España, Santander, BBVA, MAPFRE, Telefónica y BME.

NÚMERO 19

ABRIL 2025 | EL CONSEJO GENERAL DEL NOTARIADO, PARA DAR FE

La figura del notario nace en el siglo XII en la Universidad de Bolonia y ha sido desde entonces una pieza clave para el funcionamiento de la economía. En España, desde 1975, el Consejo General del Notariado representa y defiende los intereses de los casi 3.000 profesionales que ejercen en el país. Es una corporación de derecho público subordinada al Ministerio de Justicia, con una Comisión Permanente de seis miembros y un Pleno en el que están representados los 17 decanos de los colegios territoriales. Su aportación esencial es la seguridad jurídica preventiva: el notario es garantía de autenticidad, legalidad y seguridad. La foto reunió a la presidenta, **Concepción Pilar Barrio del Olmo**, y al vicepresidente,



10

Manuel Antonio Seda, con seis decanos: **Alfonso Cavallé**, **José Alberto Marín**, **Carmen Rodríguez**, **José Carmelo Llopis**, **Leopoldo Martínez** y **Ángel Félix Nanclares**. El Consejo colabora además en la prevención del blanqueo de capitales y del fraude fiscal.

NÚMERO 20

JULIO 2025 | EL CÍRCULO DE EMPRESARIOS, UN SUEÑO EMPRESARIAL

Apareció en 1977, poco después de la firma de los Pactos de la Moncloa. Su objetivo era reunir a un centenar de empresarios con una visión común sobre el futuro de España, en un foro donde debatir sin las ataduras de la negociación con los sindicatos o con el Gobierno. Desde entonces ha publicado decenas de informes y se ha posicionado sobre temas, a veces polémicos, relacionados con el mundo de la economía y la empresa. La foto del equipo la lideró **Juan María Nin**, su actual presidente, y en ella están presentes, entre otros, su secretario general, **Antonio Oporto**; su directora de relaciones institucionales, **Carmen Torres**, y su economista jefe, **Christian Chase**. En la actualidad, los socios del Círculo de Empresarios pertenecen en un 20% al sector

de la consultoría, un 14,55% al ámbito financiero y un 9,70% al sector tecnológico.

NÚMERO 24

JULIO 2026 | MORNINGSTAR, ÁRBITRO DE LA INDUSTRIA

Las clasificaciones de Morningstar se han convertido en una poderosa herramienta comercial dentro de la industria de fondos. Sus ratings son algo más que un apoyo analítico, porque obtener cuatro o cinco estrellas multiplica la visibilidad y las entradas de dinero hacia un producto financiero. Nacida en Chicago en 1984 de la mano de **Joe Mansueto**, que sigue siendo su presidente y principal accionista, la firma revolucionó el análisis de fondos con una idea sencilla: ofrecer información independiente, comparable y accesible.

Corrado Cassar Scalia, Managing Director y responsable de ventas para el sur de la zona EMEA, posó con los principales responsables del amplio equipo de Morningstar en España. Estuvo también en la foto **Mark Roomans**, managing director de International. Ningún medio, ni siquiera los especializados, había puesto rostro a un equipo como este, que dio voz además a **Kunal Kapoor**, consejero delegado de la compañía, que la dirige desde Chicago. ●

ENCUESTA DE SATISFACCIÓN

Qué nota nos ponen los lectores



Un 8,7 sobre 10 en papel y un 8,4 en digital. Detrás de esas cifras estáis los asesores financieros certificados que respondéis, año tras año, a la encuesta de satisfacción de la revista, apelando a vuestro espíritu crítico. Compartir estos resultados forma parte del 'trato' y una manera de corresponder vuestra confianza.

Por **Redacción.**

Una revista puede pasarse años sin hacerse en voz alta la única pregunta que importa: ¿lo que escribo es útil para mi lector? ¿Gusta? Es fácil de esquivar: basta con mirar la tirada, contar las páginas y celebrar los números redondos. Y muy tentador... Por eso, desde nuestro nacimiento, hemos querido hacer la pregunta, quizá para algunos incómoda, para nosotros, necesaria. Así nació la encuesta de satisfacción de la revista que año tras año enviamos a los miembros certificados de EFPA España. Y esto es lo que nos respondieron en la última edición.

UNA HERRAMIENTA DE TRABAJO

Si bien hay pocas cosas que agraden más al periodista que una cifra, lo más revelador no es una nota, sino un para qué. Y la cifra que lo acompaña, por supuesto (al fin y al cabo, somos periodistas). Un 82% de quienes respondieron dice que la revista le aporta valor en su trabajo diario como asesor financiero. Un 52% la lee además por interés personal y un 14% la utiliza como apoyo divulgativo.

No es una cuestión baladí: una publicación que llega al buzón puede aspirar a entretener; pero desde EFPA España ese objetivo queda supeditado a un 'bien' aún mayor: ha de resolver algo en el día a día de quien la lee.

Los lectores también la sitúan frente a lo que ya tienen encima de la mesa. Un 60,7% considera que está "más enfocada y es más relevante para asesores financieros que otras publicaciones", frente a un 5,2% que la ve similar a otros medios especializados y un 1,7% que la considera poco interesante. Un tercer grupo, el 32,4%, destaca algo distinto: que da voz a los profesionales del sector. Es el dato que más nos compromete, porque significa que para un tercio de los lectores es tan importante lo que la revista les cuenta como el hecho de que les deje hablar. Ser un medio y a la vez, un altavoz. Y a los hechos nos remitimos: de media, participa medio centenar de profesionales en cada número.

NOTABLE ALTO EN PAPEL, NOTABLE EN DIGITAL

Si nos ceñimos a la nota (no la evitemos, ni la redondeemos), en una escala del 1 al 10, la edición impresa obtiene una media de 8,7. Un 87% la puntúa con un 8, un 9 o un 10, y el 9 es la nota más repetida (40,4%). La edición online se queda en un 8,4 de media, con un 83% de valoraciones entre 8 y 10.

Los aspectos concretos acompañan: un 85,5% puntúa alto la actualidad de las temá-

PARA UN TERCIO DE LOS LECTORES ES TAN IMPORTANTE LO QUE LA REVISTA LES CUENTA COMO EL HECHO DE QUE LES DEJE 'CONTAR'. SER UN MEDIO Y A LA VEZ, UN ALTAVOZ.

ticas, un 84,8% su utilidad y aplicabilidad y un 81,3% la profundidad en el tratamiento de los temas. El diseño recibe un gran respaldo: más del 93% tiene una opinión favorable.

Conviene leer esas notas sin euforia y sí tomar nota y permanecer bien atentos. El lector es un profesional ávido de información y conocimiento, por lo que siempre hay margen de mejora.

ESPÍRITU CRÍTICO PARA NO BAJAR LA GUARDIA

Porque no todo es perfecto y nuestros asociados mantienen el espíritu crítico. La sección de nombramientos de asociados es la menor valorada: solo un 41% le concede un 8, un 9 o un 10, frente al 85% de los reportajes de actualidad, y en la edición online apenas un 4% la elige entre los contenidos útiles para su trabajo. El dato no invalida la sección -informar de la trayectoria de los asociados es parte de la vida asociativa-, pero nos ayuda a replantear su formato en una revista trimestral. Brújula, presente desde hace dos números, es nuestra respuesta de cambio. Hay más. Un 93% aprueba el diseño, pero echa en falta más material gráfico: fotografías, infografías, ilustraciones. ¡Queda apuntado!

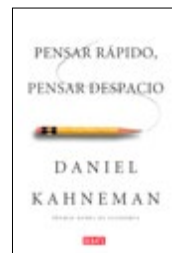
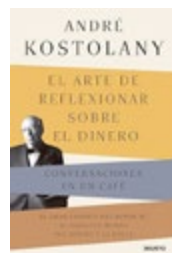
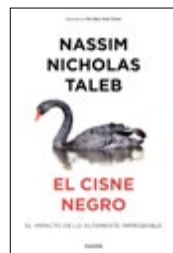
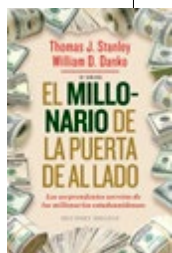
HACIA DÓNDE NOS IMPULSAN

La encuesta termina con una petición de rumbo bastante clara y orientada al futuro: nuevas tendencias en asesoramiento financiero (58,3%), análisis de coyuntura económica (56,2%), innovación tecnológica (53,7%), análisis de productos (52,3%) y psicología del inversor y habilidades blandas (40,6%). Es decir, el lector quiere llegar antes que el cambio, y no solo enterarse después.

Al fin y al cabo, una encuesta no vale por las respuestas que recoge, sino por las decisiones que provoca. De estas salen tres compromisos: proteger el papel, que es lo que el lector valora y utiliza; medir cada pieza con una sola pregunta -¿en qué ayuda esto al asesor en su día a día? -; y dar más espacio a los contenidos prospectivos que se nos reclaman, empezando por el impacto real de la tecnología en el asesoramiento patrimonial.

Y un cuarto, por defecto: volver a preguntar, como haremos próximamente. Veinticinco números después, el gesto más honesto es este: dar a conocer los resultados. Gracias a quienes dedicaron unos minutos a ayudarnos a seguir mejorando y, sobre todo, acompañando. ●





1. El hombre más rico de Babilonia

George S. Clason (1926)

A través de parábolas ambientadas en la Babilonia antigua, Clason resume los principios fundamentales del ahorro y la acumulación de capital: pagarse a uno mismo primero, invertir con prudencia y aprender de quienes ya han tenido éxito. Un clásico imperecedero de la educación financiera.

2. El millonario de la puerta de al lado

Thomas J. Stanley y William D. Danko (1996)

Basado en una amplia investigación sobre millonarios estadounidenses, desmonta el mito de la riqueza ostentosa. Sus autores demuestran que el patrimonio suele construirse mediante disciplina, ahorro y hábitos financieros consistentes.

3. Ulises y la comadreja

Georg von Wallwitz (2011)

Historia financiera, psicología y filosofía se combinan en este ensayo que contrapone al inversor prudente con el especulador impulsivo. Una reflexión amena sobre la naturaleza humana y los mercados.

4. El cisne negro

Nassim N. Taleb (2007)

Taleb popularizó el concepto de los acontecimientos improba-

25 libros imprescindibles

Desde clásicos imperecederos de la educación financiera hasta obras de referencia sobre inversión, valoración, psicología de los mercados e historia económica. Con motivo del número 25 de la revista, presentamos una guía perfecta para construir, con criterio, cualquier biblioteca de finanzas personales e inversión. Por **LUIS TORRAS**.

bles pero decisivos. Una crítica a la sobreconfianza en los modelos matemáticos y una invitación a prepararse para la incertidumbre.

5. El arte de reflexionar sobre el dinero

André Kostolany (1998)

Kostolany, el "gurú de la bolsa" centroeuropeo, condensa en este libro póstumo seis décadas de observación de los mercados en anécdotas, aforismos y su célebre distinción entre "dinero duro" y "dinero blando". Más que un manual técnico, es una reflexión sobre la psicología de masas, la paciencia y el papel del azar en la especulación.

6. Pensar rápido, pensar despacio

Daniel Kahneman (2011)

El Nobel de Economía explica cómo funcionan los dos sistemas de pensamiento que guían nuestras decisiones. Una obra fundamental para comprender los sesgos que afectan a inversores y ahorradores.

7. El inversor inteligente

Benjamin Graham (1949)

La obra fundacional de la inversión en valor. Graham introduce conceptos tan influyentes como el margen de seguridad y la figura de "Mr. Market", pilares de la filosofía de Warren Buffett.

8. Margin of Safety

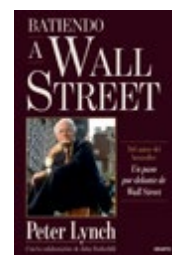
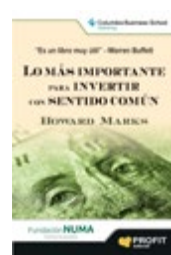
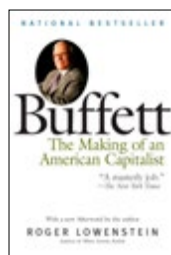
Seth Klarman (1991)

Considerado un libro de culto, desarrolla con rigor la importancia de proteger el capital y minimizar el riesgo de pérdidas permanentes mediante una estricta disciplina inversora.

9. Los ensayos de Warren Buffett

Lawrence Cunningham (editor) (1997)

Una compilación temática de las cartas de Buffett a los accionistas de Berkshire Hathaway que se ha convertido en una de las mejores introducciones a su pensamiento empresarial y financiero.





10. **Buffett: The Making of an American Capitalist**

Roger Lowenstein (1995)

La biografía de referencia sobre Warren Buffett. Analiza tanto la evolución de su estrategia inversora como los rasgos personales que explican su éxito.

11. **Inversión en valor: un enfoque equilibrado**

Martin Whitman (1999)

Whitman cuestiona algunos postulados clásicos de la inversión en valor y propone un enfoque más flexible centrado en la fortaleza financiera y la calidad empresarial.

12. **Lo único importante para invertir con sentido común**

Howard Marks (2011)

El cofundador de Oaktree Capital resume sus ideas sobre gestión del riesgo, ciclos de mercado y pensamiento de segundo nivel. Una de las obras más recomendadas entre profesionales.

13. **Batiendo a Wall Street**

Peter Lynch (1993)

Lynch sostiene que los inversores particulares pueden descubrir oportunidades antes que los expertos si observan las empresas y productos que conocen en su vida cotidiana.

14. **Invirtiendo en calidad**

L. Cunningham, T. Eide y P. Hargreaves (2016)

Una defensa de la inversión en compañías capaces de generar altas rentabilidades sobre el capital y mantener ventajas competitivas duraderas en el tiempo.

15. **Las cinco reglas para invertir con sentido común**

Pat Dorsey (2004)

Guía práctica para aprender a identificar negocios con ventajas competitivas sostenibles y evitar errores frecuentes en el análisis de empresas.

16. **100 Baggers**

Christopher Mayer (2015)

Mayer analiza compañías que multiplicaron por cien su valor bursátil para identificar los factores que explican los grandes éxitos de inversión a largo plazo.

17. **The Outsiders**

William Thorndike (2012)

Estudia a ocho consejeros delegados que lograron resultados extraordinarios gracias a una excepcional asignación del capital y una gestión alejada de las convenciones.

18. **La alquimia de las finanzas**

George Soros (1987)

Soros desarrolla su teoría de la reflexividad y explica cómo las

percepciones de los inversores pueden influir en la realidad económica y amplificar los movimientos del mercado.

19. **El pequeño libro para invertir con sentido común**

John C. Bogle (2007)

La defensa más influyente de la gestión indexada y de la inversión de bajo coste. Bogle demuestra por qué minimizar las comisiones mejora las rentabilidades a largo plazo.

20. **Rendimientos del capital**

Edward Chancellor (ed.) (2015)

Recopila influyentes informes sobre el "ciclo del capital" y muestra cómo los excesos de inversión suelen anticipar menores rentabilidades futuras en muchos sectores.

21. **Wall Street: A History**

Charles R. Geisst (1997)

Geisst traza dos siglos de historia del distrito financiero neoyorquino, desde los primeros corredores de calle hasta la era de las fusiones y la alta frecuencia. Conecta la evolución de Wall Street con la historia económica y política de Estados Unidos, mostrando cómo cada crisis reproduce patrones ya vividos.

22. **El triunfo del dinero**

Niall Ferguson (2008)

Ferguson narra la evolución del dinero, el crédito y los mercados desde la Antigüedad hasta la crisis financiera de 2008, conectando finanzas e historia.

23. **The Devil Took the Hindmost**

Edward Chancellor (1999)

Una historia de las grandes burbujas especulativas, desde los tulipanes holandeses hasta las puntocom, que revela la asombrosa repetición de los mismos errores.

24. **El tao del capital**

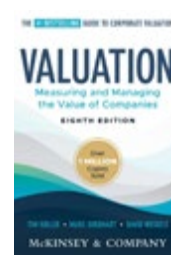
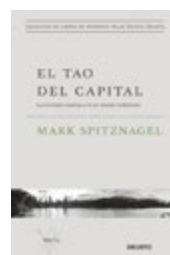
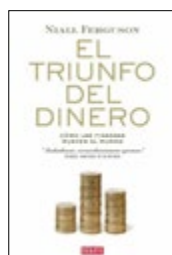
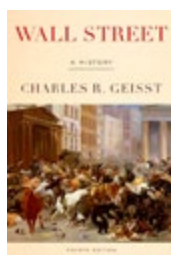
Mark Spitznagel (2013)

Una original combinación de filosofía, economía e inversión que reivindica la paciencia, la asimetría y la gestión del riesgo como claves del éxito a largo plazo.

25. **Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies**

Koller, Goedhart y Wessels (1990; varias ediciones)

La referencia internacional en valoración de empresas. Utilizado por escuelas de negocio, consultoras y departamentos financieros, sigue siendo una obra imprescindible para comprender cómo se crea y se mide el valor empresarial.

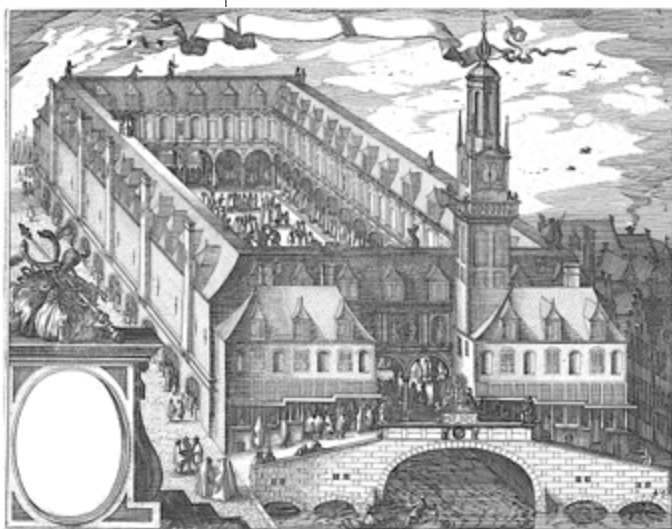


CUANDO EL PASADO AYUDA A ENTENDER EL PRESENTE

5.000 años de confianza, un recorrido por la Historia de las Finanzas

Hacemos una pausa en el camino de 5.000 años de historia financiera que os estamos proponiendo desde la revista. Iniciamos nuestro viaje con las primeras tablillas de barro de Ur y hemos llegado hasta la caída de John Law y la creación del Banco de Inglaterra, y quizá sea buen momento para preguntarnos qué hilo conecta todas estas historias.

Por **Luis Torras**.



Byrsa Amsterodamensis (Claes Jansz. Visscher, 1612). Vista de la Bolsa de Ámsterdam (Beurs van Hendrick de Keyser), el primer gran centro neutral de negociación de títulos del Siglo de Oro neerlandés, cuya arquitectura se inspiró en la Bolsa de Amberes.

La respuesta más habitual, el elemento central que subyace casi siempre en todas las piezas, es la misma: la confianza. Todas las innovaciones financieras que hemos repasado -el préstamo, el derivado, la letra de cambio, la acción, el banco central- son, en esencia, tecnologías para gestionar la confianza entre desconocidos a través del tiempo y del riesgo.

EL ORIGEN: DEUDA E INTERÉS EN MESOPOTAMIA

Como tantas otras cosas, todo empezó en Mesopotamia (luego se refina en Roma), hacia el 3000 a.C., cuando el excedente agrícola hizo

necesarios los primeros contratos de préstamo. En la ciudad de Ur aparece ya la idea revolucionaria del interés, quizá inspirada en la multiplicación natural del ganado, con tasas del 33,33% en cebada y el 20% en plata, que siglos más tarde codificaría el célebre Código de Hammurabi. Ya entonces el préstamo distinguía entre uso productivo y consumo personal, y ya entonces la palabra "deuda" arrastraba, en muchas lenguas, el eco de la dependencia e incluso la esclavitud.

TEMPLARIOS: BANCA SIN ESTADO

Un salto de dos mil años nos lleva a los caballeros templarios, que entre los siglos

XI y XIII construyeron la primera red bancaria internacional de Europa. Sus letras de cambio permitían a un peregrino depositar dinero en París y retirarlo en Jerusalén, evitando el riesgo de transportar oro físico. Fueron banqueros de reyes, entre ellos **Felipe IV de Francia**, hasta que su propio prestatario, incapaz de pagar su deuda, prefirió disolver la Orden en 1307 antes que honrarla. Una lección que se repetirá: quien depende de un único patrón político nunca está a salvo de él.

GESTIONAR EL RIESGO: DE TALES A CHICAGO

La cobertura de riesgo tiene también raíces antiguas. **Tales de Mileto**, en el siglo VI a.C., articuló lo que hoy reconoceríamos como una opción call sobre prensas de aceituna, demostrando que la filosofía también podía ser rentable. Ese impulso, fijar hoy un precio para una entrega futura, tardaría siglos en institucionalizarse: primero en la Bolsa de Arroz de Dojima (Japón, 1697), después en el Chicago Board of Trade, fundado en 1848, que convertiría los contratos a plazo del corn belt americano en los futuros estandarizados que conocemos hoy.

EL NACIMIENTO DE LA BOLSA Y LA ESPECULACIÓN

En 1602 la Compañía Holandesa de las Indias Orientales (VOC) emitió las primeras acciones negociables de la historia, dando origen a la Bolsa de Ámsterdam. Con la liquidez llegó, inevitablemente, la especulación: **José de la Vega** la retrató en 1688 en

Confusión de confusiones, el primer manual bursátil, describiendo con una lucidez asombrosa la psicología de euforia y pánico que sigue rigiendo los mercados. Poco después, en 1637, esa misma plaza protagonizaría la tulipomanía, la primera burbuja especulativa moderna: ciertos bulbos de tulipán llegaron a costar lo mismo que una casa antes de que la fe colectiva se desvaneciera de la noche a la mañana.

CRÉDITO DE ESTADO: LONDRES FRENTE A PARÍS

El siglo XVIII nos dejó dos experimentos paralelos sobre la relación entre el Estado y el dinero, con desenlaces opuestos. En 1694, la necesidad de financiar la guerra contra Francia llevó a Inglaterra a fundar el Banco de Inglaterra, diseñado por el escocés **William Paterson**: un grupo de inversores privados prestaba al Estado a cambio del monopolio de emitir billetes. Funcionó porque el Parlamento, heredero de una tradición de control fiscal que se remonta a las Cortes de León de 1188, garantizaba que la Corona no repudiaría sus deudas. **Henry Thornton** y después **Walter Bagehot** convertirían esa institución en la plantilla del banco central moderno: el prestamista de última instancia.

Francia intentó replicar la fórmula sin las mismas garantías institucionales. **John Law**, un aventurero escocés fugitivo de la justicia, convenció al regente **Felipe de Orleans** de fundar el Banque Générale en 1716 y fusionarlo con la Compañía del Mississippi, financiando la

compra de acciones con papel moneda emitido por el propio banco. El resultado fue una burbuja monumental: la acción pasó de 500 a 10.000 libras. Y un colapso que arruinó Francia, estigmatizó el papel moneda durante generaciones y confirmó que el crédito, sin contrapesos institucionales, se convierte en alquimia.

NEWTON Y LA COMPAÑÍA DE LOS MARES DEL SUR

La misma década cerró con un episodio paralelo en Londres: la burbuja de la South Sea Company, que convirtió deuda pública en acciones infladas por la promesa de un comercio colonial casi inexistente. Ni siquiera **Isaac Newton**, atrapado por el miedo a quedarse fuera, escapó de perder una fortuna, dejándonos una de las frases más citadas de la historia financiera: podía calcular el movimiento de los astros, pero no la locura de la gente.

LA RIMA DE LA HISTORIA

Veinticinco números después, el hilo conductor es evidente. Cada innovación financiera (el interés, la letra de cambio, la acción, el banco central) resuelve un problema de confianza y, al hacerlo, abre la puerta a nuevas formas de exceso: la deuda impagable, la burbuja, la crisis de liquidez. La historia de las finanzas no es una línea recta de progreso, sino un ciclo que se repite con distintos disfraces. Conocerlo no nos inmuniza ante caídas, euforias y vaivenes, pero sí nos da una perspectiva histórica que ayuda a reconocer síntomas y patrones. ●

LA HISTORIA DE LAS FINANZAS NO ES UNA LÍNEA RECTA DE PROGRESO, SINO UN CICLO QUE SE REPITE CON DISTINTOS DISFRACES.

Un camino **construido** con el conocimiento y la visión de **grandes profesionales**

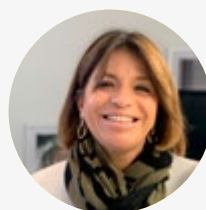
Son numerosos los profesionales que, Especial tras Especial, han contribuido con sus análisis y reflexiones a arrojar luz sobre una amplia diversidad de ámbitos y temáticas de inversión: renta fija, variable, ETF, mercados emergentes, tecnológicos. Gracias a su profundo conocimiento de los mercados y a la experiencia acumulada a lo largo de sus trayectorias, han ofrecido perspectivas de gran valor para comprender la evolución y las oportunidades en activos tan diversos.



FERNANDO FERNÁNDEZ-BRAVO

Head of Active Distribution Iberia
Invesco

// Enhorabuena por estos 25 números acompañando a los asesores con contenidos de calidad, análisis y reflexión. Ha sido un placer formar parte de este recorrido y contribuir al desarrollo de una comunidad de asesoramiento cada vez más sólida y enfocada en el cliente.



VALÉRIE GAVELLO

Senior Marketing & Client Servicing Manager
Pictet Asset Management Iberia

// Durante 25 números, la revista ha acompañado la evolución de nuestra industria, combinando actualidad, formación y reflexión. Felicito a todo el equipo por su compromiso con la excelencia.



IVÁN DÍEZ

Country Head Iberia & Latam
La Financière de l'Échiquier

// Mi enhorabuena por estos 25 números de la revista. Una publicación que se ha convertido en referencia para nuestro sector, impulsando el conocimiento y las buenas prácticas.



INÉS DEL MOLINO

Business Development Manager
AEGON AM

// Desde AEGON AM, agradecemos el compromiso de EFPA con la educación financiera y vuestra labor para hacer del conocimiento una herramienta al alcance de todos.



MANUEL PARDO

Responsable de Comunicación
Banco Mediolanum

// La revista ha sido el canal que ha dado voz y valor a los asesores financieros. ¡Felices 25! Por muchos años más al servicio de una profesión en crecimiento y cada vez más necesaria.



JUAN RODRÍGUEZ-FRAILE

Country Manager Iberia & Latam
Groupama AM

// ¡Muchas felicidades a todo el equipo! 25 números que reflejan años de seriedad y compromiso. Gracias por ser esa brújula tan necesaria para entender la evolución de los mercados y las finanzas. ¡Por muchos años más de éxitos!

No están todas las voces que han participado en estos años, pero sí todas las que hemos logrado reunir antes del cierre de esta edición. Sin olvidar a los imprescindibles equipos de comunicación y marketing. Gracias a todos los que, presentes y no presentes en estas páginas, habéis querido celebrar con nosotros este número 25.



ÓSCAR ESTEBAN

Head of Sales Iberia,
Fidelity

// *Gracias por 25 números que, con rigor y conocimiento, han impulsado un asesoramiento financiero de calidad y el avance de la profesión. ¡Enhorabuena!*



DOMINGO TORRES-FERNÁNDEZ

Managing Director Spain & Portugal
Lazard Asset Management

// *Hay celebraciones que cuentan, y el número 25 es una de ellas: un reconocimiento a la imprescindible labor de educación financiera de EFPA y que, en pleno siglo XXI, sigue plasmándose en una publicación en papel de referencia. Enhorabuena al gran equipo.*



RAQUEL HERRERA

Directora de Expansión
Caser Asesores Financieros

// *Enhorabuena a EFPA por sus 25 números, referentes del sector y piedra de toque para los profesionales del asesoramiento financiero. ¡Felicidades, equipo!*



NABIL EL-ASMAR DELGADO

Country Head Iberia
Vontobel Asset Management

// *Enhorabuena por estos 25 números contribuyendo a la profesionalización del asesoramiento en España. En la era de la inteligencia artificial, la revista seguirá siendo el mejor copiloto para los asesores.*



PILAR VILA

Directora de Cuentas
Schroders

// *Enhorabuena a EFPA por sacar adelante una revista que, frente al exceso de información, pone el foco en lo esencial para el asesor financiero.*



GABRIELA LUZZI

Head of Southern, Ireland and Latam Marketing
Aberdeen

// *¡25 números! Todavía me parece que fue ayer cuando nos comentasteis este proyecto por primera vez. Ha sido un auténtico placer para nosotros acompañaros en esta andadura y esperamos poder seguir caminando y creciendo juntos muchos años más.*



SUSANA DE MIGUEL

Directora de Marketing para España y Portugal
J.P. Morgan Asset Management

// *En J.P. Morgan celebramos con EFPA estas 25 ediciones, reflejo de una apuesta constante por la formación, el conocimiento y la excelencia en el asesoramiento financiero. ¡Enhorabuena!*



MARISA AGUILAR

Directora General para Iberia
Allianz Global Investors

// *Enhorabuena por estas 25 ediciones. Gracias por vuestro compromiso con la educación financiera y por seguir elevando la calidad del asesoramiento en España.*



MARTA SOLER

Team Head Wholesale Distribution Marketing
Flossbach Von Storch

// *Más de 25 números elevando el asesoramiento en España.*

Gracias por el camino. Que sean muchos más.



PABLO PORTILLO

Sales Iberia & Latam - Asset Management
ODDO BHF

// *Enhorabuena por estas 25 ediciones. Gracias por vuestro compromiso con la educación financiera y por seguir elevando la calidad del asesoramiento en España.*

Cinco Días, el decano de la prensa económica española

A punto de cumplir medio siglo, *Cinco Días* se mantiene como el decano de la prensa económica española. Desde que integró su edición digital en *El País* en 2017, el periódico comparte redacción con el diario generalista sin perder su identidad, y sigue siendo lectura obligada para inversores, empresarios y asesores financieros. Por **RAFAEL SIERRA**.

Pocos periódicos pueden presumir de haber acompañado casi medio siglo de vaivenes económicos en España. *Cinco Días* nació en Madrid en marzo de 1978, en plena Transición, con una idea sencilla: el país necesitaba un diario que explicara con rigor lo que pasaba en las empresas, los mercados y la política económica, algo que hasta entonces no existía como cabecera propia. La crisis del petróleo de los años setenta había puesto la economía en el centro de la conversación pública, y ese fue el caldo de cultivo de su fundación.

Desde entonces, el periódico ha mantenido a pulso la etiqueta de decano de la prensa económica española. Una marca que hoy reconocen inversores, directivos, asesores financieros y cualquier profesional que necesite seguir de cerca la actualidad de empresas y finanzas, y que durante años ha convivido con otras cabeceras económicas sin perder su sitio como referencia.

De cabecera independiente a parte de *El País*

Durante sus primeras décadas, *Cinco Días* funcionó como una cabecera independiente, propiedad de grupo PRISA desde 1989, centrada por completo en la actualidad empresarial. El giro llegó en 2017, cuando PRISA decidió integrar su edición digital en la oferta de *El País*.

Desde entonces comparten redacción, aunque no marca: lo de mayor interés social o político se firma como *El País*, y lo más especializado en economía, empresa y finanzas sale bajo el nombre de *Cinco Días*, que hoy funciona como un vertical dentro de la web del diario generalista.

Una redacción integrada y especializada

Se trata de una redacción a caballo entre dos cabeceras. En la práctica, esto significa que hay periodistas dedicados en exclusiva a la cobertura económica, pero que pueden apoyarse en toda la infraestructura de *El País*: su red de corresponsales, sus recursos técnicos y su alcance internacional. Cubren mercados, empresas, finanzas personales, fiscalidad y macroeconomía sin tener que renunciar a nada de lo que ofrece un diario generalista de referencia en español. La edición en papel, que se sigue vendiendo por separado en el quiosco, incorpora además una selección de contenidos de *El País*, de modo que el lector que compra *Cinco Días* en papel no se queda solo con lo estrictamente económico.

El hito que amplió su audiencia

Aquella integración fue el mayor punto de inflexión reciente en la historia del periódico. Y, contra lo que podría pensarse, no diluyó su identidad, más bien la amplió. *Cinco Días* pasó de tener un lector mayoritaria-



De izquierda a derecha: Daniel Toledo; Lucía Abellán, Ricardo de Querol y Cecilia Castelló.

mente español y muy especializado a llegar a una audiencia bastante más internacional. El resultado es que sus contenidos alcanzan hoy a públicos que antes les eran ajenos, mientras *El País* incorpora un análisis económico de calidad sin tener que duplicar redacciones ni recursos. Las dos cabeceras ganaron con el cambio, aunque no faltó quien lamentara en su momento la pérdida de una redacción propia y separada.

Rigor frente a la sobreinformación

Las redes sociales han inundado de ruido la información económica: predicciones sin fundamento, consejos de inversión de dudosa procedencia, titulares alarmistas que buscan clics antes que precisión. Frente a eso, *Cinco Días* defiende algo que parece de otra época, como es la credibilidad como valor diferencial. No compite por viralidad, sino por rigor. Su principal desafío hoy no es tanto encontrar temas como filtrarlos bien, mantener los controles internos frente a fuentes interesadas o informaciones precipitadas, y aplicar las reglas periodísticas de siempre a un ecosistema digital que cambia de un año para otro, con la inteligencia artificial como el último factor a incorporar a la ecuación. ●

Papel salmón, formato tabloide y un guiño al *Wall Street Journal*

● **Cinco Días** salió por primera vez a la calle el 3 de marzo de 1978, fundado por seis periodistas económicos bajo la dirección de **Francisco Mora**, y con un nombre que hacía referencia a los días de la semana en que se publicaba entonces, de martes a sábado. Como buena parte de la prensa económica de la época, adoptó el clásico papel salmón, una seña de identidad que compartió durante años con otras cabeceras del género, como *Expansión* o la desaparecida *Gaceta de los Negocios*.

● **Menos conocido** es que el periódico incluye desde hace tiempo una sección con artículos traducidos de *The Wall Street Journal*, dentro de un acuerdo que comparten decenas de diarios económicos en todo el mundo. A eso se suman distintos suplementos temáticos publicados a lo largo de su historia, pensados para profundizar en sectores o coyunturas concretas más allá de la actualidad diaria. ✱

Ricardo de Querol lleva casi cuatro décadas en esto del periodismo. Empezó en el diario *Ya* en 1988, pasó por *Diario 16* y llegó a dirigir *Tribuna de Salamanca* antes de entrar en *Cinco Días* en 2002, donde fue subdirector. En *El País* ha sido redactor jefe de Sociedad y de *Babelia* y responsable de la mesa digital. En 2025 volvió a *Cinco Días*, esta vez como director, y asumió la subdirección del área económica de *El País*.

Cinco Días acaba de superar casi medio siglo de historia.

¿Qué cree que sigue haciendo relevante a una cabecera económica especializada?

La prensa de calidad dirigida al mundo empresarial, a los inversores y a los profesionales es hoy más necesaria que nunca, para la democracia y para una economía de mercado limpia y transparente. Nuestra relevancia está en la credibilidad: abunda la información de baja calidad, pero el lector inteligente sabe reconocer la que es fiable, rigurosa y útil. Eso es lo que nos distingue.

¿Cuáles son hoy los principales retos para dirigir un medio económico en un entorno de sobreinformación y redes sociales?

La abundancia de mentiras y versiones sesgadas que proliferan en redes es un mal social instalado entre nosotros, pero en cierto sentido juega a nuestro favor: nos hace más imprescin-



Ricardo de QUEROL

DIRECTOR DE CINCO DÍAS Y SUBDIRECTOR DEL
ÁREA ECONÓMICA DE EL PAÍS

“
La credibilidad es lo que nos distingue frente a la sobreinformación
”

dibles. Frente a un modelo basado en la viralidad, que se queda obsoleto con cada cambio de algoritmo, apostamos por el rigor. El reto es mantenerlo en un flujo frenético de noticias y extremar los controles internos frente a fuentes interesadas.

¿Qué preocupaciones económicas percibe hoy entre los inversores españoles?

Vienen sobre todo de la geopolítica: el caos desatado por Trump y otros líderes populistas puede tener consecuencias económicas que aún no se han manifestado del todo. Aun así, la economía española ha resistido bien gracias a la fortaleza de sus empresas. Me preocupa la crisis del automóvil europeo, ligada a China, y el riesgo de que Europa se quede atrás en competitividad e innovación.

¿Qué grandes tendencias cree que marcarán la agenda económica en los próximos años?

Principalmente dos: la inteligencia artificial y la defensa. Europa depende demasiado de EE. UU. y China en IA, y debe avanzar con decisión en la unión bancaria y de capitales. En defensa, el rearme europeo debe acelerar porque el mundo es más peligroso y la confianza en la protección estadounidense ya no se sostiene. Añado la incertidumbre por la alta valoración de las tecnológicas, el crédito privado y el tamaño de los cryptoactivos.

En un contexto de incertidumbre, ¿qué valor aporta el asesoramiento financiero profesional frente a la información que circula por internet?

Como en el periodismo, pesará cada vez más el factor humano frente a decisiones robotizadas. Importará la credibilidad del buen experto, que seguirá teniendo reconocimiento por mucho que avance la tecnología. Los asesores usarán la IA como herramienta, pero no serán sustituidos por ella, aunque proliferará también un asesoramiento de bajo coste más automatizado.

¿Considera que el inversor español es hoy más exigente y está mejor informado que hace diez años?

Tiene mucho más entre lo que elegir, pero eso no implica estar mejor informado: puede sentirse abrumado por la cantidad de información, no toda buena. Sigue siendo bastante conservador frente a otras zonas del mundo, lo que ha limitado la financiación de las empresas europeas, aunque también lo protege frente a un eventual derrumbe de los cryptoactivos o del crédito privado.

¿Qué errores ve con más frecuencia en la forma en que particulares y familias toman decisiones sobre su patrimonio?

Ha proliferado la charlatanería de quienes prometen enseñar a los jóvenes a hacerse ricos a corto plazo, y las nuevas generaciones están más dispuestas a asumir riesgos excesivos. En otras franjas de edad, el error puede ser el exceso de conservadurismo. Esto da valor a los asesores profesionales, que ofrecen un plan de inversión adecuado al perfil de cada persona.

La inteligencia artificial está transformando muchos sectores.

¿Cómo cambiará el periodismo económico?

Ya está cambiando muchas cosas y acabamos de empezar. Puede ser una agitación similar a la del nacimiento del iPhone y las redes sociales entre 2007 y 2010, coincidiendo con la Gran Recesión. Pero la prensa de hoy es mucho más sofisticada tecnológicamente y tiene un modelo de suscripción más estable. Usaremos la IA como herramienta, pero la credibilidad de una cabecera descansa en sus profesionales: la firma cobra más valor.

Desde su experiencia, ¿qué cualidades diferencian hoy a un buen asesor financiero?

La principal: poner por encima de todo el interés del cliente, adecuarse a su perfil y a su disposición al riesgo, y ofrecer un análisis solvente de cada mercado. No seguir la corriente dominante, que es la receta para llegar siempre tarde.

Medio siglo, varios directores y dos números redondos

 **La dirección de Cinco Días** ha cambiado de manos varias veces desde su fundación: **Francisco Mora** (hasta 1986); **Fernando González Urbaneja** (1986 a 1989), **Ernesto Ekaizer** (hasta 1992), **Jesús Mota** (de 1992 a 1994), **Jorge Rivera** (quien lideró el diario hasta 1999 y, en una segunda etapa, de 2005 a 2016), **Félix Monteiro** (hasta el año 2003) y **Javier Moreno** (de 2003 a 2005). Ya en su etapa más reciente, tras la integración con **El País**, el cargo ha recaído en **Miguel Jiménez** (2018 a 2020), **José Antonio Vega** (hasta 2022) y **Amanda Mars**

(desde 2022 a 2025).

Ricardo de Querol volvió a la dirección del periódico en 2025, puesto que ostenta hoy en día, tras una primera etapa entre los años 2016 y 2018.

El periódico también ha marcado sus propios números redondos. En marzo de 2003 publicó un suplemento extraordinario de 252 páginas por su 25 aniversario, y en febrero de 2013 celebró la publicación de su ejemplar número 10.000 con otra edición especial de 64 páginas, un hito que pocos diarios económicos españoles pueden igualar. *

Si tuviera que señalar un riesgo y una oportunidad para los mercados en los próximos años, ¿cuáles elegiría?

Los riesgos son la alta valoración de las tecnológicas, el crédito privado y los cryptoactivos; una corrección podría ser saludable si no desemboca en un crack. La situación geopolítica, con el Golfo o Taiwán, puede dar más sustos. Como oportunidad, si Europa despierta y hace lo que tiene que hacer, su renta fija y sus mercados bursátiles tienen recorrido al alza, con gran demanda de eurobonos.

Después de tantos años cubriendo la actualidad económica, ¿qué le sigue sorprendiendo del comportamiento de los mercados?

El mercado ya no reacciona ante los 'cisnes negros' como esperaríamos: el conflicto en Oriente Próximo fue devastador en los setenta, pero esta vez no lo ha sido. España lleva cuatro años sin Presupuestos y su economía sigue entre las que más crecen del mundo desarrollado. La inestabilidad geopolítica ya se ha asumido como parte del paisaje, aunque no sé si hay cierta inconsciencia en ello. ●

Lucía Abellán

Redactora jefa de Economía de *El País* y subdirectora de *Cinco Días*

“
La vivienda condiciona casi todo lo que ocurre hoy en la economía
”



Lucía Abellán dirige hoy el área de Economía de *El País* y es subdirectora de *Cinco Días*, pero llegó ahí después de una etapa lejos de los mercados: fue corresponsal en Bruselas entre 2012 y 2018 y redactora de Exteriores y Defensa. Ese recorrido explica, en buena parte, por qué mira la economía siempre con un ojo puesto en la geopolítica.

Desde su experiencia cubriendo la actualidad económica, ¿qué tendencias cree que tendrán mayor impacto en las decisiones de inversión y ahorro de las familias en los próximos años?

Como responsable del área macroeconómica, veo la vivienda como el elemento que condiciona casi todo lo que ocurre hoy en la economía, tanto en España como en otros lugares del mundo occidental. El papel tan

Daniel Toledo

Subdirector de *Cinco Días*

“
Lo que esperábamos que pasara en diez años está pasando en dos
”



Daniel Toledo llegó a *Cinco Días* en 2022, donde hoy es subdirector y redactor jefe de Empresas de *El País*, después de dirigir el diario económico *La Información* y de pasar por *El Confidencial* al frente de Economía y Empresas. Empezó su carrera, hace ya años, en *La Gaceta de los Negocios* y en la agencia Europa Press.

¿Qué cambios están impulsando hoy las empresas españolas que cree que tendrán un mayor impacto en la economía en los próximos años?

No puedo ser muy original: todos los procesos vinculados a la inteligencia artificial, un cambio que va a ser más que disruptivo. Las empresas, especialmente las grandes cotizadas, ya trabajan sobre planes de eficiencia,

Cecilia Castelló

Redactora jefa de la mesa digital en *Cinco Días*

“
No podemos competir con el clásico “qué hacer para ser millonario a los 30”
”



Cecilia Castelló lleva más de 16 años en *Cinco Días*. Economista y periodista de formación, empezó en la sección de Bolsa, pasó a codirigir Empresas y hoy está al frente de la mesa digital, desde donde coordina y desarrolla la edición online del periódico.

¿Cómo compite hoy un medio económico especializado con las redes sociales y los creadores de contenido financiero?

En un momento marcado por la desinformación y los bulos, los medios económicos tenemos en las redes sociales una vía importante de difusión de contenido veraz y contrastado.

La economía, la vivienda, los salarios, la energía o

determinante que juega en las decisiones de inversión de empresas y familias la convierte en prioritaria. Respecto al ahorro familiar, es indudable que la mayor parte se destina al ladrillo, ya sea como residencia habitual, como segunda residencia o como inversión, aunque de manera creciente la Bolsa capta también más ahorro familiar. En el futuro próximo, creo que la regulación del mercado de las criptomonedas será clave para ver si se consolida como receptor de inversiones o pierde fuerza.

Los asesores financieros necesitan separar el ruido de la información realmente relevante. ¿Qué indicadores o temas considera imprescindibles para anticipar los cambios en el entorno económico?

Más allá de los indicadores y los cambios legales que

pueda haber en el ámbito de la vivienda, considero que los precios de la energía, y en buena medida el mix energético, sirven como pista para anticipar cambios en el entorno económico. La guerra en Ucrania, y en menor medida el cierre del estrecho de Ormuz, han alertado al mundo de lo importante que resulta controlar el suministro de energía para la autonomía estratégica. También quisiera destacar el desafío que supone, aunque aún no sabemos calibrar bien en qué sentido, la irrupción de la inteligencia artificial. Su impacto será enorme en el mercado de trabajo, pero también en el poder que atesoran los gigantes tecnológicos y los poderes públicos. El aprovechamiento de los datos es, en definitiva, el gran negocio de este tiempo y determina todo lo demás. ●

con impactos notables en las plantillas. En el mejor escenario, implicará cambios de roles en los perfiles; lo normal es que también provoque ajustes. Lo que más me inquieta es que hablamos de profesionales con alto grado de formación: puede que hayamos alentado la incorporación a determinados grados académicos cuya adaptación al mercado laboral sea de pronto difusa. Todo ha pasado muy rápido: lo que esperábamos que sucediera en diez años está pasando en dos. Hay que abrazar las bondades que trae, sobre todo en términos de productividad, pero vigilar la repercusión social.

¿Qué señales debería observar un asesor financiero para identificar compañías con capacidad de crecer y adaptarse en un entorno cada vez más cambiante?

El análisis de las ratios financieras no pasa de moda, del flujo de caja al nivel de endeudamiento. Las compañías deben estar bien gestionadas: pasa a menudo, en un marco poblado de pymes y sociedades familiares, que los dueños de las firmas no tienen esas habilidades financieras, y en un determinado punto hay que evaluar los niveles de profesionalización de la gestión. Sin embargo, más allá de los básicos, la capacidad de innovar y responder rápido a los cambios es fundamental. También me parece esencial la capacidad de comprometer a las plantillas en los proyectos, hacerlas sentir parte de ellos, tanto desde el punto de vista emocional como retributivo. En suma, abrazar formas de liderazgo menos cortoplacistas y más inclusivas y horizontales, que hagan avanzar las iniciativas en el tiempo. ●

las pensiones se han convertido en temas recurrentes de conversación entre usuarios de redes, muchos de ellos trabajadores, inversores y consumidores. Tenemos el compromiso de crear contenido de calidad para que el lector, especializado o no, encuentre informaciones sólidas y bien explicadas. No podemos competir con lo más viral, el clásico 'qué hacer para ser millonario a los 30', pero sí aportar reportajes sobre la importancia del ahorro a largo plazo o la necesidad de crear carteras según el perfil de cada cliente.

Aun así, falta camino por recorrer para llegar a audiencias más jóvenes, y ahí investigar nuevos formatos, como guías o vídeos explicativos, nos permitiría acercarnos sin sacrificar la precisión.

¿Qué errores detecta con más frecuencia en la información económica que circula en internet y que pueden confundir a los inversores?

El formato breve de las redes sociales y la búsqueda de interacción a cualquier precio hacen que muchas veces se simplifique un fenómeno económico complejo en afirmaciones sin fundamento, con difusión de datos falsos o engañosos. También son arriesgados los numerosos consejos de inversión que prometen ganancias en Bolsa o criptomonedas, a veces con imágenes de personas famosas; la CNMV ha advertido en varias ocasiones de este fenómeno. El papel de los medios de comunicación contra los bulos sigue siendo clave: el periodismo financiero riguroso, basado en datos y en análisis solventes, es básico. ●

EL ASESOR Y LA PROTECCIÓN DEL PATRIMONIO

Seguros: la cultura de la prevención se abre paso



Los españoles están cada vez más familiarizados con el seguro, pero la protección no es igual en todos los ámbitos ni frente a todos los riesgos. Automóvil, hogar, salud y viajes concentran buena parte de las pólizas, mientras que empresas y particulares afrontan nuevas amenazas que obligan a revisar coberturas. La comparación con Europa y el aumento de los riesgos apuntan a una misma conclusión: la cultura de la prevención todavía tiene recorrido.

Por **CARLOS PONZ.**

La relación de los españoles con los seguros no financieros forma parte cada vez más de la vida cotidiana. Automóvil, hogar, salud, viajes y protección de empresas concentran buena parte de las pólizas, aunque el nivel de cobertura no es homogéneo y todavía existen riesgos que no se identifican o no se aseguran suficientemente. En 2025 y según los datos de UNESPA, la asociación empresarial del seguro, los seguros de No Vida ingresaron 49.800 millones de euros en España, un 7,4% más que el año anterior, con aportaciones positivas de todos los grandes ramos. Automóviles, Salud y Multirriesgo continuaron siendo los principales motores de esta evolución.

Una relación cada vez más cotidiana

El seguro cumple una función sencilla pero decisiva: permite trasladar a una compañía parte de las consecuencias económicas de un accidente, una enfermedad, un incendio, un robo, una avería o cual-



VEIT STUTZ
ALLIANZ SEGUROS

“No queremos limitar nuestra actuación al momento del siniestro, sino anticiparnos al riesgo y contribuir activamente a prevenirlo para ofrecer una protección más útil”.



ÁNGELA DE MIGUEL
CEPYME

“Existen numerosos casos de infraseguro en pequeñas empresas que no actualizan sus pólizas conforme crecen; las pymes deben mapear sus riesgos y elaborar planes de contingencia”.



LUIS CUERVO
ONLYGAL

“Hay una necesidad clara de mejorar el conocimiento sobre la Protección Jurídica en España y hacer estos productos más sencillos y accesibles para los clientes”.

quier otro riesgo cubierto. Para una familia puede significar proteger la vivienda, el automóvil o el acceso a determinados servicios sanitarios; para una empresa, evitar que un siniestro comprometa su continuidad.

Pero contratar una póliza no debería ser el final del proceso.

La cultura de la prevención exige identificar primero los riesgos, valorar su posible impacto y comprobar después que las coberturas y los capitales asegurados siguen siendo adecuados. En un entorno en el que aumentan determinados riesgos climáticos y aparecen otros vinculados a la tecnología, la revisión de las pólizas adquiere una importancia creciente.

La evolución del seguro apunta precisamente hacia esa anticipación. Veit Stutz, consejero delegado (CEO) de Allianz Seguros, explica que “la compañía ya no quiere limitar su actuación al momento del siniestro, sino anticiparse y contribuir activamente a prevenirlo”.

España frente a Europa

La comparación con otros países europeos muestra que España cuenta con un →→→

→ LA CULTURA ASEGURADORA no se limita a contratar una póliza, sino que implica identificar los riesgos y comprobar que las coberturas se ajustan a las necesidades.

De la indemnización a la mitigación activa del riesgo

● **El modelo tradicional** del seguro, basado casi exclusivamente en reparar el daño e indemnizar económicamente una vez ocurrido el siniestro, está dando paso a un paradigma profundamente diferente. La irrupción de tecnologías como la inteligencia artificial, el internet de las cosas (IoT), la sensorización remota de activos y los modelos meteorológicos predictivos permite hoy monitorizar amenazas en tiempo real para evitar que el daño llegue a materializarse o, al

menos, para minimizar drásticamente su impacto.

● **Esta transformación** altera de forma sustancial la propuesta de valor del sector asegurador. Ya no se trata de vender una póliza que el usuario guarda en un cajón a la espera de sufrir una eventualidad desafortunada, sino de ofrecer un servicio continuo de acompañamiento y protección activa. A través de alertas tempranas, recomendaciones personalizadas y

sistemas de diagnóstico automatizados, la aseguradora se anticipa al peligro y ayuda al cliente a tomar decisiones preventivas en su día a día.

● **Para el usuario**, ya sea un particular que busca proteger su vivienda o un empresario que gestiona una nave industrial, esta evolución cambia por completo la percepción de la póliza. El seguro deja de verse como un coste obligatorio o un mero trámite administrativo para consolidarse como un aliado operativo diario

que aporta seguridad tangible, evita interrupciones en la actividad económica y protege el valor real de los bienes asegurados.

● **Esta vertiente** preventiva supone además un beneficio mutuo para todo el ecosistema. Al reducir la frecuencia y la intensidad de la siniestralidad, las aseguradoras consiguen gestionar de forma más eficiente sus recursos, mientras que la sociedad y las empresas ganan en resiliencia frente a riesgos cada vez más complejos y cambiantes. ✱

→→→ mercado de No Vida desarrollado, pero todavía tiene margen para avanzar en protección. El índice de penetración de los seguros de No Vida en España alcanzó en 2025 el 2,95% del PIB, mientras que la densidad del seguro de No Vida se elevó hasta los 1.012,6 euros por habitante. Por ramos, la penetración sobre el PIB se situó en el 0,78% en Salud, el 0,84% en Automóviles y el 0,64% en Multi-riesgo.

Más que interpretar estas cifras como una falta generalizada de cultura aseguradora, conviene observar dónde se concentra la protección y dónde existen mayores carencias. Los españoles aseguran masivamente determinados bienes y servicios, mientras que otras coberturas dependen mucho más de la percepción individual del riesgo. La cuestión no es, por tanto, si los españoles utilizan el seguro, sino si lo utilizan siempre de forma suficiente y adecuada.

El problema aparece especialmente cuando las circunstancias del asegurado cambian y las pólizas no se actualizan. En las pequeñas empresas, Cepyme ha alertado precisamente de numerosos casos de infraseguro por no revisar las pólizas conforme crecen los negocios. **Ángela de Miguel**, presidenta de Cepyme, ha pedido en diversas ocasiones que “las pymes mapeen sus riesgos, elaboren planes de contingencia y revisen sus coberturas aseguradoras”.

También existen ámbitos concretos en los que la cultura aseguradora tiene todavía recorrido. **Luis Cuervo**, director general de onLygal, subraya la necesidad de mejorar el conocimiento de los seguros de Protección Jurídica y de hacer este tipo de productos más sencillos y accesibles para los ciudadanos. La protección jurídica es un buen ejemplo de cobertura cuyo valor suele descubrirse cuando el problema ya se ha producido.

Más riesgo, más prevención

La necesidad de revisar esta actitud aumenta a medida que cambian los riesgos. Los fenómenos meteorológicos extremos, los incendios, los daños derivados de episodios de calor, las nuevas formas de movilidad o los riesgos tecnológicos pueden modificar rápidamente las necesidades de protección de una familia o una empresa.

El caso de los incendios resulta especialmente ilustrativo. Allianz ha puesto en marcha un sistema que combina inteligencia artificial y observación satelital para detectar incendios con mayor antelación. La tecnología permite reducir los tiempos de detección, identificar más focos y, sobre todo, informar preventivamente cuando existen bienes asegurados próximos a zonas con riesgo de propagación. Como recuerda Veit Stutz, los incendios forestales son uno de los principales riesgos climáticos.

El aumento de determinados riesgos también tiene una traducción directa en los siniestros. Durante los episodios de altas temperaturas

registrados en España, los servicios de control de plagas aumentaron un 129%, los siniestros relacionados con inducción o caída de rayo crecieron un 60% y las averías de frigoríficos o los daños en bienes refrigerados aumentaron un 35%, según los datos de Allianz recogidos en análisis sectoriales. Estos fenómenos muestran que el riesgo no es estático y que las coberturas tampoco deberían serlo.

En el ámbito empresarial, la prevención adquiere todavía más importancia. Ángela de Miguel ha alertado de “la existencia de numerosos casos de infraseguro en pequeñas empresas que no actualizan sus pólizas conforme crecen, lo que puede generar importantes problemas ante un siniestro”. Su advertencia resume uno de los principales retos de la cultura aseguradora: no basta con tener una póliza; hay que comprobar que continúa respondiendo al riesgo real. ●

➔ **AUTOMÓVIL, HOGAR Y SALUD concentran gran parte de la protección de los españoles, pero existe margen para reforzar la cobertura de otros riesgos y la prevención.**

Principales ámbitos asegurados en España (No Vida)



Automóviles

34,4

millones de vehículos



Viviendas

21,9

millones de inmuebles (80,8% del total)



Salud

12,8

millones de asegurados



Empresas

4,0

millones de pólizas activas



Multirriesgo

10.700

millones € en primas



Viajes

17,0

millones de personas aseguradas

Fuentes: UNESPA (Memoria Social del Seguro 2025), MAPFRE Economics y Seguros-News. Cifras correspondientes al ramo de No Vida (se excluyen ahorro y vida).

MIDE MÁS LA INCERTIDUMBRE QUE EL MIEDO DE LOS GESTORES

El VIX, un índice a tener en cuenta por los asesores

En tiempos de incertidumbre, volatilidad y posible cambio de tendencia en los mercados, es importante observar determinados índices que, sin ser decisivos para adoptar decisiones, pueden ofrecernos señales que conviene tener en cuenta. Uno de esos índices es el VIX, también llamado índice del miedo.

Por **C. MARTÍNEZ.**



Hay épocas en las que nadie parece acordarse del índice VIX (Cboe Volatility Index). Sin embargo, en otros momentos es frecuente que analistas y gestores mencionen este indicador, también conocido como índice del miedo. Realmente, el VIX mide la volatilidad esperada del mercado estadounidense para los próximos 30 días. Este índice no mide el miedo, sino el precio que los inversores están dispuestos a pagar para protegerse frente a posibles movimientos futuros del mercado.

Si los gestores consideran que existe un escenario de riesgo en los mercados, estarán dispuestos a pagar más por esa protección. Un VIX de 30 significaría que se está valorando una desviación anualizada del 30% para el S&P 500. Ello no significa necesariamente que se espere una caída del 30%.



→ **EL ÍNDICE SE OBTIENE a partir de las opciones del S&P 500, no de las cotizaciones de sus acciones, por lo que su cálculo no se realiza sobre el mercado al contado.**

→ **NO MIDE EL MIEDO, sino el precio que los inversores están dispuestos a pagar para protegerse frente a posibles movimientos futuros del mercado.**

Lo ideal es contemplar al mismo tiempo la evolución del S&P 500 y del VIX. Es tranquilizador observar una subida del S&P 500 acompañada de una bajada del VIX. Sin embargo, una subida simultánea de ambos índices debe alertarnos, aunque no preocuparnos en exceso, sobre un aumento de la incertidumbre. Normalmente, cuando se produce un periodo de crisis bursátil, el S&P 500 baja y el VIX sube, al señalar que los inversores anticipan mayores movimientos y una mayor incertidumbre.

El indicador se obtiene a partir de las opciones del S&P 500, no de las cotizaciones de las acciones que forman parte de este índice, lo que supone que el cálculo se realiza sobre el mercado de opciones y no sobre el mercado spot o mercado al contado.

¿Por qué sobre el mercado de opciones?

Thomas Planell, gestor de Lazard Frères Gestion, tiene la respuesta: “El riesgo es la incertidumbre en torno al resultado futuro de una decisión o de una inversión. ¿Voy a perder 100, 200 o 300 en esta inversión o voy a ganar 100, 200 o 300? Esa dispersión de resultados es lo que llamamos volatilidad. Puede medirse a posteriori, con datos históricos, que constituyen las estadísticas de riesgo pasadas. También puede estimarse la volatilidad que el mercado anticipa para el futuro, ya sea a un día, a un mes o a un año. Para ello hay que mirar al mercado de opciones”.

Y, para una mejor comprensión no solo del VIX, sino también del funcionamiento de los mercados de opciones y futuros, concluye: “Cuando se compra una opción sobre el S&P 500, el importe que se paga al vendedor incluye el coste de la volatilidad futura, la llamada volatilidad implícita. Funciona como una prima de seguro. Cuanto mayor es la incertidumbre, más sube el precio del seguro”.

Se trata de un índice creado en 1993 por Cboe (Chicago Board Options Exchange) que refleja la volatilidad esperada del S&P 500 para los próximos 30 días. Diez años después de su creación, y en colaboración con Goldman Sachs, se llevó a cabo un cambio importante en la metodología y pasó a basarse en las opciones del S&P 500. Está calculado y administrado por Cboe Global Indices LLC.

→→→

Mikel Ochagavia

ACACIA INVERSIÓN



"Hemos visto fuertes movimientos en las curvas de tipos y en el petróleo sin que el VIX haya alcanzado niveles especialmente elevados".

Aníbal San Miguel

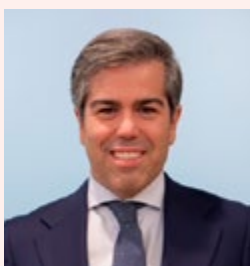
TESYS VALUE



"Formarse una opinión sobre si el mercado está valorando correctamente el riesgo sistemático es muy complicado. Es mucho más sencillo, aunque no necesariamente fácil, analizar empresa por empresa y evaluar si el precio al que cotizan es razonable".

Carlos González

COBAS ASSET MANAGEMENT



"El VIX puede reflejar cierto grado de complacencia. Pero tampoco debemos olvidar que los mercados pueden convivir durante bastante tiempo con riesgos conocidos".

Thomas Planell

LAZARD FRÈRES GESTION



"Si el motor económico estadounidense, hoy muy condicionado por el ciclo de la IA, empezara a griparse, la incertidumbre y, con ella, el VIX abandonarían el régimen de calma para entrar en uno normal o incluso elevado".

→→→ Lectura actual del índice

¿Qué nos está diciendo actualmente el VIX sobre las expectativas de los inversores y el nivel de incertidumbre del mercado? **Mikel Ochagavia**, director de inversiones de Acacia Inversión, señala que "la lectura superficial sería pensar que nos encontramos ante un mercado complaciente. Sin embargo, creemos que sería un error concluir que los inversores no perciben riesgos. Existen focos importantes de incertidumbre: unos tipos de interés todavía elevados, tensiones geopolíticas y energéticas, dudas sobre la inflación y unas valoraciones exigentes en determinadas áreas del mercado. De hecho, recientemente hemos visto fuertes movimientos en las curvas de tipos y en el petróleo sin que el VIX haya alcanzado niveles especialmente elevados".

Aníbal San Miguel, gestor del fondo Tesys Value, afirma que "durante el último mes, agosto, el VIX se mantuvo por debajo de los 18 puntos, reflejando un nivel contenido de volatilidad implícita y cierta complacencia. Por nuestra parte, tenemos claro que formarse una opinión sobre si el mercado está valorando correctamente el riesgo sistemático es muy complicado. Para nosotros, es mucho más sencillo, aunque no necesariamente fácil, analizar empresa por empresa y evaluar si el precio al que cotizan es razonable de acuerdo con la calidad del negocio, actuando con convicción cuando existen discrepancias".

Los conceptos de complacencia, volatilidad y riesgo forman parte del análisis de este índice. **Carlos González**, director de Relaciones con Inversores de Cobas AM, opina que, ante unos niveles bajos del VIX, "puede existir cierto grado de complacencia. Pero tampoco debemos olvidar que los mercados pueden convivir durante bastante tiempo con riesgos conocidos. Lo verdaderamente importante no es que existan incertidumbres, sino que se produzcan acontecimientos que obliguen a los inversores a revisar de forma significativa sus expectativas".

Riesgos para vigilar

La historia (*véase el apogo*) nos muestra que el VIX puede registrar cambios muy significativos en periodos muy cortos. A la hora de vigilar aquellos

factores que pueden afectar al índice, Mikel Ochagavía señala cuatro áreas: “La primera es la inflación y los tipos de interés, porque un nuevo aumento de las expectativas de inflación puede afectar rápidamente a las valoraciones de los activos de riesgo. La segunda es la geopolítica, especialmente cuando tiene implicaciones sobre la energía, el comercio internacional o las cadenas de suministro. La tercera es el crecimiento económico y el crédito. Finalmente, están las valoraciones y la concentración. Cuando existe una elevada concentración de los índices en determinados sectores, como hemos podido ver en el caso de los semiconductores, una revisión de expectativas puede transmitirse con mucha rapidez al conjunto del mercado”.

Aníbal San Miguel opina que “como demuestra la historia, cualquier factor macroeconómico puede provocar repuntes en el índice: la crisis de deuda de EE. UU. en 2011, los tipos de interés en 2022, la política comercial en 2025 o la guerra de Irán en marzo de este mismo año. Pese a todo ello, el mismo índice bursátil sobre el que existen dudas a corto plazo ha obtenido una rentabilidad anualizada de doble dígito en los últimos veinte años. Nosotros tratamos de aislarnos del ruido del mercado siguiendo un proceso muy meditado: invertir en aquellas oportunidades con mayor potencial de revalorización”.

A Carlos González le preocupa especialmente “una inflación más persistente de lo esperado que obligase a mantener los tipos elevados durante más tiempo; un deterioro significativo del crecimiento o de los beneficios empresariales; o una escalada geopolítica con consecuencias sobre la energía y las cadenas de suministro. Las valoraciones también son relevantes. Cuando las expectativas sobre determinados activos son muy elevadas, cualquier decepción puede generar movimientos importantes”.

Thomas Planell afirma que no hay que perder de vista lo que ocurra en Estados Unidos: “Si el motor económico estadounidense, hoy muy condicionado por el ciclo de la IA, empezara a griparse, la incertidumbre y, con ella, el VIX abandonarían el régimen de calma para entrar en uno normal o incluso elevado. Podría ocurrir por tres vías: que se pusiera en duda la rentabilidad de las inversiones

Utilidad y cautela

- **Lo más útil para un asesor financiero es tener presente que el VIX no describe lo que ya ha ocurrido, sino lo que puede ocurrir. Por ello, proporciona una información valiosa, siempre que no se considere un indicador infalible. En algunas ocasiones ha anticipado periodos de incertidumbre y acontecimientos de gran relevancia; en otras, simplemente ha emitido falsas señales de alarma.**

- **El 20 de noviembre de 2008, en plena crisis financiera, alcanzó un cierre de 80,74 puntos, uno de los niveles más altos de su historia. Con motivo de la pandemia de COVID-19, el VIX se situaba entre 15 y 20 puntos en febrero de 2020, pero el 16 de marzo de ese mismo año llegó a 82,7 puntos. Posteriormente, comenzó a descender con rapidez, incluso antes de que la recuperación económica resultara evidente.**

- **Mikel Ochagavía señala que “para un gestor, probablemente sea más interesante analizar no solo el nivel absoluto del VIX, sino también su velocidad de cambio, su estructura temporal y lo que está sucediendo simultáneamente en otros mercados, como los tipos de interés, el crédito o las divisas”.**

- **En cualquier caso, y como recuerda Carlos González, “un repunte del VIX es una señal de mayor incertidumbre, pero no necesariamente una señal para vender. De hecho, desde una perspectiva de inversión a largo plazo, los episodios de volatilidad pueden generar oportunidades interesantes cuando las caídas de las cotizaciones no vienen acompañadas de un deterioro equivalente en el valor de los negocios”. ***

- **Aníbal San Miguel recuerda además un aspecto importante: “Según el conocido estudio de J.P. Morgan, para una muestra de veinte años, quien se pierde los diez mejores días de bolsa transforma una rentabilidad anualizada del 10,6% en otra del 6,4%, y siete de esos diez mejores días coinciden temporalmente con los diez peores. En conclusión, para quien invierte a largo plazo, tratar de predecir el próximo movimiento de la bolsa tiene un coste realmente elevado”. ***

en el sector; que el consumo retrocediera ante un repunte del desempleo ligado a la propia adopción de la IA; o que la crisis energética resultara menos pasajera de lo previsto”. ●



MEMORIA DE LAS RECLAMACIONES ANTE LA CNMV

Test de idoneidad y responsabilidad del asesor en las quejas del cliente

Las entidades financieras se muestran más dispuestas que en el pasado a considerar las reclamaciones que sus clientes presentan ante la CNMV, pese a que muchas de ellas no son admitidas por muy diferentes motivos. Las quejas han aumentado, pero siguen centrándose en las mismas irregularidades de los últimos años. Por **CARLOS AZUAGA**.

Conocer las quejas de los clientes ante el Servicio de Reclamaciones de la CNMV constituye una información valiosa para los profesionales del asesoramiento financiero. La búsqueda de la excelencia en el servicio y el objetivo de fidelizar a la clientela pasan, sin duda, por evitar sus quejas, especialmente cuando estas se dirigen a la CNMV tras

haber pasado, como es preceptivo, por el Servicio de Atención al Cliente (SAC) de la entidad correspondiente.

Las entidades financieras están valorando de forma creciente las quejas de sus clientes, como ocurría durante un largo periodo desde la creación de estos servicios, aunque esa tendencia fue decayendo en los momentos más críticos posteriores a 2008. Fruto de esta mayor sensibilidad



es el hecho de que, de los 327 expedientes en los que la CNMV dio la razón al reclamante en 2025, solo en 27 no fue atendida su pretensión por la entidad. Se trata de una cifra muy baja si se tiene en cuenta que el Servicio de Reclamaciones recibió 1.398 escritos. En 568 casos, la Comisión consideró que la reclamación no era razonable.

Es importante considerar que el 34,1% (575 expedientes) de las reclamaciones se resolvió antes de que la CNMV se pronunciara, gracias a un acuerdo entre las partes. Esto indica que la presentación de una queja tiene una importante efectividad para los clientes, aunque la CNMV no llegue a emitir un pronunciamiento. El acuerdo resulta también positivo para las entidades, ya que, en muchos casos, evita que el conflicto desemboque en un proceso judicial como última vía de resolución.

Las causas que motivan el mayor número de reclamaciones apenas han variado respecto de los últimos años. Los clientes se quejan, en ocasiones, de la deficiente información que reciben de sus entidades (24,9%). También reclaman por incidencias en las órdenes de compraventa (20,9%) y por las comisiones cobradas por las entidades (17,7%). Naturalmente, los productos más complejos, como derivados, estructurados o valores de renta fija privada son los que provocan un mayor número de reclamaciones. Sin embargo, tampoco es bajo el porcentaje (42,3%) de las reclamaciones relacionadas con instituciones de inversión colectiva.

→→→

Consulta que algo queda

- La Memoria del Servicio de Reclamaciones de la CNMV correspondiente a 2025 también recoge las consultas recibidas por la institución. En la carta de presentación, la vicepresidenta de la Comisión, **Paloma Marín**, señala que estas consultas “constituyen un instrumento fundamental en la prevención del fraude, al ofrecer información a los inversores antes de la contratación de un producto o servicio con una entidad, o para resolver dudas sobre la capacidad de una entidad para prestar determinados servicios”.
- En 2025, las consultas atendidas (12.538), fundamentalmente a través del teléfono, aumentaron un 21% respecto al año anterior. Las consultas recibidas ponen de manifiesto la creciente relevancia del fraude a través de chiringuitos financieros y de otras técnicas utilizadas cada vez con mayor frecuencia para captar a potenciales víctimas.
- Destacan las consultas sobre grupos de WhatsApp en los que se suplanta la identidad de expertos financieros o de entidades autorizadas con el fin de captar el interés de los inversores. También se solicita información sobre plataformas fraudulentas para operar con criptoactivos. Asimismo, fueron frecuentes las consultas relacionadas con los fraudes de recuperación de pérdidas (*recovery rooms*). ❀



¿Llegará a haber un solo servicio?



Hace dos años se daba por hecho la desaparición del

Servicio de Reclamaciones de la CNMV, y, por tanto, también de su Memoria Anual, ante la previsión de que se aprobara la Autoridad de Defensa del Cliente Financiero, que centralizaría las funciones que actualmente desempeñan los servicios de reclamaciones del Banco de España, la CNMV y la Dirección General de Seguros. El Gobierno aprobó el proyecto en Consejo de Ministros a finales de noviembre de 2022. Pero, desde entonces, lo ha

dejado guardado en un cajón del Ministerio de Economía.

● La confusión que genera entre los clientes la existencia de varios servicios de reclamaciones se pone de manifiesto en el aumento, durante 2025, de las inadmisiones por parte de la CNMV de quejas relacionadas con servicios bancarios o de seguros. En ocasiones, una misma reclamación afecta a dos instituciones diferentes, lo que justificaría la creación de un único servicio de reclamaciones.

● A finales de julio, **Carlos Cuerpo**, ministro de Economía, Comercio y Empresas, anunció que, "a petición de asociaciones de personas mayores y usuarios financieros", se impulsaría la tramitación de la Autoridad de Defensa del Cliente Financiero. Se desconoce qué cambios está dispuesto a introducir el Gobierno en una ley que pretende resolver los conflictos, quejas y reclamaciones en un plazo de 90 días, de forma gratuita y sin necesidad de recurrir a los tribunales. ✱

→→ Responsabilidad en el asesoramiento

La responsabilidad en el asesoramiento sigue generando problemas y reclamaciones por parte de los clientes.

Un cliente suscribió un contrato de asesoramiento no independiente en materia de inversión y otro de custodia de fondos. Además, cursó dos órdenes de suscripción de fondos monetarios extranjeros. Estas órdenes incluían una declaración por la que el cliente confirmaba que contraía por propia iniciativa, sin haber recibido recomendación, asesoramiento o sugerencia de la entidad. Pese a dicha declaración, el Servicio de Reclamaciones entendió que los fondos pertenecían a la cartera ya asesorada, puesto que el cliente no mantenía otros fondos fuera de ella. Además, era práctica habitual de la entidad asesorar la totalidad del patrimonio que el cliente tenía depositado en la entidad.

Para la CNMV, las advertencias contenidas en la documentación entregada al cliente, en el sentido de que no se presta asesoramiento en materia de inversión, no son suficientes por sí mismas para concluir que dicho servicio no se está prestando. La CNMV señala que lo rele-

vante es determinar si se ha producido una recomendación personalizada. Considera, además, que, si una empresa afirma que un producto se adapta a las necesidades de un cliente concreto, resulta poco probable que la inclusión de una cláusula de exención de responsabilidad altere la naturaleza de esa comunicación. En el caso de operaciones sobre instrumentos complejos, la recomendación es recoger, junto a la firma del cliente, la expresión manuscrita: "No he sido asesorado en esta operación".

A vueltas con el test de idoneidad

La deficiente elaboración del test de idoneidad continúa siendo una fuente de conflicto:

Un reclamante contrató un servicio de gestión de carteras y consideraba que este no era adecuado para su perfil. La evaluación del test de idoneidad determinó que el cliente tenía un perfil arriesgado, lo que parecía excesivo teniendo en cuenta que solo estaba dispuesto a asumir una pérdida del 5% de su capital, con un horizonte temporal de entre uno y tres años. Además, manifestó que, si su cartera sufría una caída del 10% en un mes, reduciría parcialmente su nivel de riesgo.

El Servicio de Reclamaciones señaló que la entidad había actuado incorrectamente al clasificar al cliente con un perfil de riesgo superior al que se desprendía de la evaluación de idoneidad. No obstante, aclaró que finalmente se contrató la cartera con el perfil más bajo, esto es, el conservador.

Problemas con las comisiones

Muchas de las quejas presentadas tienen como motivo el cobro de comisiones, aunque en buena parte de ellas la CNMV da la razón a la entidad. Este no fue el caso:

Un reclamante mostró su disconformidad con las comisiones de custodia aplicadas a unos fondos de gestoras extranjeras. La entidad con la

que había contratado fue adquirida por otra y sus posiciones fueron migradas sin respetar las tarifas que se le venían aplicando. La entidad alegó que había respetado las tarifas anteriores, aunque no para los fondos contratados con posterioridad. También sostuvo que no consideró necesario formalizar un nuevo contrato, puesto que quedaba claramente identificada la nueva entidad proveedora del servicio.

El Servicio de Reclamaciones entendió que, al no constar un nuevo acuerdo entre el cliente y la entidad, ni una comunicación de esta en la que se establecieran las nuevas comisiones de custodia aplicables, debían haberse respetado las condiciones anteriores. En consecuencia, consideró incorrecta la actuación de la entidad al cobrar las nuevas comisiones de custodia. ●

¿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. 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

DEL AHORRO A LA INVERSIÓN PRODUCTIVA

Impulsar las pensiones complementarias y aumentar la inversión

Uno de los objetivos de la Unión de Ahorros e Inversiones (SIU) es el desarrollo de sistemas complementarios al sistema público de pensiones. A través de importantes reformas, pretende canalizar el ahorro hacia fondos de pensiones e inversión productiva, dado su papel como grandes inversores institucionales.

Por **FERNANDO ZUNZUNEGUI***.

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



La Unión de Ahorro e Inversiones (SIU) promueve los planes de pensiones colectivos de empleo (Pilar II), los planes individuales (Pilar III) y las cuentas de ahorro e inversión (CAI) utilizando el mercado financiero para garantizar que el ahorro para la jubilación sea eficiente.

Una de las vías más importantes para canalizar el ahorro hacia los mercados de capitales es el impulso de los planes de pensiones complementarios al sistema público de pensiones. Ese impulso no solo contribuiría a la sostenibilidad del sistema, sino también al desarrollo del mercado, canalizando recursos hacia la inversión productiva. Según el Informe Draghi sobre el futuro de la competitividad europea, el escaso desarrollo de los sistemas de pensiones privados y de empleo es uno de los mayores frenos al crecimiento económico de la Unión Europea. En España, el ahorro acumulado en sistemas de pensiones privados apenas representa el 10,8%

del PIB, frente al 32% de media en la Unión Europea, según datos de la OCDE e Inverco. Los fondos de pensiones de empleo apenas representan el 2,5% del PIB español.

Reforma estructural

En un reciente informe de Bolsas y Mercados Españoles (BME) sobre el nuevo modelo de pensiones en España, se considera necesario acometer “una reforma estructural del sistema de pensiones complementarias, basada en la creación de un Pilar II robusto mediante esquemas de inscripción automática generalizada”. Esta reforma, además de mejorar las pensiones, generaría un flujo de inversión que fortalecería el mercado de capitales. Se trata de crear una infraestructura estratégica de generación de capital a largo plazo que “ampliaría la base inversora institucional necesaria para financiar empresas, infraestructuras, innovación y transición energética”, en el marco de la Unión de Ahorros e Inversiones.

La financiarización del sistema de pensiones conecta el ahorro para la jubilación con los mercados financieros para impulsar la economía y asegurar una rentabilidad real capaz de batir la inflación, dejando atrás la simple garantía de capital nominal. Con el fin de lograr este objetivo, los proveedores deberían justificar que los costes son razonables en relación con la rentabilidad, de ahí que el foco de la regulación se desplace hacia el *Value for Money*, como ha determinado la Estrategia de Inversión Minorista (RIS). Asimismo, la planificación financiera del ciclo de vida aumenta la relevancia del asesor financiero.

El reto consiste en combinar las pensiones públicas con sistemas complementarios para la jubilación, movilizándolo el ahorro hacia la inversión, fundamentalmente en renta variable. Se necesitan incentivos fiscales con procedimientos adecuados y flexibles. En el Reino Unido, desde la introducción de la adhesión automática (*auto-enrolment*) en 2012, la cobertura de los planes de pensiones de empleo ha pasado

Impulso del ahorro individual a largo plazo

► **SIU PROMUEVE LA CREACIÓN DE CUENTAS** de ahorro e inversión (CAI) como una vía alternativa de ahorro para la jubilación. La Comisión recomienda a los Estados miembros facilitar su disponibilidad mediante un tratamiento fiscal simplificado y ventajoso, como instrumento para aumentar la participación de los inversores minoristas en los mercados de capitales. Su interés, desde la perspectiva de la jubilación, radica en que permiten constituir un ahorro a largo plazo con mayor flexibilidad que los planes de pensiones tradicionales. El inversor puede modificar la composición de la cartera y disponer de sus fondos, sin el bloqueo del capital que caracteriza a los productos específicamente previsionales.

EN ESTA LÍNEA podría situarse el proyecto del Gobierno español de creación de la Cuenta de Ahorro e Inversión Financia Europa, un nuevo vehículo para personas físicas que permite canalizar el ahorro hacia acciones y fondos de inversión elegibles, incluidos los fondos cotizados. El atractivo fiscal, si lo hubiera, será determinante.

NO SE TRATA DE UN PRODUCTO DE PREVISIÓN, ni de un producto que permita invertir en fondos de pensiones, sino de una cuenta de inversión sometida a la normativa de los mercados de valores y a las normas de conducta de protección del inversor. El proyecto reforma, además, los Planes de Ahorro a Largo Plazo e introduce el SIALP Financia Europa, con un límite de aportación anual de 10.000 euros y una política de inversión orientada a activos europeos, con una exposición mínima del 30% a renta variable. Esta orientación hacia la inversión productiva europea es común a los nuevos instrumentos: en las CAI, las IIC elegibles deben mantener al menos el 70% de su cartera en activos del Espacio Económico Europeo y un mínimo del 50% en renta variable. ✱

de la mitad de los trabajadores a situarse en torno al 80%. La Recomendación de la Comisión sobre adhesión automática, adoptada como parte del paquete de pensiones de la SIU, aconseja la introducción del auto-enrolment en los regímenes complementarios, con posibilidad de baja voluntaria y de posterior reincorporación, así como reglas de portabilidad e incentivos fiscales para favorecer la participación. También propone la introducción de sistemas de seguimiento de las pensiones que permitan a los afiliados conocer sus derechos acumulados y sus futuros ingresos de jubilación procedentes de las pensiones públicas, de empleo e individuales. →→→

→→→ El Consejo de la Unión Europea fijó el 26 de junio de 2026 su posición negociadora sobre la reforma de los fondos de pensiones de empleo, con el objetivo de hacerlos más eficientes y facilitar su inversión a largo plazo. Entre otras medidas, eleva el límite para invertir en acciones y bonos corporativos negociados en mercados regulados hasta el 100%. Además de ser instrumentos de previsión social, los fondos de pensiones de empleo se conciben como grandes inversores institucionales capaces de aportar capital a largo plazo a la economía europea.

Reforma del PEPP

El Producto Paneuropeo de Pensiones Individuales (PEPP) no ha cumplido con las expectativas. La propia Comisión Europea reconoce que su implantación ha sido residual. Solo se comercializa en cinco Estados miembros, con dos proveedores activos en toda la Unión. La Comisión atribuye su escasa implantación al coste y la complejidad de su diseño, al asesoramiento obligatorio, al límite de comisiones, a las diferencias fiscales entre los Estados miembros y a los retrasos nacionales en la aplicación de su Reglamento. El diagnóstico es debatido. Better Finance destaca las desventajas fiscales frente a los productos nacionales y BEUC cuestiona la necesidad de eliminar el límite de comisiones.

En el marco de la SIU, el Consejo de la Unión Europea ya ha adoptado una posición sobre la reforma del Reglamento del PEPP. Su visión pretende hacer del PEPP una opción “más atractiva, accesible y sencilla para los ahorradores”, eliminando requisitos y características de diseño que han obstaculizado su implantación. La posición del Consejo sitúa el PEPP Básico como una opción sencilla para la jubilación, con una estrategia de inversión de ciclo de vida. Al menos el 95% de los activos del PEPP Básico,

excluido el efectivo, deberá invertirse en instrumentos financieros cotizados y no complejos. Se permite destinar hasta un 5% a otros instrumentos financieros, incluidos los activos alternativos. El nuevo texto no exige que el PEPP Básico garantice la recuperación del capital invertido. La protección se articula mediante la estrategia de ciclo de vida y las técnicas de reducción del riesgo. La asignación de activos debe desplazarse gradualmente hacia inversiones líquidas, de alta calidad y de menor riesgo a medida que se aproxima la jubilación.

Para facilitar la comercialización del PEPP básico, se elimina el límite del 1% de costes y comisiones y deja de ser obligatorio prestar asesoramiento. El Consejo considera que ambas exigencias limitan la viabilidad comercial del PEPP. Luego, el PEPP Básico podrá distribuirse sin asesoramiento. Si se presta asesoramiento, deberá ser solicitado por el cliente y su coste deberá indicarse por separado. Por el contrario, EFPA y FECIF subrayan la importancia de mantener el asesoramiento obligatorio. Los asesores profesionales desempeñan un papel esencial en la movilización del ahorro a largo plazo, y difícilmente el PEPP podrá consolidarse sin el apoyo profesional.

En materia de costes, el Consejo cuestiona el *Value for Money* propuesto por la Comisión y lo sustituye por requisitos de gobernanza y supervisión del producto, en un desmarque respecto de RIS. Bajo este marco, los proveedores deberán cuantificar los costes y las comisiones y evaluar si están justificados, teniendo en cuenta la rentabilidad y los demás beneficios para sus destinatarios. A su vez, los distribuidores deberán realizar una evaluación equivalente de los costes adicionales de distribución. Las autoridades competentes podrán exigir medidas cuando los costes no estén justificados y resulten desproporcionados, o cuando el producto no responda a los objetivos de sus destinatarios. Además, el registro público de EIOPA deberá incluir, para cada PEPP, los costes anuales, la rentabilidad histórica media y los indicadores resumidos de riesgo, lo que facilitará la comparación entre productos. ●

➔ **LOS FONDOS DE PENSIONES DE EMPLEO pueden aportar capital a largo plazo a la economía europea, aunque para ello necesitan una profunda reforma.**



Test número 25 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 cuatro posibilidades que se ofrecen, un mínimo de 12 de las 15 cuestiones del presente test. Para responder es preciso acceder a la intranet de EFPA España (www.efpa.es) con el usuario y contraseña. Una vez completada y superada la prueba se sumarán automáticamente las horas de formación en tu perfil.

1. ¿Qué ha provocado, entre otros factores, que las diferencias patrimoniales entre ahorradores e inversores se hayan ampliado en los últimos 42 meses?

- ☐ A. El aumento de los tipos de interés bancarios.
- ☐ B. La reducción de la inflación.
- ☐ C. La rentabilidad de las bolsas.
- ☐ D. El incremento del ahorro en depósitos a plazo fijo.

2. Según las previsiones de Morgan Stanley, ¿a qué cantidad (en dólares) podría acercarse la inversión conjunta de los grandes *hyperscalers* en 2027?

- ☐ A. 800.000 millones
- ☐ B. 1,1 billones.
- ☐ C. 1,4 billones.
- ☐ D. 2 billones.

3. ¿Cómo están reaccionando los fondos soberanos ante las crisis y la fragmentación geopolítica?

- ☐ A. Incrementando su inversión en deuda pública a corto plazo.
- ☐ B. Apostando más por activos privados y de menor liquidez.
- ☐ C. Reduciendo su exposición a todos los tipos de activos.
- ☐ D. Concentrando sus inversiones exclusivamente en mercados emergentes.

4. ¿Cuál es una característica de la hipoteca inversa?

- ☐ A. El titular pierde la propiedad de la vivienda al contratarla.
- ☐ B. Obliga a vender la vivienda de forma inmediata.
- ☐ C. El titular conserva la vivienda, aunque persiste el miedo a perderla por falta de comprensión del producto.
- ☐ D. Solo puede contratarse si se abandona la vivienda habitual.

5. ¿Cuál es una de las principales causas de los grandes excedentes de vino en el sector vitivinícola?

- ☐ A. El aumento de la producción en países emergentes.
- ☐ B. Los estilos de vida más saludables y los cambios en el consumo.
- ☐ C. La escasez de canales de distribución.
- ☐ D. El incremento de las exportaciones de vino.

6. Según la VI Encuesta EFPA España sobre Educación Financiera, ¿qué nota dan los asesores a la educación financiera de los españoles?

- ☐ A. 4,2
- ☐ B. 5,3
- ☐ C. 6,1
- ☐ D. 7,0

7. Según Juan Flames, consejero delegado de BME, ¿qué papel debe tener la bolsa en España?

- ☐ A. Analizar su influencia en la economía.
- ☐ B. Centrarse únicamente en grandes empresas.
- ☐ C. Situar en el epicentro de la economía española.
- ☐ D. Priorizar los mercados internacionales.

8. ¿Qué posición ocupa *Cinco Días* en la prensa económica española?

- ☐ A. Es el periódico económico más reciente de España.
- ☐ B. Está a punto de cumplir un siglo de existencia.
- ☐ C. Es el decano de la prensa económica española.
- ☐ D. Está especializado en economía internacional.

9. Según los datos de UNESPA para 2025, ¿qué ramos fueron los principales motores del crecimiento de los seguros de No Vida en España?

- ☐ A. Vida, Hogar y Decesos.
- ☐ B. Automóviles, Decesos y Ahorro.
- ☐ C. Automóviles, Salud y Multirriesgo.
- ☐ D. Salud, Pensiones y Vida.

10. ¿Qué mide realmente el índice VIX?

- ☐ A. El nivel de miedo de los inversores ante una caída de la bolsa.
- ☐ B. La rentabilidad futura esperada de los mercados financieros.
- ☐ C. La volatilidad esperada del mercado estadounidense para los próximos 30 días.
- ☐ D. La cantidad de inversores que venden sus acciones en periodos de incertidumbre.

11. Según la CNMV, ¿qué porcentaje de reclamaciones se resolvió por acuerdo entre las partes antes de su intervención?

- ☐ A. 26,1%
- ☐ B. 30,4%
- ☐ C. 34,1%
- ☐ D. 41,3%

12. Uno de los objetivos que persigue la Unión de Ahorros e Inversiones (SIU) es...

- ☐ A. Cambiar el papel de los fondos de pensiones en la economía.
- ☐ B. Sustituir completamente el sistema público de pensiones.
- ☐ C. Desarrollar sistemas complementarios al sistema público de pensiones y canalizar el ahorro hacia la inversión.
- ☐ D. Fomentar la inversión institucional en Europa.

13. A lo largo de la historia, ¿qué factor ha sido determinante en la influencia y el poder de los países?

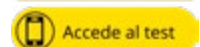
- ☐ A. Esencialmente, la fortaleza de sus ejércitos.
- ☐ B. La posesión de recursos naturales estratégicos.
- ☐ C. El acceso al crédito barato, además de la capacidad militar.
- ☐ D. La antigüedad de sus instituciones políticas.

14. Según el libro de Andrew Ross Sorkin, ¿qué error cometieron los líderes financieros antes del crack de 1929?

- ☐ A. Subestimaron el impacto de las hipotecas *subprime*.
- ☐ B. Pensaron que la economía dejaría de crecer.
- ☐ C. Creyeron que habían logrado controlar los mercados financieros.
- ☐ D. Renunciaron a intervenir en los mercados bursátiles.

15. ¿Qué personaje ha aparecido en más portadas de la revista?

- ☐ A. Donald Trump.
- ☐ B. Elon Musk.
- ☐ C. Carl Carlson.
- ☐ D. Warren Buffett.





Miniatura del siglo XIV, procedente de un libro de cuentas del monasterio de San Mattia de los monjes camaldulenses (conservada en el Seminario Patriarcal de Venecia), ilustra una escena de la vida económica y comercial medieval en Italia.

HITOS DE LA HISTORIA ECONÓMICA

Origen y triunfo de los bonos soberanos

En 1171, Venecia convirtió una deuda de guerra en el primer bono soberano de la historia. Desde entonces, el acceso al crédito barato ha decidido guerras e imperios: de los consols británicos a la hiperinflación de Weimar, ocho siglos de historia financiera demuestran que el poder de un país depende tanto de sus banqueros como de sus ejércitos. Por **LUIS TORRAS**.

Venecia, invierno de 1171. El dogo **Vitale II Michiel** tiene un problema. Bizancio acaba de detener a miles de mercaderes venecianos en Constantinopla, confiscando sus bienes. El honor de la República exige una respuesta. La respuesta, en el vocabulario del siglo XII, tiene un solo nombre: flota de guerra. Y una flota de guerra tiene un coste que las arcas de la Serenísima,

en ese momento, no pueden cubrir. Lo que hace a continuación el dogo va a cambiar la historia financiera del mundo. En lugar de mendigar a los banqueros genoveses o florentinos –que podrían cobrarle tipos de interés usurarios, como hacían con otros príncipes europeos–, el dogo pide prestado a sus propios ciudadanos. Les promete a cambio un flujo de pagos anuales garantizados por las rentas del monopolio estatal de la sal. El préstamo se llama

prestito. La garantía es la capacidad fiscal del propio estado. La deuda se convierte en un activo financiero; es transferible: quien la compra puede venderla a otro ciudadano. Venecia acaba de inventar el bono soberano.

Se trata de un hito no menor, y no solo para la historia de las finanzas. Los libros de historia enseñan que las guerras las ganan los ejércitos. En el mejor de los casos, añaden que las ganan los generales. En el aún mejor, que las ganan las economías industriales que fabrican más cañones. La mayoría deja fuera de plano la importancia de las finanzas. En efecto, desde el siglo XIII hasta el XX, las guerras las gana el país que puede financiarlas con deuda más barata durante más tiempo. Y el país que puede hacer eso es el que tiene un mercado de bonos soberanos que funciona: un mecanismo que transforma la promesa de un estado en un instrumento vendible, y que permite trasladar al futuro el coste de la guerra presente: el mercado de bonos no es un apéndice técnico de la historia política y militar. Los estados que lo comprenden -Venecia, los Países Bajos, Gran Bretaña- dominan su época. Los que lo ignoran -España, Francia, la Confederación americana, la Alemania de Weimar- pagan el precio en derrota, inflación o descomposición política. El mejor señor de la guerra, al final, es quién mejor acceso tiene al crédito.

La cuna de la deuda pública

El prestito veneciano del siglo XII no era todavía lo que entendemos hoy por un bono soberano. Era un préstamo forzoso: el estado no pedía dinero voluntariamente, lo exigía a sus ciudadanos más ricos en proporción a su patrimonio. A cambio, prometía pagar un interés anual -generalmente el 5%- sobre la cantidad prestada.

Lo que lo convirtió en algo diferente fue su transferibilidad. Un ciudadano veneciano que necesitara liquidez podía vender su prestito a otro ciudadano en el mercado secundario. El precio de esa venta fluctuaba según la salud financiera de la República: cuando Venecia ganaba guerras y sus finanzas eran sólidas, el prestito valía su valor nominal o más. Cuando perdía batallas y las arcas amenazaban con vaciarse, el precio caía. Los bonos de la Monte Nuova veneciana -el fondo creado para gestionar la deuda después de 1482- valían 102 en momentos de rela-

tiva paz y colapsaron a 10 en los años más oscuros de las guerras contra los otomanos y la Liga de Cambrai. La misma lógica que rige los mercados de bonos soberanos en la actualidad: a mayor riesgo percibido, mayor rentabilidad exigida.

Lo que Venecia había creado, sin saberlo, era un mecanismo de información política en tiempo real. El precio del prestito en el mercado secundario decía, cada día, lo que los ciudadanos venecianos pensaban de sus propias probabilidades de supervivencia como estado.

Durante los siglos XVI y XVII, lo que podríamos denominar modelo veneciano se extendió por el norte de Europa. Los Países Bajos republicanos lo adoptaron y lo perfeccionaron. Las monarquías absolutas -España, Francia- intentaron copiarlo sin entender por qué funcionaba, y fracasaron sistemáticamente.

La diferencia no era técnica. Era política. Un bono soberano requiere, para funcionar, que el inversor confíe en que el estado va a seguir pagando. Esa confianza no nace de la buena voluntad del príncipe: nace de instituciones que limitan su poder de decisión arbitraria. Una asamblea representativa que controla el presupuesto. Un sistema judicial que puede ejecutar contratos también contra el soberano. Una separación entre las finanzas del estado y el bolsillo personal del monarca.

Las ciudades-estado italianas y los Países Bajos republicanos tenían estas instituciones. Sus deudores no eran reyes caprichosos sino oligarquías de mercaderes que tenían ellos mismos dinero invertido en los bonos que emitían. El conflicto de intereses era mínimo. La tentación de suspender pagos, enorme. La decisión de no hacerlo, racional.

España no tenía nada de esto. La corona castellana suspendió pagos a sus acreedores al menos nueve veces entre 1557 y 1662. Cada suspensión dejaba a los hombres de negocios genoveses con las manos vacías, hasta que los siguientes aceptaban refinanciar la deuda en condiciones peores para ellos. Era un ciclo de extorsión mutua que fue agotando sistemáticamente la capacidad del Imperio español para financiar sus guerras. El ejército →→→

➔ **DESDE EL SIGLO XIII HASTA EL XX, las guerras las gana el país que puede financiarlas con deuda más barata durante más tiempo.**



Escudo de armas de Vitale II Michiel.

→→→ más poderoso del mundo en 1550 terminó siendo incapaz de sofocar la rebelión de unas provincias del norte de Europa. Los Países Bajos se independizaron de España en parte porque podían financiar su resistencia indefinidamente.

El tipo de interés al que los Países Bajos tomaban prestado bajó de forma sostenida durante todo el siglo XVII, llegando a un mínimo histórico del 2,5% en

1747. En ese mismo periodo, España pagaba tipos que doblaban o triplicaban esa cifra, cuando encontraba alguien dispuesto a prestarle. El diferencial de tipos no era una abstracción financiera. Era la cuantificación monetaria de la diferencia entre un estado en que se podía confiar y uno en que no. Como siempre sucede con el crédito, todo es cuestión de credibilidad y confianza.

Y entonces llegó la Revolución Gloriosa. En 1688, **Guillermo, príncipe de Orange** cruzó el Canal de la Mancha con un ejército, destronó a **Jacobo II** y se convirtió en rey de Inglaterra, como **Guillermo III**. Es el único golpe de estado de la historia moderna que mejoró el sistema financiero del país conquistado. Guillermo no llegó solo. Llegó con las técnicas financieras holandesas: el bono soberano con garantía fiscal específica, el banco central como gestor de la deuda pública, la responsabilidad parlamentaria del presupuesto. En 1694, se fundó el Banco de Inglaterra con exactamente esa lógica: los acreedores del estado se convertían en accionistas del banco que gestionaba esa deuda, alineando sus intereses con los del estado.

El instrumento que surgió de todo esto fue el consol británico: un bono perpetuo, sin fecha de vencimiento, que pagaba un porcentaje fijo sobre su valor nominal para siempre. Era el activo más líquido del mundo. Generaciones de inversores podían confiar en que el gobierno británico seguiría pagando esos intereses independientemente de quién gobernara, de qué guerra estuviese en curso.

En Francia no había nada parecido. La monarquía francesa se financiaba con rentes emitidas con tasas de interés artificialmente altas porque los inversores no confiaban en que el rey fuera a pagar. En 1789, cuando la monarquía francesa

colapsó, el servicio de la deuda consumía más del 50% de los ingresos del estado. Los impuestos, incapaces de crecer lo suficientemente rápido para financiar las guerras de **Luis XVI**, habían agotado la paciencia de la burguesía y la capacidad de supervivencia de los campesinos. La Revolución Francesa no fue solo un fenómeno ideológico. Fue, en un sentido muy literal, una crisis de deuda soberana.

Waterloo y los Rothschild

Hay un episodio que ilustra bien esta lógica. La mañana del 20 de junio de 1815, **Nathan Mayer Rothschild** aparece en la Bolsa de Londres con una noticia que nadie más tiene todavía: **Napoleón** ha sido derrotado en Waterloo. Empieza a comprar consols y vende a finales de 1817, cuando los precios han subido más del 40%. El mito, difundido con entusiasmo por los nazis, dice que se enriqueció propagando noticias falsas de una derrota británica. La realidad es más interesante: **Rothschild** no ganó con Waterloo, casi quiebra por Waterloo. Meses antes, el gobierno británico le había encargado reunir oro en toda Europa continental para financiar a los aliados de **Wellington**, asumiendo que la guerra sería larga. Cuando llegó la victoria rápida y decisiva, Nathan tenía en sus manos una montaña de oro que nadie necesitaba ya, cuyo precio iba a desplomarse con la paz. Su apuesta en los consols no fue un golpe de genio especulativo, sino una cobertura desesperada que resultó ganadora: los consols subieron, y Nathan salió con el mayor beneficio de su carrera y con la reputación de ser el hombre que más había ganado con el fin de las guerras napoleónicas.

Finanzas y gasto (deuda) pública

En 1861, los estados del sur de Estados Unidos se separaron confiando en que el algodón obligaría a Gran Bretaña a intervenir a su favor. Se equivocaron en dos cosas: subestimaron la capacidad británica de sustituir ese algodón por el de India, Egipto y China, y no entendieron que sobrevivir a una guerra larga exige crédito, y el crédito exige la confianza de los mercados internacionales. Los bonos confederados, respaldados por algodón convertible en metal a precio de preguerra, mantuvieron su valor mientras el precio del

→→→

Completa la cadena. Fortalece el conjunto.



**Explora nuestra estrategia
Invesco European Upper Middle
Market Income.**

**Let's rethink
possibility**



→→→ algodón subía. Pero cuando la caída de Nueva Orleans en 1862 dejó los puertos sureños en manos de la Unión, el colateral quedó inaccesible: un bono respaldado por algodón que no se puede recoger no vale nada. Los Rothschild se negaron a tocarlos. Sin acceso al crédito internacional, la Confederación imprimió 1.700 millones de dólares sin respaldo; al final de la guerra su moneda valía un centavo en oro y la inflación



William of Orange III and his Dutch army land in Brixham, 1688. El desembarco de 1688 en Brixham: el inicio del modelo financiero y fiscal que consolidó el bono soberano.

había llegado al 4.000%. El colapso monetario precedió al colapso militar.

Ese mismo nexo entre política y finanzas decidió la Primera Guerra Mundial. Todos los beligerantes financiaron el conflicto con bonos de guerra, apelando al patriotismo de sus ciudadanos. Pero Alemania, a diferencia de los aliados, no tenía acceso al único mercado de capitales con la profundidad suficiente: Nueva York. Cuando el apetito doméstico se agotó, Berlín financió el déficit imprimiendo dinero desde el banco central, generando la inflación que llevaría, en 1923, a la gran hiperinflación alemana, con precios multiplicados por un billón respecto a 1913. **Keynes** teorizó ese mismo año que la eutanasia del rentier -la destrucción de la clase que vivía de los bonos, mediante la inflación- era en ciertos casos preferible al desempleo masivo. Alemania, más que elegir, llegó a ese resultado por omisión: la destrucción de los ahorros de la clase media fue la base sociológica sobre la que el nazismo construyó su apoyo diez años después.

Una verdad incómoda

Hay una línea que conecta Venecia en 1171, los consols de 1815 y las imprentas de Weimar en 1923. Un argumento que la historia financiera repite: los estados que pueden tomar prestado barato y a largo plazo tienen una ventaja estratégica sobre los que no pueden, más decisiva que cualquier ventaja militar, industrial o geográfica.

Ese argumento tiene una consecuencia incómoda: los mercados de bonos son, en condiciones normales, más poderosos que los gobiernos que emiten esos bonos. No porque sean entidades conspirativas, sino porque expresan la opinión colectiva de millones de inversores sobre la capacidad y la voluntad de pago de cada estado. Los gobiernos que responden “sí” de manera creíble -con instituciones, presupuestos transparentes, parlamentos que controlan el gasto- tienen acceso al crédito. Los que no, tienen la imprenta. Y la diferencia entre los dos no es solo financiera.

Epílogo

A finales de los años noventa en Manhattan, un marcador electrónico mostraba en tiempo real la deuda pública de Estados Unidos: el 17 de octubre de 1999 marcaba 5.601.723.423.979 dólares, con la advertencia de que aumentaba 10.000 dólares por segundo. Lo colocó el promotor inmobiliario **Seymour Durst** en 1989, como un acto político: la deuda pública como escándalo nacional.

No era la primera vez que alguien convertía la deuda soberana en catastrofismo político -lo había hecho **William Cobbett** en 1830, y **Paul Kennedy** en 1987 al situarla como primer indicador del declive americano. Lo que aquel marcador no podía mostrar era el tipo de interés al que esa deuda estaba financiada, y ese, como muestran ocho siglos de historia, es el único número que importa: una deuda enorme a tipos bajos no es un problema, sino una señal de confianza. Venecia lo supo en el siglo XIII. Nathan Rothschild lo demostró en 1817. El mercado de bonos lo sigue diciendo hoy, cada día, en el único idioma que entiende: el precio. ●



Por
**LUIS
TORRAS**

1929: Inside the Greatest Crash in Wall Street History and How It Shattered a Nation
/ **Andrew Ross Sorkin** / VIKING

Vuelta a 1929, la crisis fundacional del capitalismo financiero moderno

Ocurrió en los albores de las hipotecas *subprime* en 2008, y ocurrió, con una teatralidad casi cinematográfica, en otoño de 1929. En aquella ocasión, los hombres que manejaban el mundo creyeron de manera honesta que habían sido capaces de domesticar los mercados financieros. Estaban equivocados, y dicho episodio, por su crudeza, virulencia y subsiguiente impacto económico posterior –y que **Andrew Ross Sorkin** captura con precisión forense en su nuevo libro, *1929: Inside the Greatest Crash in Wall Street History and How It Shattered a Nation*– se erige como el episodio fundacional del capitalismo financiero moderno.

El libro funciona como una necesaria enmienda humanista a la frialdad de la macroeconomía: nos recuerda que los gráficos bursátiles del siglo pasado no eran líneas autogeneradas en el vacío, sino el electrocardiograma del pánico de unos pocos hombres de carne y hueso encerrados en habitaciones llenas de humo de tabaco. Mientras Galbraith analizaba el apalancamiento como un concepto abstracto y una manifestación de la locura colectiva que se cura a sí misma de la peor manera posible, Sorkin nos introduce directamente en los despachos de la Casa Morgan. Allí nos muestra la correspondencia privada, las minutas confidenciales y las notas manuscritas

Existe un optimismo específicamente estadounidense que no se alimenta de la esperanza, sino de la amnesia. Cada cierto número de décadas, Wall Street se convence colectivamente de que las viejas leyes de la gravedad financiera han sido derogadas por decreto de la sofisticación moderna.

donde el pánico real de las élites financieras desmiente sistemáticamente sus declaraciones públicas de calma.

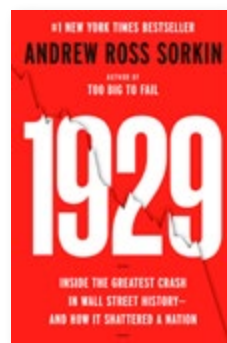
ANATOMÍA DE UN PÁNICO BURSÁTIL

El libro se estructura como un thriller psicológico de ritmo frenético. En el centro del escenario se encuentran figuras como **Charles Edwin Mitchell**, el omnipresente y agresivo jefe del National City Bank, y **Thomas Lamont**, la mano derecha de J.P. Morgan & Co. Sorkin retrata a estos titanes no como villanos

maquiavélicos que urdieron la ruina de las masas, sino como prisioneros de su propia ingenuidad, su estatus y el sesgo de confirmación. A través de una reconstrucción minuciosa y casi obsesiva de diálogos, diarios olvidados y cartas familiares, el autor expone las bambalinas del colapso: el agotamiento físico de los teletipistas, las llamadas de madrugada entre Nueva York y los gobernadores de la Reserva Federal, y la ciega obstinación de una élite que acabó creyéndose que

las subidas en bolsa eran derecho divino.

El núcleo del drama literario reside en la descripción del mecanismo de los préstamos bancarios para la compra de acciones con márgenes de apenas el diez por ciento. Lo que en los años veinte fue celebrado como una genialidad democrática que permitía al ciudadano común participar de la riqueza nacional, terminó convirtiéndose en una soga colectiva. Sorkin desmitifica con destreza la noción de que el colapso fue un evento repentino, un rayo en un cielo despejado. Al contrario, el lector asiste a una acumulación de alarmas ignoradas con orgullo, donde cada corrección técnica del mercado →→→



→ **Los hombres que manejaban el mundo creyeron ser capaces de domesticar los mercados financieros. Estaban equivocados.**



Personas congregadas en las escaleras del edificio de la subtesorería, frente a la Bolsa de Nueva York, el "Jueves Negro", 24 de octubre de 1929.

Foto: Wikimedia Commons. Dominio público.

→→→ era vista como una "oportunidad de compra" antes de que el indicador de cotizaciones (*ticker tape*) entrara en la caída libre definitiva. En este sentido, para el lector avezado y conocedor de cómo funcionan los mercados financieros, es fácil identificar que, durante los años previos al crac de 1929, y muy especialmente en los dos años anteriores, hubo un problema de acumulación de riesgos y de estructura de mercado apalancada que, cuando se giró el mercado, con independencia del juicio de valor de si la bolsa estaba cara o no, fue letal para la evolución de las cotizaciones.

MATICES DOCTRINALES

Es precisamente en la disección de este desenfreno crediticio donde la crónica periodística de Sorkin transita entre los grandes debates doctrinales de la historia económica. Al leer los detalles sobre cómo la banca inflaba artificialmente la demanda de valores mediante una expansión de crédito sin precedentes, resulta casi inevitable que resuenen los ecos de **Murray Rothbard**. En su canónico *America's Great Depression* (1963), Rothbard insistía en que el colapso de 1929 no fue una falla intrínseca del libre mercado, sino la consecuencia lógica, matemática e inevitable de una monumental borrachera de dinero barato orquestada por la Reserva Federal y el sistema bancario durante la década anterior -y muy especialmente a partir de 1927-. La distorsión real y el verdadero peligro ocurren durante el "boom"; el crac es solo la purga dolorosa, el sinceramiento necesario de una estructura productiva deformada. Una visión que

complementa la visión más monetaria, centrada en los errores de la Fed, antes, como pone el foco Rothbard (entre otros), pero también después de 1929, cuando el novato, inexperto e inoperante instituto emisor americano actuó de forma fuertemente contracíclica una vez sucedido el *crash*. La Fed alimentó la burbuja facilitando el crédito por motivos políticos (para tratar de devaluar el dólar ante la libra) cuando la oferta monetaria debió permanecer estable-neutral, para luego restringirla cuando el mercado empezó a desmoronarse por su propia estructura (apalancamiento), añadiendo un dolor innecesario a un ajuste bursátil que rápidamente mutó en recesión.

El libro ilustra, sin pretenderlo explícitamente, que el colapso no fue un fallo de arquitectura de un mercado libre, sino un error de política y gobernanza de un sistema hipertrofiado por el crédito artificial.

EL ESPEJO DE LA GRAVEDAD

El estilo característico de Sorkin -ese enfoque implacable en "hombres con trajes de tres piezas teniendo reuniones a puerta cerrada"- puede por momentos nublar el impacto sistémico fuera del distrito financiero. La devastación de la América rural o de las clases trabajadoras llega como un eco distante a los salones donde Lamont y Mitchell intentaban armar un fondo de rescate bancario que resultó ser un dique de contención ridículo ante un tsunami.

Aun así, este enfoque claustrofóbico funciona admirablemente en términos narrativos. Al encerrar al lector en las salas de juntas mientras el papel del teletipo se acumula en el suelo como nieve, Sorkin logra que la tensión ambiental sea casi palpable.

En definitiva, *1929* funciona como un recordatorio profundamente incómodo de las flaquezas de la naturaleza humana dentro de los ecosistemas financieros modernos. La distancia entre el optimismo ciego de los banqueros de los años veinte y las burbujas tecnológicas, inmobiliarias o crediticias de nuestro propio siglo se reduce a nada. Sorkin no ha escrito simplemente un libro de historia narrativa; ha diseñado un espejo implacable. La lección final de su obra no es que el mercado sea un ente intrínsecamente salvaje que requiere domesticación constante, sino que las personas que lo dirigen son, por su propia psicología y los incentivos del poder, incapaces de reconocer el abismo hasta que la gravedad ya está haciendo su trabajo. ●

La fe del largo plazo

→ **Ben Carlson**

Risk and Reward / MORGAN HOUSEL

 **Risk and Reward pertenece a un género curioso**, casi devocional, que podríamos llamar la literatura de la paciencia y la resiliencia en finanzas (género abordado ya otras veces en estas mismas páginas): no hablamos de manuales de enriquecimiento rápido ni tratados académicos, sino más bien textos laicos sobre la paciencia, dirigidos a una congregación de ahorradores nerviosos que revisan su cuenta de corriente antes de dormir. **Carlson** tiene un antecesor evidente en **Morgan Housel** y su *The Psychology of Money*, y el libro no lo disimula: mismo tono confesional, misma estructura de capítulos breves con moraleja, mismo gusto por la anécdota deportiva convertida en metáfora bursátil.

El truco central del libro, y también su mayor virtud, es metodológico: Carlson juega al abogado del diablo contra su propia religión. Dedicar capítulo tras capítulo a exhibir las heridas más profundas de la historia del mercado -la caída del ochenta y seis por ciento entre 1929 y 1932, la década perdida de 2000 a 2009, y sobre todo Japón, ese fantasma que toda charla sobre inversión a largo plazo termina invocando tarde o temprano-, para después, con la paciencia de un médico forense, mostrar que incluso comprando en el peor momento posible, el paso de las décadas termina redimiendo casi cualquier pecado de mal "timing" (el caso del inversor Bob es de los pasajes más ilustrativos del libro). El capítulo sobre la burbuja en Japón de

1989 es de los mejores: Carlson la reen-cuadra como un caso de reversión a la media a una escala descomunal, y de paso convierte la anécdota de **Nui Onoue** -la dueña de un restaurante que llegó a ser la mayor inversora individual de Japón gracias, según ella, a consejos bursátiles divinos- en la escena más memorable de todo el libro.

El libro es algo mecánico en su construcción que por momentos delata su origen de blog. Cada capítulo sigue casi religiosamente la misma coreografía: una anécdota ajena al mundo financiero -Apollo 13, los **hermanos Wright**, un cerrajero, **Jerry Seinfeld** puliendo durante dos años un chiste sobre PopTarts-, un giro hacia el mercado bursátil, una tabla con noventa y siete años de datos del S&P

500, y una moraleja que casi siempre se puede resumir en una frase: el tiempo en el mercado vence al timing del mercado.

Lo que salva al libro de la mera repetición es la solidez de sus números. Carlson no es un moralista que predica la paciencia por fe; es un analista que la predica por evidencia, con tablas que cubren desde 1928 hasta 2024 y que él mismo, según reconoce, construyó a mano. Esa insistencia estadística -cuántas veces el mercado ha caído un diez por ciento en un año dado, cuál es la tasa de éxito de una cartera 60/40 a distintos horizontes, qué ocurre en los seis meses previos y posteriores a cada recesión desde la Segunda Guerra Mundial- es lo que distingue a *Risk and Reward* de la autoayuda financiera genérica. El libro no le pide al lector que confíe; le muestra el balance.

El problema de fondo, que Carlson conoce y confiesa sin rodeos en el epílogo, es que ningún libro puede enseñarle a nadie a sentir menos miedo durante una caída del cuarenta por ciento mientras esa caída está ocurriendo. Los datos convencen en la sobremesa; en marzo de 2020, con el portafolio hundiéndose una décima parte cada semana, importan bastante menos. Carlson lo sabe, y por eso el libro es, en el fondo, menos un manual de finanzas que un ejercicio de inoculación psicológica: se lee no para aprender algo nuevo, sino para tener, archivada en algún rincón de la memoria, la tranquilidad de que esto ya pasó antes y de que, en promedio, terminó bien.

Como cualquier buen libro sobre Bolsa, el texto no descubre nada nuevo, ni contiene ningún recetario mágico sobre inversión. De ahí también su interés. Y sin embargo resulta un libro agradable de tener a mano, como si fuera un botiquín: uno no lo lee esperando sorpresas, sino como un recordatorio, escrito con humor y cifras, de que sobrevivir es la única estrategia de inversión que realmente ha funcionado siempre. En un mundo que produce nuevas maneras de asustarnos cada trimestre, no es poca cosa. ●



→ **Resulta un libro agradable de tener a mano, como si fuera un botiquín: uno no lo lee esperando sorpresas, sino como un recordatorio.**

UN BUEN CÓDIGO NO BASTA

El reto de fomentar una cultura ética en el asesoramiento financiero

¿Cómo se pasa de un tener un buen código ético a que se aplique bien, todos los días? Esta cuestión fue abordada por Jordi Melé-Carné en el XXXIII Congreso de EBEN Spain 2026, celebrado en Las Palmas de Gran Canaria, donde compartió la experiencia de EFPA y aportó su punto de vista personal sobre cómo avanzar en una cultura ética. Este artículo recoge las principales ideas expuestas.

Por **JORDI MELÉ-CARNÉ**.
Presidente del Comité de Ética de EFPA España y miembro del Comité de Ética de EFPA Europa.

Creerse la importancia de la ética en la asesoría financiera y tener un código ético bien redactado no sirve de mucho si se queda en un cajón. El verdadero desafío es que se conozca, que se sepa aplicar y que se aplique bien en la práctica cotidiana.

Este fue el eje de la comunicación presentada en el último Congreso de la European Business Ethos Network (EBEN), foro dedicado a promover el estudio y la aplicación de la ética en el ámbito empresarial. Bajo el título *Fomento de una cultura ética en la asesoría financiera: aprendiendo de una experiencia internacional*, puso el foco, a partir de la experiencia vivida en EFPA, en el reto que supone convertir el código ético en una cultura ética viva.

En ediciones anteriores de este Congreso ya había presentado comunicaciones sobre la importancia de la ética en la asesoría financiera (2004) y sobre las características que debe reunir un buen código de conducta (2018). El propósito de la comunicación de 2026 fue doble: favorecer una reflexión estratégica sobre los próximos pasos a seguir en EFPA y extraer enseñanzas que

puedan resultar útiles para otras empresas y organizaciones.

El código ético como guía de actuación

Desde los inicios de EFPA y de EFPA España, fundada en Barcelona en el año 2000, la ética siempre ha ocupado un lugar central, con la publicación y difusión de su código ético en el año 2001. Con el paso del tiempo, la idea de que el código ético tiene un carácter pedagógico que debe ser el instrumento central sobre el que gravite la comunicación y formación ética en EFPA se ha consolidado, si bien el proceso para que impregne la cultura ética de una organización es un proceso largo y complejo.

El punto de partida de un buen código ético es que la dirección se crea la importancia de impulsar la ética y se comprometa con ella. Puede parecer obvio, pero tener un buen código ético no implica que sea conocido en el seno de una organización y que sea conocido no significa saber aplicarlo. Que se sepa aplicar no implica

que se aplique. Y, aplicarlo, no significa necesariamente que se aplique de forma correcta y se “actúe éticamente”.

En definitiva, el código ético puede ser un buen instrumento, pero forma parte de una cadena sobre la que debe actuarse de forma concatenada para avanzar en la cultura ética de una organización.

Principios operativos

Tener una buena teoría, un buen código ético, es muy importante, pero es necesario pasar de la teoría a la práctica: que la ética sea operativa y que el código ético sea interiorizado y aplicado adecuadamente por los asociados de EFPA y otros usuarios del código, lo cual no es inmediato. La aplicación de los principios, las políticas y las

normas contenidas en el código ético requiere entrenamiento y una formación continua.

De este modo, para fomentar esta cultura ética, el Comité de Ética tiene dos campos de actuación prioritarios:

- 1) **Creación de “contenidos éticos”**: revisión periódica del código ético, casos prácticos, notas técnicas relacionadas con esos casos que orienten en la aplicación del código, análisis ético del uso de la inteligencia artificial (IA), etc.
- 2) **Comunicación, divulgación y formación de estos contenidos** a los asociados de EFPA, para fomentar el avance de una cultura ética, poniendo siempre la aplicación del código ético de EFPA en el centro.



ODDO BHF
ASSET MANAGEMENT

ODDO BHF US EQUITY TREND

Aprovechando el momentum en renta variable americana



El fondo está expuesto al riesgo de pérdida de capital.

Más información sobre el fondo / www.am.oddo-bhf.com

Información publicitaria

Ampliación de las funciones del Comité de Ética

Metodológicamente, medir los avances en la cultura ética de una organización es complicado. Sin embargo, un compromiso decidido de la dirección con la ética, que se traduzca en una divulgación y formación veraces que contribuya a incentivar un buen uso del código ético, va, sin duda, en la buena dirección.

El fomento de la cultura ética en EFPA España ha seguido distintas etapas (*ver apoyo*), marcadas, en parte, por las funciones asignadas al Comité de Ética, que se han ido ampliando con el tiempo. Inicialmente, eran las previstas en los Estatutos, de carácter deontológico, de control y disciplinarias, velando por el cumplimiento del código de ética y actuando como el órgano competente para la incoación, tramitación y formulación de propuestas de resolución de expedientes disciplinarios.

El reto es cómo impulsar y desarrollar estas buenas prácticas en EFPA España, una organización que no ha parado de crecer hasta superar, en la actualidad, los 36.000 miembros certificados, a quienes difícilmente se puede llegar de forma eficaz con un enfoque de la ética puramente deontológico. Por este motivo, en el año 2021 a las funciones del Comité de Ética se incorporaron el fomento de buenas prácticas y de mejora del comportamiento ético de los miembros de la Asociación y de la profesión, en su conjunto.

Actuaciones para fomentar la cultura ética

Después de organizar algún *workshop* presencial, el Comité de Ética ha impulsado y desarrollado distintas actividades para fomentar la ética en EFPA con el objetivo de llegar a todos los asociados, distribuidos por la toda

geografía nacional. Por ejemplo, los webinars, participaciones periódicas en esta misma revista, entre otras iniciativas.

En la actualidad, se encuentra inmerso en un

➔ **EL CÓDIGO ÉTICO DE EFPA es un instrumento central sobre el que debe gravitar la comunicación y formación ética.**

Etapas en el fomento de la cultura ética: de la teoría a la práctica

En el camino para el fomento de la ética en EFPA España, que se ha recorrido cronológicamente, se han identificado las etapas siguientes:

1. CREERSE LA IMPORTANCIA DE LA ÉTICA EN LA ASESORÍA FINANCIERA (DESDE LOS INICIOS DE LA ASOCIACIÓN -2000-).

2. TENER UN BUEN CÓDIGO ÉTICO (2001), REVISADO PERIÓDICAMENTE (2013 Y 2022).

3. CONSOLIDAR LA DEONTOLOGÍA:

- Creación del Comité Deontológico (2007), centrado en los aspectos disciplinarios y de control, de acuerdo con la nominación, funcionamiento y régimen disciplinario establecidos en los Estatutos (artículos 47 y 48).
- Aprobación de un reglamento interno (2017), en base a los Estatutos, que orienta al comité deontológico sobre las infracciones, sanciones y el procedimiento sancionador disciplinario.

4. DE LA DEONTOLOGÍA A LAS BUENAS PRÁCTICAS.

El avance de la cultura ética requiere incentivar al asesor financiero a usar bien el código ético para “actuar éticamente”:

- Revisión y sustitución del reglamento interno, por el Reglamento Interno del Comité de Ética y del Régimen Disciplinario de EFPA España (RICERD, 2021): el comité pasa a denominarse Comité de Ética y Deontológico (o Comité de Ética), incorporando en sus funciones el fomento de buenas prácticas y la mejora del comportamiento de los miembros de la Asociación y de la profesión, en su conjunto.
- Organización de actividades divulgativas y formativas para consolidar una cultura ética.
- Fomento de la cultura ética a nivel europeo y búsqueda de sinergias entre países, con la creación del Comité de Ética de EFPA Europa (2021).

5. BÚSQUEDA DE LA EXCELENCIA.

Ampliando y potenciando los ámbitos de actuación de la asociación para fomentar un avance de la cultura ética, lo cual requiere un entrenamiento y una formación continuas. Avanzar en una cultura ética requiere recorrer y potenciar estas etapas, que son interdependientes entre sí, de forma continua.

proceso de reflexión y debate interno para concretar y redefinir las funciones que el Comité de Ética puede asumir, así como el ámbito de actuación o las actividades en las que puede incidir para consolidar el fomento de las buenas prácticas en EFPA España.

En particular, se han identificado dos actividades especialmente relevantes, la certificación y la recertificación, en las que se puede incidir para fomentar la cultura ética de la asociación. Otras iniciativas que conviene considerar son el congreso bienal y las jornadas territoriales que se celebran en distintas ciudades.

El impulso del Comité de Ética de EFPA Europa

En el ámbito geográfico, desde sus inicios se estableció que el Código Ético de EFPA fuera el mismo para todos los países en los que opera la asociación. No obstante, debido a las diferencias lingüísticas, culturales y legales existentes, se decidió crear un comité de ética nacional independiente en cada país, responsable de aplicar y evaluar los casos de incumplimiento del Código Ético en su respectivo ámbito territorial.

El desarrollo organizativo y el grado de implantación de EFPA en los 13 países que opera ha sido desigual. De este modo, los comités de ética nacionales también han evolucionado a distintas velocidades.

En el año 2021 se creó el Comité de Ética de EFPA Europa, donde EFPA España siempre ha estado representada. Su objetivo es impulsar la cultura ética a nivel europeo y de buscar sinergias entre los Comités de Ética nacionales. Su primera actuación consistió en revisar el código ético, que fue aprobado en 2022.

El Comité de Ética europeo puede desempeñar un papel central impulsando, coordinando y facilitando

Webinars impulsados por el Comité de Ética de EFPA España

“La importancia de la ética en el asesor financiero” (2021)

“Los principios éticos como guía para el asesor financiero” (2023)

“El nuevo Código de Ética de EFPA: una oportunidad para impulsar la ética” (2023)

“Ética, inteligencia artificial y asesoramiento financiero” (2024)

tando el intercambio de materiales con contenido ético entre los comités de ética nacionales. Por ejemplo, puede proporcionar preguntas de examen o casos reales de distinta complejidad. Asimismo, puede promover la elaboración de vídeos u otras herramientas pedagógicas. Esta iniciativa de impulsar y compartir experiencias, así como materiales de formación y comunicación, también puede partir de los distintos comités de ética nacionales.

En todo caso, es recomendable que la comunicación, divulgación y formación en contenidos éticos dirigida a los asociados de EFPA se realice principalmente a través de los comités de ética nacionales, adaptando los materiales a

las particularidades de cada país (idioma, legislación, cultura, etc.).

Un buen código, una buena aplicación

Se puede avanzar en la cultura ética de una organización si se consigue que un buen Código Ético se aplique de forma adecuada, lo que requiere formación y entrenamiento continuos, así como un compromiso firme con la ética. Asimismo, es necesario concretar la forma de actuar en aquellas actividades en las que se puede incidir de manera eficaz y determinar quiénes serán los responsables de llevarlas a cabo.

Sin duda, las etapas identificadas para avanzar en el fomento de la ética en EFPA España también pueden resultar útiles como guía para otras empresas y organizaciones. ●

➔ **UN CÓDIGO ÉTICO no implica que sea conocido en el seno de una organización y que sea conocido no significa que se aplique de forma ética.**

EN CUATRO CIUDADES

Las jornadas presenciales EFPA vuelven a la carretera

Un asesor de Oviedo y uno de Sevilla se preguntan hoy qué va a pasar con los tipos de interés, con la geopolítica y con la inteligencia artificial. Las Jornadas de Asesoramiento Financiero de EFPA España nacen, precisamente, de esa coincidencia. Son, de alguna manera, el aterrizaje regional de la conversación iniciada en EFPA Congress 2026 y que se antoja, también en otoño, más necesaria que nunca. Por **REDACCIÓN**.



El **oficio de asesorar** no cambia demasiado de una plaza a otra. Los perfiles patrimoniales, las estructuras empresariales o la sensibilidad hacia el ladrillo, depósitos o fondos pueden tener matices propios de cada comunidad o región, pero en esencia, los objetivos y retos de los asesores son compartidos. De ahí que las Jornadas EFPA de Asesoramiento Financiero mantengan intacto el suyo: acortar las distancias.

Después del arranque en Madrid -más de 250 asistentes en la primera cita de 2026-, el calendario de otoño marca cuatro paradas: **Oviedo el 14 de octubre, Málaga el 28 de octubre, Zaragoza el 11 de noviembre y Sevilla el 24 de noviembre**.

El programa de cada ciudad (disponible en la web) está en buena parte definido por lo que los propios asesores han señalado como prioritario. La encuesta de EFPA España realizada a más de 700 certificados al finalizar el ejercicio anterior, dibujó un 2026 de continuidad más que de euforia: la mitad esperaba un panorama económico global parecido al del año anterior, un 30,7% anticipaba desaceleración y apenas un 16,7% mejora. Los dos factores que más pesaban en esa lectura eran la geopolítica y los conflictos regionales (73%). No es casualidad que **Mario Weitz** sea una de las voces

más esperadas de esta temporada.

El consultor del Banco Mundial repetirá en Oviedo lo que nos adelanta ahora: que el mercado está subestimando el peso de la geopolítica. “Es el riesgo más importante; no hay duda de que, hasta que no se aclare, va a ser un nubarrón”, señala el economista, que insiste en el desajuste que observa entre el optimismo bursátil y la incertidumbre política: “hay incertidumbre geopolítica y la bolsa sube”.

Si volvemos a esa encuesta, un 90% daba por hecho que la inteligencia artificial (IA) y la digitalización productiva marcarían el ejercicio. Esa última cifra explica buena parte del contenido programado de las jornadas. La IA ha pasado de curiosidad a herramienta de mesa, de excepción a norma: analítica de cartera, preparación de reuniones, detección de patrones de comportamiento del cliente, etc. Razones más que suficientes para contar con **Alex Rayón**, CEO de Brain & Code, y experto en IA.

Junto a ese eje conviven los que llevan varias temporadas ganando peso: el traspaso intergeneracional de patrimonios *boomers* -la mayor transferencia de riqueza que ha visto Europa está ya en marcha, como ya hemos tratado en la revista-, y las finanzas conductuales, esa disciplina que sigue recordando que el mayor riesgo de una cartera está en los sesgos de clientes y asesores.

Sobre el terreno, los delegados confirman este mapa de prioridades y lo matizan con su acento local. En Málaga, **José Antonio Muriel**, delegado

territorial del Comité de Servicios a Asociados EFPA en Andalucía Oriental, señala que, además de la inversión sostenible, “las inversiones alternativas, en concreto las inmobiliarias, están muy presentes en las decisiones de inversión”, junto con un relevo generacional -tanto en patrimonios familiares como empresariales- que “cada vez cobra más importancia”. Y apunta un denominador común a toda

gestión: “la fiscalidad, siempre presente en cada gestión financiera y patrimonial”.

Desde Asturias, **José María Montalvo**, delegado territorial en Asturias, pone el acento en otro frente: “lo más importante ahora mismo es saber comunicar a los clientes los movimientos al alza de los tipos de interés y su repercusión, tanto a corto como a largo plazo, en sus carteras”, sin perder de vista la renta variable, para que “la euforia de los mercados no se traslade a las carteras de los clientes mediante una exposición superior a la que realmente les corresponde”.

Los delegados territoriales, recuerda Montalvo, son “el nexo de unión entre los asociados y EFPA España” y, muchas veces, “la primera fuente de información a la que acuden los asociados para resolver sus dudas”, gracias a la cercanía y al conocimiento personal que da la presencia local. ●

Qué tienes que saber: horas y agenda

» **Recertificación.** La asistencia computa horas de formación válidas para el mantenimiento de las certificaciones EIA, EIP, EFA y EFP. El número exacto de horas se detalla en la ficha de cada jornada, junto con el horario y la sede.

» **Formato.** Son encuentros presenciales de tarde, con mesas de debate y ponencias breves y finaliza con un cóctel que sirve para reencontrarse y abrir nuevas vías de contacto y colaboración entre profesionales.

La mirada del territorio

Dos delegados territoriales, dos paradas de esta ronda de otoño, una misma conclusión: lo que ofrecen estas jornadas no se explica a través de una pantalla.

José Antonio Muriel,
delegado territorial de Andalucía Oriental.

“Para mí el gran valor de estos encuentros es la presencialidad. EFPA ofrece una amplia gama de actos y jornadas que permiten a todos sus asociados estar en permanente contacto con la actualidad financiera, pero la posibilidad de conectar con otros colegas y fortalecer no solo la relación personal sino también la profesional es de gran valor. Es el aspecto diferencial, y me consta que los asociados lo valoran muy positivamente”.

José María Montalvo,
delegado territorial de Asturias.

“El *networking* es fundamental: poder saludar o conocer a colegas que trabajan en otras entidades de tu misma zona geográfica, con intereses y preocupaciones similares, es un activo muy difícil de conseguir fuera de este entorno. Además, estas jornadas permiten escuchar directamente a ponentes de primer nivel y comentar con ellos cualquier duda surgida durante sus intervenciones: una experiencia de interacción directa que no puede ofrecer un webinar”.



Toda la información
y el formulario de
inscripción en efpa.es
#JornadasEFPA26

EL AHORRO, ATASCADO POR SU PROPIA FISCALIDAD

Seis palancas tributarias para incentivarlo

Cuando hablamos de ahorro, la fiscalidad sigue siendo un obstáculo no menor para alcanzar un objetivo que se resiste: la inversión productiva a largo plazo. ¿Qué palancas pueden activarse para desbloquearlo? Estas son las propuestas que encontramos en un reciente informe elaborado por el IEE y EFPA España. Por **REDACCIÓN**.



Es decir, no solo ahorramos menos que nuestros socios europeos, sino que ahorramos más ineficazmente. Y, por si fuera poco, como revela el informe La fiscalidad del ahorro como palanca de crecimiento en España: análisis y reformas, penalizamos fiscalmente a quien lo intenta: el tipo marginal máximo del ahorro ha subido al 30% entre 2020 y 2024, muy por encima del entorno del 18% que manejan la OCDE y la UE.

El ahorro, como señalan el Instituto de Estudios Económicos (IEE) y EFPA España, autores del informe, “desempeña un papel fundamental como mecanismo de estabilización financiera de los hogares y como fuente de financiación para la economía en su conjunto”. Sin embargo, la fiscalidad del ahorro en España presenta “una serie de disfunciones que señalan el siguiente problema: un marco normativo que no favorece la canalización del ahorro hacia la inversión productiva a largo plazo y que, en algunos casos, desincentiva activamente dicha inversión”.

De ahí que España ocupe, en general, “una posición desfavorable en comparación con otros países en varios parámetros relevantes para la tributación de los productos financieros”. ¿Es posible corregir esas ineficiencias fiscales y recortar su desventaja? Estas son las propuestas que recoge el informe del IEE y EFPA España.

En 2024. España ahorró el 12,7% de la renta disponible de los hogares, frente al 14,4% de la Unión Europea. Casi la mitad de la cartera financiera de los hogares con rentas más bajas sigue concentrada en cuentas y depósitos (48%), frente a apenas el 19% en los hogares con rentas más altas. El ahorro previsional complementario, por su parte, tampoco despegó: solo el 21% de los hogares tiene un plan de pensiones, con un patrimonio acumulado equivalente al 8% del PIB, frente a más del 57% de media en la OCDE.

#1 Bajar el tipo y corregir sus anomalías internas

La primera palanca es, además de la más consensuada, la más directa: reducir el tipo marginal máximo del ahorro. “La carga fiscal sobre las rentas del ahorro en España ha alcanzado niveles que desincentivan la inversión”, leemos en el informe. Apunta, además, a un “problema de coherencia interna en la escala del ahorro”: las rentas del capital de entre 6.000 y 12.450 euros tributan al 21%, mientras que las rentas del trabajo en ese mismo tramo lo hacen al 19%, una anomalía que rompe la equidad horizontal entre ahorradores y trabajadores. También defienden la neutralidad fiscal entre instrumentos: es decir, “un sistema fiscal debería gravar el rendimiento del ahorro con independencia del instrumento por el que se canaliza para evitar que la tributación impida que el ahorro se oriente de la manera más productiva”.

#2 Corregir dos distorsiones técnicas

Cuando una empresa reparte dividendos, ese beneficio ya ha tributado en el Impuesto sobre Sociedades, y vuelve a hacerlo en el IRPF del accionista, con un tipo efectivo acumulado que puede llegar al 47,5%. Y cuando el ahorro invertido genera pérdidas, el sistema actual solo le permite compensar esas pérdidas de forma parcial y con un plazo máximo de cuatro años. Corregir la doble imposición e ir hacia una compensación plena de pérdidas dentro de la base del ahorro supondría una mejora de coherencia interna.

#3 Reactivar los planes de pensiones individuales

El ahorro previsional complementario español es, en palabras del informe, “insuficiente”. De hecho, el recorte del límite desgravable de 8.000 a 1.500 euros en 2021 se tradujo en 230.000 partícipes individuales menos. La propuesta: recuperar un límite de reducción más alto (por ejemplo, en torno a los 5.000 euros, el nivel que ya aplica el País Vasco) y diferenciar, al rescatar, entre la parte de aportaciones (que tributaría como rendimiento del trabajo) y la de rentabilidad acumulada (que lo haría como rendimiento del capital).

#4 Una cuenta de ahorro e inversión, por fin

Como hemos abordado en la revista, la Comisión Europea recomendó en 2025 crear una cuenta que permita al ahorrador minorista construir una cartera diversificada bajo un único paraguas fiscal, siguiendo modelos como la ISA británica o el PEA francés. En España se ha planteado la fórmula del Sistema Individual de Inversión Flexible (SIIF), incentivado con una deducción en cuota proporcional a las aportaciones anuales. Una medida que no acaba de convencer hoy a los asesores: solo el 24% la considera “muy relevante”. De ahí que explicar bien esta figura sea tan importante como aprobarla.

#5 Corregir la tributación de las ganancias patrimoniales

La tributación de las ganancias patrimoniales en España presenta dos problemas principales, además de los elevados tipos de gravamen. Por un lado, como para el resto de las rentas, no se corrige el efecto de la inflación, de modo que se pueden gravar como ganancias importes que reflejan la pérdida de valor del dinero con el paso del tiempo. Por ello, en el informe de IEE y EFPA proponen actualizar el valor de adquisición para que solo tribute la ganancia real.

Por otro lado, el sistema limita los gastos que pueden deducirse al calcular la ganancia patrimonial, dejando fuera costes como los gastos financieros, de gestión o ciertos impuestos soportados durante la tenencia del activo. Incluir estos gastos permitiría que la tributación se ajustara mejor al beneficio efectivamente obtenido por el inversor.

#6 Igualar el IVA del asesoramiento

La fiscalidad indirecta puede condicionar también el propio mercado del asesoramiento. Los servicios de asesoramiento financiero facturados independientemente están sujetos al IVA al tipo general del 21%, mientras que el prestado de forma integrada por entidades de crédito queda, en la práctica, oculto bajo la exención aplicable a la intermediación financiera, sin que el cliente lo perciba como un coste separado. El informe no pide eliminar la exención general, sino revisar si esa delimitación práctica genera una distorsión competitiva entre ambos modelos de prestación del servicio. ●

brújula

Detrás de cada nuevo reto hay una historia de evolución, estrategia y convicción. Pero, sobre todo, una decisión tomada en un momento, cuanto menos, cambiante. Brújula no es el dónde, tampoco el cuándo, sino el por qué.



**BEATRIZ
FRANGANILLO**

BUSINESS DEVELOPMENT MANAGER EN GROUPAMA ASSET MANAGEMENT

☼ Una etapa muy ilusionante y, al mismo tiempo, un paso muy natural dentro de su trayectoria profesional. Tras veinte años viendo la industria desde distintos ángulos (asesoramiento, gestión y desarrollo de negocio), Beatriz Franganillo aterriza en Groupama AM con una visión privilegiada de lo que necesita el cliente y de cómo ha evolucionado el sector.



Con qué objetivos aterrizas en Groupama AM como Business Development Manager?

Mi objetivo es seguir ampliando nuestra presencia entre los distintos segmentos de clientes profesionales y, sobre todo, dar mayor visibilidad a capacidades de inversión en las que Groupama AM tiene una experiencia y un posicionamiento diferencial.

Para mí, el desarrollo de negocio pasa primero por escuchar y entender al cliente: saber qué está buscando, qué activo necesita cubrir en sus carteras y, a partir de ahí, identificar dónde podemos aportar valor.

¿Qué visión quieres impulsar?

Una visión muy centrada en el cliente y en la especialización. El mercado está saturado de producto y creo que cada vez tiene menos sentido intentar estar en todas partes. Prefiero identificar aquellas áreas donde realmente tenemos algo diferencial y acompañar al cliente.

¿Qué lecciones de tu paso por Santalucía AM consideras más valiosas para afrontar este desafío?

Mi etapa en Santalucía AM ha sido muy importante profesionalmente. Han sido siete años en los que he podido conocer muy de cerca tanto al inversor institucional como al mundo asegurador y entender cómo se toman realmente las decisiones de inversión.

Una de las principales lecciones que me

llevo es que en nuestro negocio la confianza se construye con tiempo y consistencia. Puedes tener un excelente producto, pero si no conoces al cliente, no entiendes sus necesidades y no estás presente también cuando las cosas no van bien, es muy difícil construir una relación duradera.

Y, por supuesto, me llevo las relaciones profesionales construidas durante estos años, que para mí son uno de los mayores activos en un negocio basado, ante todo, en la confianza.

¿Qué demandan hoy los clientes profesionales, banca privada, aseguradoras y family offices que no demandaban hace cinco años?

Creo que el cambio más importante es que hoy el cliente es mucho más exigente y mucho más sofisticado.

Hace cinco años todavía había una mayor tendencia a hablar de producto. Hoy las conversaciones son mucho más de construcción de cartera: qué función cumple una estrategia, qué riesgo incorpora, cómo se comporta en distintos escenarios y qué aporta respecto a lo que el cliente ya tiene.

También ha aumentado muchísimo la importancia de la liquidez, los costes y la transparencia. Y después de varios años de mercados muy diferentes, hay una mayor preocupación por la diversificación real.

Por último, el cliente espera mucho más de las gestoras. No quiere únicamente producto, quiere acceso a los gestores, información, rapidez de respuesta y un interlocutor que conozca realmente su cartera y sus necesidades. ■

“ El cliente espera mucho más de las gestoras ”



NUEVOS MIEMBROS REFUERZAN LOS COMITÉS DE ÉTICA Y AUDITORÍA INTERNA DE EFPA ESPAÑA

EFPA España ha incorporado tres nuevos perfiles a sus órganos asesores y de supervisión: Ángela María Callejón se suma al Comité de Ética, mientras que Patricia Carreras e Ignacio García-Nieto se incorporan al Comité de Auditoría Interna.



ÁNGELA MARÍA CALLEJÓN

"La ética es la base de la confianza"

La nueva miembro del Comité de Ética de EFPA España repasa los retos deontológicos que enfrenta el asesoramiento financiero ante el avance de la IA y la exigencia creciente de los clientes.

Callejón sostiene que la confianza del cliente no se conquista con cualificación técnica, sino con conductas éticas sostenidas en el tiempo. Es consciente de los desafíos éticos propios de

nuestro tiempo: la presión por la inmediatez, que anula la prudencia; la complejidad de los productos financieros, que exige más transparencia; y la gestión de conflictos de interés, que requiere independencia real. Sobre la inteligencia artificial, advierte que mejora la eficiencia y el análisis de información, pero no debe desplazar el juicio ético del profesional: "la IA acumula y gestiona información, pero no tiene conciencia". Por ello, defiende reforzar la formación deontológica junto a la técnica en todo el sector financiero.



PATRICIA CARRERAS

"El mejor comité es el que ayuda a tomar mejores decisiones"

Con más de dos décadas de experiencia en gestión patrimonial, banca privada y capital riesgo, Carreras destaca los retos del buen gobierno y la supervisión de riesgos emergentes.

Carreras afronta su nueva responsabilidad con la convicción de que la supervisión debe aportar valor, no solo prevenir incidencias, ayudando a anticipar riesgos y a tomar mejores deci-

siones. Señala que a los riesgos tradicionales se han sumado otros ligados a la ciberseguridad, la protección de datos, la inteligencia artificial y la sostenibilidad, lo que exige a los órganos de control comprender nuevos escenarios sin perder independencia de criterio. Sobre la digitalización, destaca sus ventajas (por ejemplo, más información, mejor trazabilidad, detección temprana de incidencias) pero advierte de nuevos riesgos tecnológicos. Como prioridades, no lo duda: fortalecer la gobernanza y acompañar la transformación digital.



IGNACIO GARCÍA-NIETO

"Formar parte de este Comité es otra forma de estar al servicio de EFPA"

Asociado a EFPA desde hace más de 25 años y exmiembro de su junta directiva, García Nieto subraya los retos regulatorios y tecnológicos de la supervisión interna.

García-Nieto asume su incorporación al Comité de Auditoría Interna como un honor y una nueva forma de servicio a EFPA, tras más de 25 años como asociado y su paso por la

junta directiva. Subraya que, en una asociación sin ánimo de lucro y sin accionistas, la supervisión y el control interno cobran aún más relevancia. García-Nieto comparte tres desafíos: asumir el elevado volumen regulatorio, evitar que ello suponga una carga de trabajo desmesurada, y utilizar bien la IA para fortalecer los procesos. Sobre la digitalización, destaca que ofrece más oportunidades y refuerza la prevención. Como prioridades, apunta a mantener la excelencia del Comité e implementar mejores herramientas con ayuda de la IA.



Los riesgos de una excesiva confianza en la IA

JOSEP SOLER*



Aunque septiembre nos dejó el titular alarmista del futuro (“la IA podría acabar con la humanidad en una década”, así, sin ambages) quizá, deberíamos prestar más atención a la urgencia del presente.

La IA puede procesar grandes volúmenes de información, automatizar tareas administrativas, y proporcionar herramientas para personalizar mejor las propuestas a los clientes (sin duda, hace ya importantes aportaciones a la profesión, y EFPA es especialmente activa en ello). Todo ello puede hacernos asesores más eficientes. Pero ¿puede convertirnos también en peores asesores? La IA presenta una paradoja: a medida que se vuelve más competente y utilizada, también puede aumentar el riesgo de confiarnos excesivamente y delegar funciones que forman parte de nuestro valor profesional. El músculo del asesoramiento aplicado con ese criterio humano que arduamente defendemos puede atrofiarse, como la comprensión lectora de nuestros estudiantes ‘enganchados’ al móvil.

El problema no es solo que la IA se equivoque, genere alucinaciones o incorpore sesgos. Es también que el asesor utilice sistemáticamente la IA, funcione suficientemente bien y dejemos de cuestionarla.

Ya en mayo de 2024, ESMA identificó explícitamente esta cuestión. En su documento sobre el uso de la IA en servicios de inversión señaló, entre los riesgos asociados a la IA, la dependencia excesiva (*overreliance*) tanto de entidades y asesores como de los clientes para tomar decisiones de servicios de inversión.

Por tanto, empieza a surgir una pregunta relevante para la profesión: ¿Puede una herramienta que aumenta la productividad del asesor acabar disminuyendo, si se abusa de ella o confía en demasía, la

calidad del asesoramiento? La evidencia disponible sugiere que existen estos riesgos.

Ante todo, la ‘delegación cognitiva’ o el riesgo de una progresiva pérdida de competencias del profesional por una excesiva delegación en la IA, bien descrito por el Instituto CFA en un estudio del pasado agosto. En segundo lugar, el llamado *automation bias* o sesgo de automatización que lleva a confiar en la IA por encima incluso de criterios propios sólidamente establecidos. Un tercer riesgo se centra en aceptar una aparente personalización realizada por la IA sin que el asesor aplique una personalización más substancial basada en su superior conocimiento del cliente. La IA puede generar en segundos un informe aparentemente hecho a medida, pero personalizar una propuesta no es conocer a una persona. Los miedos, experiencias, contradicciones, y objetivos vitales de un cliente no caben en una ficha de datos en la que se basa la IA. Hace pocas semanas, la OCDE trataba este tema en *AI and personal finance* para remarcar el riesgo de generar informes convincentes pero basados en una información del cliente insuficiente y de baja calidad.

McKinsey ha advertido reiteradamente que no es tan importante las ganancias de productividad de la IA sino lo que se hará con ellas: o mejorar el asesoramiento o aumentar el número de clientes por asesor. Solo si el tiempo ahorrado nos sirve para escuchar y explicar mejor, y dedicarnos más al cliente, la tecnología mejorará el asesoramiento.

La mejor IA será aquella que nos libere de las tareas mecánicas para tener más tiempo para lo que aporta más valor, pero hay que aportarlo. El riesgo no es que la IA nos sustituya, es que dejemos progresivamente de hacer aquello que nos convierte en asesores. ●



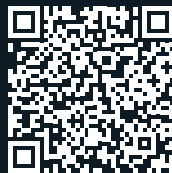
*Consejero ejecutivo de EFPA España y editor de *Asesores Financieros EFPA*.

LAZARD
FRÈRES GESTION



Lazard Sovereignty Europe

Nuestros desafíos
estratégicos como corazón
de nuestra inversión



La presente comunicación de marketing está dirigida a inversores profesionales. No constituye un documento contractual. Consulte el folleto, el documento con la información clave para los inversores (KID PRIIPs) y el último informe y las cuentas del fondo, y no base ninguna decisión de inversión definitiva exclusivamente en esta comunicación. Lazard Sovereignty Europe es una sociedad de inversión francesa de tipo abierto con 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. SRI: 4/7. Las rentabilidades pasadas no garantizan resultados futuros. Los valores liquidativos (NAV) se publicarán diariamente en el sitio web www.fundinfo.com y en el sitio web de la sociedad gestora. Antes de suscribirse, lea el folleto informativo, fuente Fondo Globam. Para obtener información sobre cómo suscribirse o reembolsar, póngase en contacto con su asesor financiero o con el representante de Lazard en los datos de contacto que se indican a continuación. Las suscripciones solo pueden realizarse sobre la base del folleto actualizado. Para cualquier reclamación, póngase en contacto con el representante de la oficina de LAM o LFG en su país. Lazard Asset Management (España), Paseo de la Castellana 140, Piso 10, Letra E, 28046 Madrid.



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

Descubre más en:
bancomediolanum.es

*Según el estudio Benchmarking de Satisfacción de Clientes del sector financiero (BMKS-FIN) 2025, realizado por la consultora independiente Stiga, que analiza las principales entidades bancarias en España.

Family Banker® es una marca registrada de Banca Mediolanum S.p.A.

Este código QR es el único y oficial proporcionado por Banco Mediolanum para acceder a esta información.

