

POSICIÓN

Apuntes de mercado para inversores

«El mercado requiere
DISCIPLINA»

Entrevista a Bert Flossbach

ANÁLISIS

Cuánto trabaja Alemania realmente

CARTERA

Diversificación digital

BONOS

Protección y oportunidad



La bolsa ofrece estos días a su público una imagen dividida en dos. Por un lado, están las grandes empresas tecnológicas estadounidenses.

Representan ya más del 40 % del mercado bursátil de EE. UU. y lideran de forma decisiva el desarrollo de la inteligencia artificial, con inversiones anuales que ascienden a cientos de miles de millones de dólares. Las expectativas de crecimiento asociadas son elevadas y, en algunos casos, las valoraciones bursátiles también lo son; dejan poco margen para decepciones. Queda por ver si estos desembolsos multimillonarios terminarán dando sus frutos.

En contraste, existe un amplio número de compañías sólidamente posicionadas cuyas acciones presentan valoraciones moderadas. Muchas pertenecen a sectores más defensivos – fabricantes de bienes de consumo o empresas del ámbito sanitario –.

Su potencial de crecimiento puede ser menos llamativo, pero también lo son sus riesgos fundamentales. Quien invierte en ellas obtiene negocios previsibles a un precio razonable. En este entorno, los inversores necesitan disciplina. Expectativas de rentabilidad realistas, una visión sobria de las valoraciones individuales y una estructura de cartera equilibrada son hoy más importantes que nunca.



EN UNA PALABRA

Otro año de turbulencias políticas queda atrás. La guerra comercial impulsada por Donald Trump casi ha caído en el olvido; en cambio, la sangrienta guerra en Ucrania, en el corazón de Europa, no lo ha hecho, pese a los grandilocuentes anuncios del presidente estadounidense y autoproclamado pacificador.

Europa se encuentra en una encrucijada. Y no solo por la amenaza rusa. La deuda pública crece de forma constante y acelerada. La población envejece cada vez más, mientras escasea el relevo generacional. El crecimiento y la innovación florecen hoy en otras regiones.

Se requieren reformas de gran calado para que el “viejo” continente recupere competitividad y, con ello, viabilidad de futuro. Queda por ver si los gobiernos, que además deben hacer frente al auge de fuerzas populistas, reunirán el coraje necesario y si los votantes mostrarán la paciencia suficiente.

Como empresarios e inversores nos movemos, por tanto, en un entorno de tensiones. Debemos actuar con pragmatismo y no renunciar nunca, a la ligera, a nuestro optimismo empresarial. Pero, al mismo tiempo, sería imprudente ignorar los riesgos y las derivas políticas.

En los últimos años hemos dado numerosos pasos con el objetivo de posicionarnos de forma sostenible para el futuro. Hemos distribuido la responsabilidad entre más personas, ampliando y rejuveneciendo el equipo directivo. El Dr. Tobias Schafföner, el Dr. Till Schmidt y Marcus Stollenwerk marcaron el inicio. Con los nombramientos de Christian Schlosser y el Dr. Tobias Hirsch este mes de enero, la dirección queda completada. Ambos asumen las áreas de distribución de fondos, así como de TI y datos.

Además, hemos cambiado nuestra forma jurídica: de sociedad anónima alemana hemos pasado a ser una sociedad anónima europea, una Societas Europaea.

Nuestra aspiración es consolidar la empresa como una institución independiente a largo plazo y con vocación intergeneracional. También en el futuro actuaremos exclusivamente en interés de nuestros clientes e inversores, representando siempre sus intereses. Su confianza es para nosotros, al mismo tiempo, un estímulo y una responsabilidad. Muchas gracias.

Aun así, les deseamos que disfruten con la lectura.

Kurt von Storch
Cofundador y propietario de Flossbach von Storch SE



Posición es la revista gratuita trimestral de Flossbach von Storch Invest S.A. sobre la opinión del equipo gestor de Flossbach von Storch SE.

Contáctenos para recibir su ejemplar gratuito.



Descargar en PDF o suscribirse gratuitamente:
www.flossbachvonstorch.es/posicion



Flossbach von Storch
POSICIÓN
1/2026

PANORAMA MUNDIAL

- En profundidad
- 6 **Cuánto trabaja Alemania**
- Divisa
- 12 **El euro ¿una zona monetaria óptima?**
- Crecimiento económico
- 20 **El auge de España**
- Columna
- 24 **Correo de Shanghai**

ESTRATEGIA DE INVERSIÓN

- Título
- 26 **«Pocas veces ha habido tantas acciones con una valoración atractiva»**
- Inteligencia artificial
- 32 **La convicción sigue sin ser una estrategia**
- Euforia en los mercados bursátiles
- 36 **La Resaca del final**
- Cartera
- 40 **Como los humanos, pero mejor**
- 46 **Diversificación digital**
- 50 **Hace falta innovación**
- 53 **Salud – Un componente importante de la cartera**
- Bonos
- 56 **Protección y oportunidades**

CONTEXTO

- Artículo Invitado
- 60 **Deuda pública y financiación de la Guerra**
- Glosario
- 66

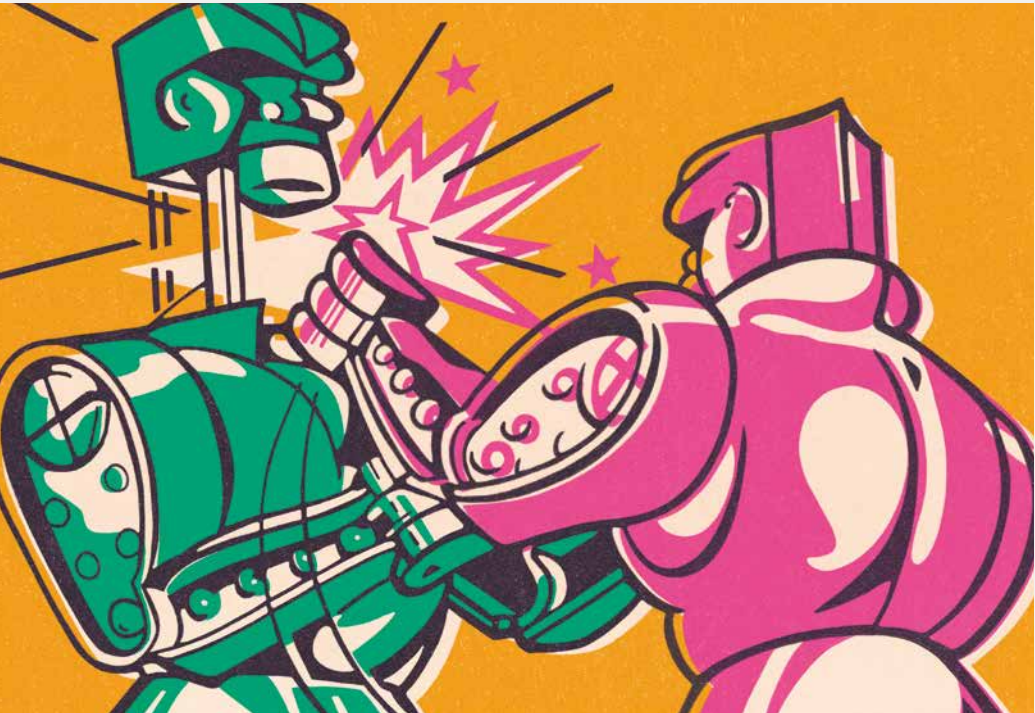


Divisa

El euro ¿una zona monetaria óptima?

Una unión monetaria ofrece numerosas ventajas, al menos en teoría. Sin embargo, la realidad es bien distinta.

12



Inteligencia artificial

La convicción sigue sin ser una estrategia

La inteligencia artificial está transformando el mundo. Pero, desde la perspectiva del inversor, ¿tiene sentido orientar la cartera exclusivamente en esa dirección?

32



Artículo Invitado

Deuda pública y financiación de la Guerra

Las guerras dejan una huella profunda en las finanzas públicas. Una perspectiva histórica de Werner Plumpe.

60

EN PROFUNDIDAD

En esta nueva sección, exploramos temas que aparecen con frecuencia en la vida cotidiana o en los medios de comunicación. En un mundo polarizado, queremos ofrecer datos concretos sobre las cuestiones que preocupan a mucha gente. Esta vez nos centramos en la pregunta:

?

Cuánto trabaja Alemania

Julian Marx

En ningún sitio se trabaja tan poco como en este país.
Al menos eso dicen las cifras de la OCDE.
¿Qué hay detrás del mito de que los alemanes son vagos?

En Alemania hay una enorme escasez de mano de obra cualificada. Apenas existe un sector en su economía sin una necesidad desesperada de personal. Hacen falta ingenieros eléctricos, educadores infantiles e informáticos. Por no hablar del sector de la restauración, los oficios manuales y el transporte público local (por citar solo algunos ejemplos). Según estimaciones del Instituto Económico Alemán, en 2028 podrían faltar en el país 768.000 trabajadores cualificados. Esto plantea inevitablemente la cuestión de cómo cerrar esta brecha.

La respuesta, supuestamente sencilla, la dio el canciller alemán Friedrich Merz en mayo del año pasado: «en este país tenemos que volver a trabajar más y, sobre todo, con más eficiencia», reclamó el político. Y añadió: «con una semana de cuatro días y la conciliación de la vida laboral y familiar, la prosperidad de este país no podrá mantenerse».

La segunda afirmación de Merz, en particular, sugiere que muchos alemanes tal vez busquen demasiada comodidad en su vida laboral. Pero, ¿cuál es la verdad? ¿Se trabaja demasiado poco en el país?

ALEMANIA, A LA COLA

En cualquier caso, las cifras de la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE) pintan un panorama preocupante sobre las horas de trabajo en Alemania. El tiempo de trabajo medio anual del país es el más bajo de los 38 países de la OCDE. En 2024, una persona empleada en el país germano trabajaba solo 1.331 horas, 405 horas menos que la media de la OCDE.

Junto con Alemania, Dinamarca es el único país de la OCDE en el que los empleados trabajan menos de 1.400 horas de media. Los que más trabajaban son los mexicanos, con unas 2.200 horas. En cuanto a los demás países europeos, los griegos se situaban a la cabeza, con casi 1.900 horas, superando incluso a Estados Unidos, que ronda las 1.800 horas (véase el gráfico 1).

Visto así, el tiempo medio de trabajo en Alemania parece alarmante, sobre todo en lo que respecta a la competitividad internacional. Una explicación parcial de esta cifra –al menos en comparación con países no europeos, como EE. UU.– puede ser el mayor número de días de vacaciones. Mientras que los empleados alemanes tuvieron una media de 31 días «libres» en 2024, los estadounidenses solo tienen derecho a entre 10 y 20 días de vacaciones, según la antigüedad. En el caso de México, el país que se sitúa a la cabeza, el elevado número de horas también refleja el hecho de que allí la semana laboral suele ser de seis días, en lugar de los cinco habituales en Alemania. Sin embargo, hay una particularidad estadística que distorsiona la relevancia de la media anual de horas de trabajo.

CUESTIÓN DE TIEMPO PARCIAL

En la letra pequeña, la OCDE ya señala que las medias anuales de horas de trabajo deben interpretarse con cautela. Un factor que reduce las cifras alemanas de horas trabajadas es la proporción de empleados a tiempo parcial, que es superior a la media internacional. De las personas de 15 a 64 años ocupadas en Alemania, el 29% trabajaba recientemente a tiempo parcial. En comparación con los demás países europeos, solo los Países Bajos y Suiza tienen unas tasas de trabajo a tiempo parcial considerablemente más altas, de en torno al 40%. En la UE y EE. UU., en cambio, dicha proporción es inferior al 20%.

La razón de la elevada tasa de trabajo a tiempo parcial alemana es en realidad muy positiva: está estrechamente correlacionada con un alto nivel de ocupación de las mujeres, casi el 50% de las cuales trabajan a tiempo parcial en Alemania. En el primer trimestre de 2025, el 74% de las mujeres alemanas de entre 15 y 64 años tenían un empleo. Mientras que Alemania se encuentra a la cola en cuanto a la media de horas de trabajo anuales, ocupa uno de los primeros puestos en cuanto a mujeres empleadas. La tasa →

Gráfico 1
Alemania se sitúa a la cola

Promedio anual de horas de trabajo por empleado en 2024.

Porcentaje de mujeres de 15 a 64 años que trabajan

Fuente: OCDE, Flossbach von Storch, datos a septiembre 2025

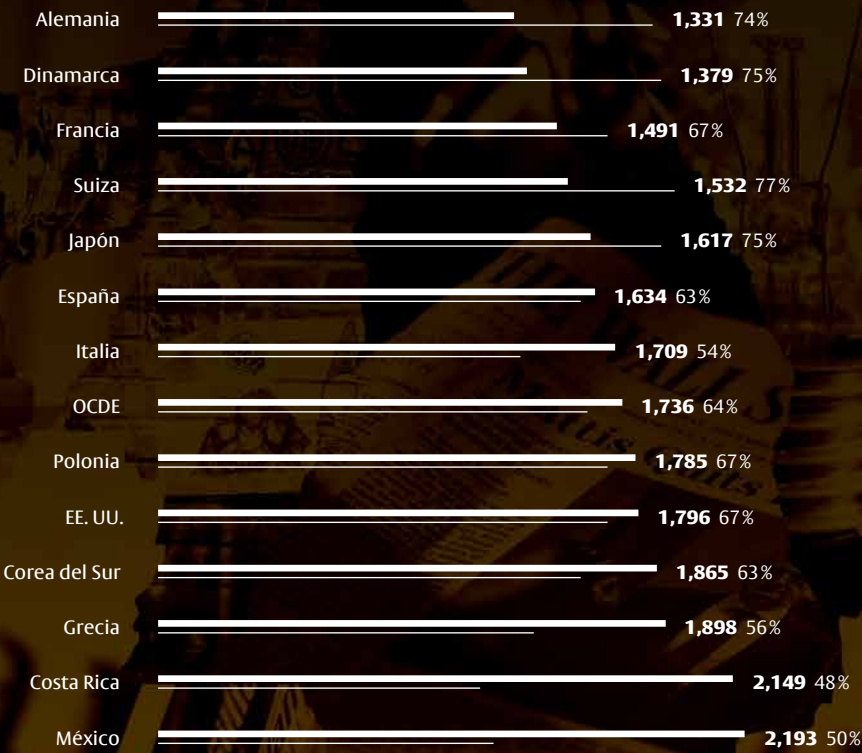


Gráfico 2
Entre los primeros 20

Producto interior bruto per cápita (en dólares estadounidenses) de Alemania; comparación con 195 países

Posición de Alemania en la clasificación mundial del PIB per cápita

Fuente: LSEG Datastream, Flossbach von Storch, datos a 31 de diciembre 2025



media de empleo femenino de la OCDE se sitúa diez puntos porcentuales por debajo de la alemana, en algo menos del 64% (véase el gráfico 1).

En este sentido, el hecho de que la media anual de horas de trabajo no lo es todo también queda demostrado al compararlo con Italia, donde el promedio de horas de trabajo era de 1.700 horas al año, pero solo el 54% de las mujeres de entre 15 y 64 años estaba empleada en el primer trimestre del año pasado. Dicho de otro modo: la participación en el mercado laboral de las mujeres alemanas es casi un 40% superior a la de las italianas. «Mamma mia», podrían exclamare algunos observadores.

También existen diferencias significativas entre los hombres en lo que respecta al empleo. Mientras que en Alemania alrededor del 80% de los hombres de 15 a 64 años tenían un empleo recientemente, la media de la OCDE era ligeramente inferior, del 77%, y en Italia solo llegaba al 71%.

Esto muestra que un análisis aislado de la media anual de horas de trabajo debe tomarse con pinzas. También hay que tener en cuenta la proporción o el número de personas empleadas (incluyendo a tiempo parcial) en relación con el volumen de trabajo de toda la sociedad. Y en este sentido, un aspecto positivo desde la perspectiva alemana es que allí trabaja un número de personas superior a la media.

CANTIDAD Y CALIDAD

Es decir, en Alemania, el volumen total de trabajo se ha repartido cada vez entre más hombros en los últimos tiempos, lo que se debe sobre todo a un notable aumento de la participación de las mujeres en el mercado laboral. En este contexto, la media de horas de trabajo por persona empleada ha disminuido en torno al 13% desde 1994, es decir, tanto como en Suiza. Sin embargo, si nos fijamos en el total de horas trabajadas, estas han aumentado ligeramente en los últimos 30 años, como muestra un análisis del Instituto

de Investigación del Empleo alemán: de 58.119 millones de horas en 1994 a 61.364 millones en 2024. Esto supone un aumento de casi el 6%.

En consecuencia, la reducción de la jornada laboral media se ha visto compensada con creces por una mayor participación en el mercado laboral. Este dato es alentador, ya que el grupo de personas en edad de trabajar (de 20 a 64 años) se ha reducido en torno a un 5% en los últimos 30 años, lo que significa que la oferta potencial de mano de obra ya estaba bajo presión.

TENER UN EMPLEO

Aparte de esto, hay que tener cuidado a la hora de vincular el rendimiento laboral únicamente a las horas trabajadas. Al fin y al cabo, el rendimiento laboral en las sociedades avanzadas se ha convertido cada vez más en una cuestión del capital humano o del uso (eficiente) del capital. Por consiguiente, hay unas grandes diferencias en la producción económica anual de los distintos países. Según el producto interior bruto per cápita (PIB per cápita) en dólares estadounidenses, Suiza es desde hace décadas uno de los líderes absolutos entre todas las naciones del mundo, «a pesar» de un tiempo de trabajo medio anual inferior en 200 horas a la media de la OCDE y «a pesar» de una de las mayores tasas de trabajo a tiempo parcial de las mujeres empleadas de 20 a 64 años, de más del 60%. El año pasado, el PIB per cápita suizo volvió a superar la barrera de los 100.000 dólares. Los únicos que también lo han conseguido son Irlanda y Luxemburgo, dos países menos poblados y que podrían haberse beneficiado ambos de su condición de «paraísos fiscales de la UE».

Así, el PIB per cápita de Suiza era unas ocho veces superior al de México, líder en número de horas de la OCDE. Alemania también se sitúa entre los primeros puestos en la clasificación de países con un mayor rendimiento,



con un PIB per cápita reciente de unos 60.000 dólares. Entre los 195 países contemplados, Alemania se mantiene estable en torno a los primeros 20, situándose recientemente en el puesto 18. Desde este punto de vista, Alemania no se ha movido demasiado en lo que llevamos de milenio (véase el gráfico 2), y en comparación con los países de la OCDE, roza el tercio superior en cuanto a rendimiento.

En este sentido, el PIB per cápita medido en dólares estadounidenses es, lógicamente, solo un indicador aproximado del rendimiento laboral y la fortaleza de una economía. Está sujeto a las fluctuaciones del tipo de cambio, que a menudo solo guardan una relación parcial con la producción económica real. También hay que tener en cuenta que muchas de las economías que se sitúan por delante de Alemania en esta clasificación son comparativamente pequeñas y se benefician de unos factores específicos. Catar y Noruega, por ejemplo, con poblaciones de algo menos de tres y seis millones de habitantes respectivamente, gozan de una abundancia de materias primas y de las consiguientes exportaciones de gas y petróleo.

El examen más detallado de los hechos muestra que la mera cifra de las horas trabajadas tiene una relevancia limitada con respecto a la «calidad del trabajo». En este contexto, también podría reformularse la cuestión en torno al rendimiento laboral de los alemanes. En lugar de «¿Cuánto trabaja Alemania?», la pregunta podría ser: «¿cómo de bien trabaja Alemania?».

En términos relativos, el PIB per cápita muestra que los alemanes continúan sin salir mal parados en comparación con los demás países.

OTRA PERSPECTIVA

La cuestión de las horas de trabajo es aún más compleja si no tomamos simplemente una perspectiva económica a

corto plazo. Por ejemplo, la vida laboral prevista desempeña un papel cada vez más importante en unas sociedades en envejecimiento. También en este aspecto Alemania sale bastante bien parada y, según Eurostat, actualmente tiene una esperanza de vida laboral de unos 40 años. Esta cifra es notablemente superior a la media de la UE de 37 años. Solo Dinamarca, los Países Bajos, Suecia y Suiza tienen una vida laboral notablemente más larga, de casi 43 a 44 años.

Por otra parte, está el trabajo no remunerado, que suele ser menos relevante desde el punto de vista económico, pero con una gran importancia social. Esto incluye la crianza de los propios hijos o el cuidado de familiares, así como el trabajo voluntario. Según la última encuesta de utilización del tiempo de la Oficina Federal de Estadística alemana, las personas a partir de 18 años dedican en promedio casi dos horas semanales a actividades de voluntariado no remuneradas. Es cierto que estas dos horas semanales se distribuyen de forma muy desigual, ya que «solo» el 37 % de la población mayor de 10 años participa en actividades de voluntariado.

Sin embargo, otras cifras demuestran lo importante que es esta contribución. Según la Confederación Alemana de Deportes Olímpicos, más de 500.000 personas tienen una licencia de entrenador en Alemania y prestan en torno a 10,8 millones de horas de trabajo voluntario al mes. De este modo, ofrecen, entre otras cosas, a millones de niños y jóvenes una forma asequible de participación social. Su relevancia queda patente en un estudio realizado en 2023, financiado por el Ministerio Federal de Familia, Tercera Edad, Mujer y Juventud. Según el estudio, los niños y adolescentes que practican deporte con regularidad están generalmente más sanos que los que no suelen practicar ningún deporte. En este contexto, tanto el ejercicio físico como la interacción social desempeñan un papel importante. Por tanto, el voluntariado también supone una importante contribución económica: al fin y al cabo, la sociedad en su conjunto se beneficia cuando los niños y jóvenes se convierten en adultos sanos y productivos.

Fuera del ámbito deportivo, las actividades de voluntariado también tienen una importancia considerable en algunos casos. A finales de 2022, los servicios de bomberos voluntarios de Alemania contaban con 1 millón de bomberos. Estos no solo se exponen a riesgos físicos en caso de emergencia, sino que también se enfrentan regularmente a estrés psicológico: en particular, las situaciones en las que están en juego vidas humanas pueden suponer una gran carga emocional.

Podrían citarse muchos otros ejemplos de trabajo no remunerado, pero de gran relevancia para la sociedad. En combinación con una vida laboral por encima de la media de la UE, esto muestra lo difícil que resulta obtener un panorama completo a partir de las horas trabajadas.

¿QUIÉN ES EL VAGO AQUÍ?

El canciller alemán Friedrich Merz dio que hablar el pasado mes de mayo con su llamamiento a «trabajar más y, sobre todo, con más eficiencia». También causó revuelo su afirmación de que «con una semana de cuatro días y la conciliación de la vida laboral y familiar, la prosperidad de este país no podrá mantenerse». Todo indica que sus declaraciones –posiblemente muy deliberadas en un contexto de economía en crisis– fueron elegidas de forma provocadora para avivar el debate sobre cómo mantener la prosperidad en una sociedad que envejece.

Efectivamente, los datos a largo plazo no indican que las ganas de trabajar hayan disminuido notablemente en Alemania. En general, los alemanes seguramente no son «vagos» o «más vagos que antes». Al fin y al cabo, el volumen total de trabajo ha aumentado ligeramente en las últimas décadas. Si además tenemos en cuenta que el número de personas en edad de trabajar de entre 20 y 64 años descendió ligeramente durante este periodo, el aumento moderado del volumen de trabajo aún es más de destacar.

El hecho de que la media de horas de trabajo por persona empleada haya disminuido también se debe a los cambios en el mercado laboral. En particular, ahora hay muchas más mujeres en la población activa alemana. Por tanto, especialmente en lo que respecta a la conciliación de la vida laboral y familiar, la semana de cuatro días «desdeñada» por el canciller es, en cierta medida, incluso un requisito necesario para que ambos progenitores puedan trabajar en una sociedad moderna. Esta evolución de Alemania solo la superan unos pocos países como Dinamarca, Países Bajos y Suiza, y estos tres países son aún más competitivos en términos de PIB per cápita. En este contexto, el dato de la media anual de horas de trabajo, según los datos de la OCDE, debe tomarse con pinzas y situarse dentro de una perspectiva más amplia.

Por tanto, tildar de manera generalizada a los alemanes de «vagos», especialmente en comparación con los datos internacionales, está poco justificado. A la inversa, por supuesto, esto también se aplica a muchas economías con un menor rendimiento. Puede que las personas de las zonas rurales de África que a veces tienen que andar kilómetros para llenar sus bidones de agua potable sean menos productivas en un sentido económico, pero no tienen nada de vagas. El ejemplo demuestra que, en un mundo politizado en el que los debates se definen cada vez más por puntos de vista extremos, sigue siendo esencial examinar las cosas desde distintos ángulos; al menos, si se quieren identificar y resolver los problemas relevantes. ♦

Julian Marx es analista en Flossbach von Storch SE en Colonia.

El euro ————— ¿una zona monetaria óptima?

En teoría, una moneda común puede aportar beneficios a las economías nacionales, pero siempre y cuando se cumplan ciertas condiciones.

Gunther Schnabl



El 1 de enero de 2026, Bulgaria pasará a ser el 21º Estado miembro de la zona euro. Christine Lagarde, la presidenta del Banco Central Europeo (BCE), ha asegurado a los búlgaros que el euro traerá «prosperidad y seguridad». Como el ciclo económico de Bulgaria está estrechamente ligado al de la zona euro, la moneda única sería «un paso lógico» para este país.

Lagarde se inscribe así perfectamente en la tradición de formular predicciones categóricas cuando se producen eventos de este tipo. Cuando se creó el euro en 1999, el entonces presidente francés Jacques Chirac prometió a los franceses que el euro se convertiría en «un polo de estabilidad en Europa». El canciller alemán Gerhard Schröder vaticinó unos «tiempos mejores que los del marco alemán» al introducirse el euro en efectivo en enero de 2002.

¿ES EL ESTADO DE ÁNIMO PEOR QUE LA SITUACIÓN?

Sin embargo, a algunos nos da que pensar cuando oímos esas palabras. Los ánimos no son muy buenos actualmente. La economía de la zona euro está estancada, la divergencia entre los Estados miembros ha aumentado considerablemente, el poder adquisitivo del euro ha caído y la inflación percibida de alrededor del 10% es muy superior a la cifra oficial de en torno al 2%.

Entonces, ¿es el euro una zona monetaria óptima para los europeos o no? Según Robert Mundell, que recibió el Premio Nobel por esta teoría en 1999, una zona

monetaria es óptima cuando todos los países miembros siguen el mismo ciclo económico. Si, por el contrario, una parte de los miembros está en recesión y la otra no, entonces el banco central único no puede fijar un tipo de interés óptimo. Si baja los tipos para ayudar a una parte de los países a superar la crisis, alimentará la inflación en los demás. Si los sube para frenar la inflación en los países en expansión, agrava la crisis en el resto.

UNOS MERCADOS LABORALES FLEXIBLES AYUDARÍAN ...

Si es bastante probable que los ciclos económicos sean distintos, entonces es mejor un sistema de tipos de cambio flotantes; a menos que los mercados laborales sean lo suficientemente flexibles como para compensar las diferencias de la coyuntura. Esto significa que si una zona está en crisis, los precios y los salarios caerán rápidamente y los desempleados tendrán que emigrar a la zona con la economía más fuerte.

Puesto que los mercados laborales europeos eran de todo menos flexibles ya entonces, muchos desaconsejaron una unión monetaria en la heterogénea Europa Occidental de los años 1990. A pesar de ello, se introdujo el euro: pero con un defecto de diseño que la excanciller alemana Angela Merkel señaló en plena crisis del euro: «la eurozona no tiene una política financiera y social común que permita nivelar automáticamente los distintos ciclos económicos».

... O UNA POLÍTICA FINANCIERA Y SOCIAL COMÚN

Si hubiera una unión política y, por ejemplo, Francia estuviera en auge y Alemania en crisis, los franceses pagarían más impuestos al Ministerio de Hacienda conjunto en Bruselas. Esto compensaría la caída de los ingresos fiscales en Alemania. Las mayores cotizaciones sociales de Francia permitirían pagar más prestaciones sociales en Alemania, lo que estabilizaría la economía de este país. Sin embargo, una política financiera y social común de la UE no se contempló entonces (ni se contempla ahora).

En su lugar, la Comisión Europea argumentó en 1990 que la eliminación de las fluctuaciones entre las divisas nivelaría los ciclos económicos, porque aumentarían las relaciones comerciales entre los países del euro. En trabajos posteriores, Mundell también demostró que los ciclos económicos pueden igualarse en una unión monetaria debido a una mayor integración de los mercados de capitales. Si los bancos alemanes y franceses operan en Alemania y Francia respectivamente, en caso de haber ciclos económicos diferentes, los mayores impagos de préstamos en un país se compensan con unos menores impagos en el otro.

Desde esta perspectiva, la creación del mercado único en 1992 estableció un importante prerrequisito para el funcionamiento de la unión monetaria. Sin embargo, la convergencia esperada no se materializó. Al registrar otras regiones del mundo un mayor crecimiento que en Europa, el comercio entre los países de la

Muchos desaconsejaron una unión monetaria en la heterogénea Europa Occidental de los años 1990. A pesar de ello, se introdujo el euro: pero con un defecto de diseño.

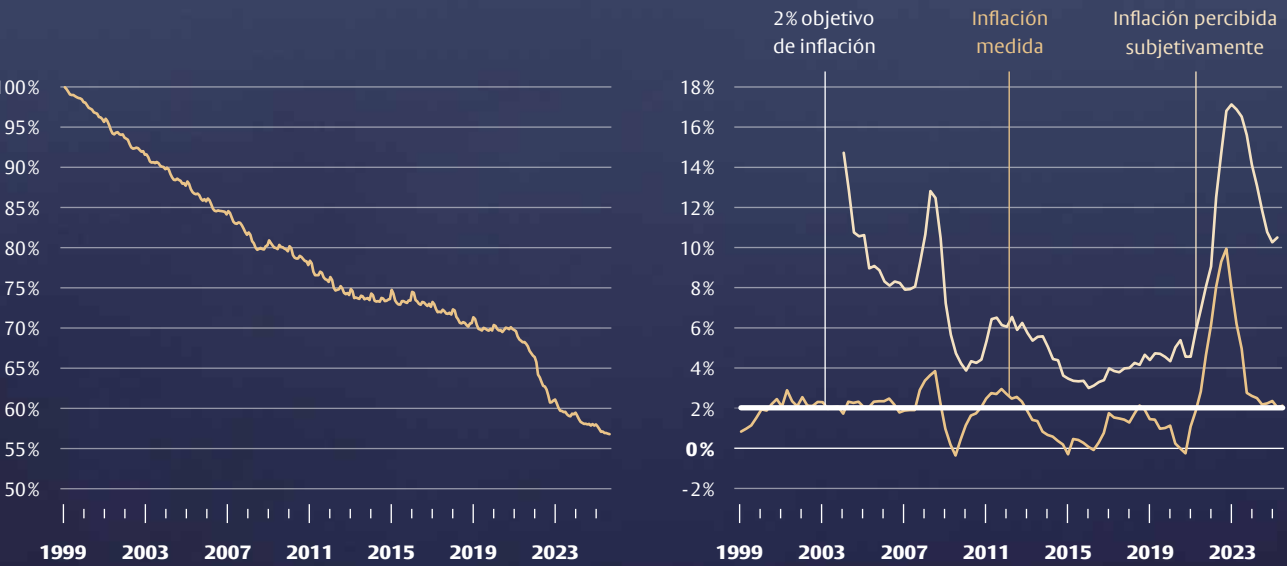


Gráfico 1
Gran pérdida de valor desde la introducción del euro ...
Evolución del poder adquisitivo
Fuente: BCE y cálculos propios basados en el índice de precios de consumo armonizado (IPCA), datos a diciembre 2025

Gráfico 2
... que suscita poca confianza en la moneda única
Inflación oficial y percibida en la eurozona (Índice Ene 1999=100)
Fuente: Oxford Economics y Comisión Europea. Inflación percibida como mediana, datos a diciembre 2025

zona euro disminuyó en proporción a su comercio total. Los criterios de Maastricht, que pretendían garantizar la convergencia en la eurozona, provocaron en realidad una mayor divergencia de los ciclos económicos a través de los mercados financieros poco después de la introducción del euro.

LOS CICLOS ECONÓMICOS
DIVERGEN CADA VEZ MÁS

En los países del sur de la zona euro, que tuvieron que bajar sus tasas de inflación y sus tipos de interés al nivel de Alemania para incorporarse a la unión monetaria, se desencadenó en consecuencia una expansión. En Alemania, en cambio, la reunificación había disparado la deuda pública, de modo que el país tuvo que economizar para cumplir los límites de endeudamiento de Maastricht. La austeridad empujó a los bancos alemanes a conceder más préstamos a los países del sur de la eurozona, gracias a los tipos de cambio irrevocablemente fijos, donde alimentaron los excesos en el gasto público y en los mercados inmobiliarios.

Los crecientes déficits comerciales y la deuda externa de la periferia de la zona monetaria desembocaron en la crisis del euro a partir de 2008, a consecuencia de la cual se invirtieron los ciclos económicos. Mientras que en los países del sur las crisis persistieron durante mucho tiempo, la política de rescate del euro del BCE impulsó un fuerte aumento del gasto público y de los precios inmobiliarios en Alemania. A pesar de la estabilidad de los tipos de cambio nominales, los

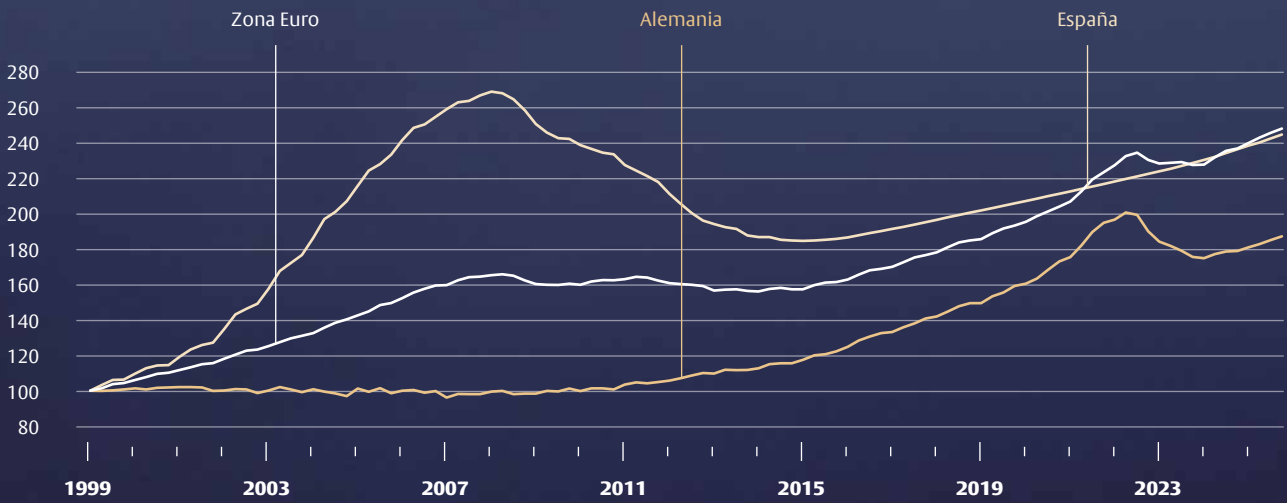


Gráfico 3
Subida de los precios inmobiliarios
Evolución de los precios desde 1999 en España, Alemania y la Zona Euro

La rentabilidad histórica no es un indicador fiable de los resultados futuros.
Quelle: Oxford Economics, datos a diciembre 2025

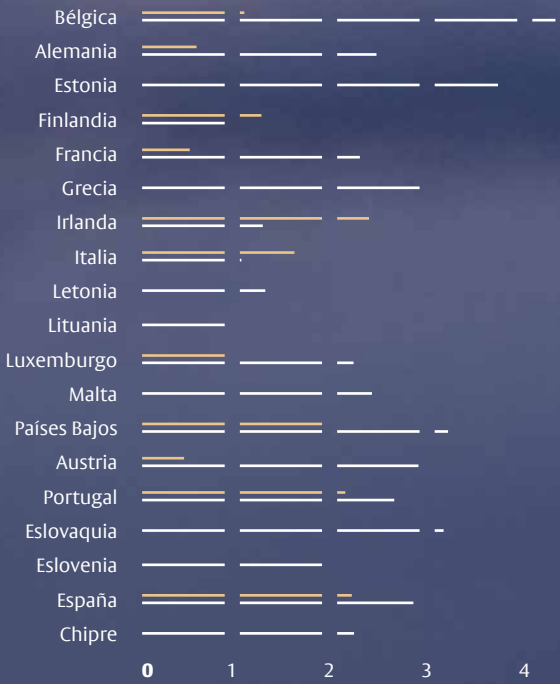


Gráfico 4
Zona monetaria heterogénea
Tasas de inflación de los países del euro en 1999 y 2024

Fuente: BCE. No se incluyen datos de 1999 para los países que no fueron miembros fundadores de la unión monetaria, datos a diciembre 2025



Gráfico 5
Los programas de ayuda mantienen la integridad del euro
Evolución de los tipos de interés a largo plazo en la zona euro

Fuente: FMI, datos a diciembre 2025

precios y los salarios divergieron a menudo dentro de la zona euro, lo que provocó considerables fluctuaciones de los tipos de cambio reales.

LAS AMPLIACIONES DE LA ZONA EURO
INTENSIFICARON LAS DIFERENCIAS

Con la ampliación a cada vez más países de Europa central y oriental con una renta per cápita inferior a la media del euro, la unión monetaria pasó a ser cada vez más heterogénea.

Las distintas tasas de inflación y crecimiento hicieron que el tipo de interés oficial fijado uniformemente en Fráncfort repercutiera de forma diferente en los distintos países del euro. Las políticas financieras de dichos países deberían haber igualado las diferencias económicas, pero los gobiernos nacionales estaban comprometidos sobre todo con sus propios objetivos. Desde la crisis del euro, a más tardar, ha quedado claro que la moneda única no puede sobrevivir sin programas públicos de ayuda.

En primer lugar, se constituyeron grandes paquetes de ayuda para los países en crisis del sur de Europa e Irlanda. En mayo de 2010, el parlamento federal alemán despejó el camino para los primeros 110.000 millones de euros para Grecia con





Gráfico 6
Caros programas de rescate para el euro
Volumen del balance del Eurosistema y posiciones en deuda pública
(en billones de euros)

Fuente: BCE. El SMP, el PSPP y el PEPP son programas de compras de bonos del BCE, datos a diciembre 2025

la «Ley de Estabilidad Financiera de la Unión Monetaria». Angela Merkel había hecho campaña con el lema «si fracasa el euro, fracasa Europa». Le siguieron el «Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera» (60.000 millones de euros) y la «Facilidad Europea de Estabilización Financiera» (volumen de préstamos de 440.000 millones de euros), que se transfirieron al «Mecanismo Europeo de Estabilidad» (MEDE) en 2012 con una dotación de capital de 700.000 millones de euros.

Sin embargo, las ayudas financieras aprobadas mediante mecanismos democráticos no fueron suficientes. Cuando los tipos de interés de la deuda pública de Grecia, Italia, Irlanda, Portugal y España subieron de forma alarmante, lo único que logró salvar al euro fue el presidente del BCE, Mario Draghi, en julio de 2012 con su legendaria frase «cueste lo que cueste». En el curso de los numerosos programas de rescate que siguieron, el balance del Eurosistema pasó de 1,3 billones de euros en diciembre de 2007 a 8,8 billones en junio de 2022. En torno a la mitad de esta cifra adoptó la forma de compras de bonos soberanos. Aunque el balance se ha reducido a unos 6 billones de euros desde entonces, el Eurosistema prevé mantener estructuralmente bonos del Estado en el futuro.

LA FUNCIÓN DEL BCE HA CAMBIADO

Hasta la crisis, el BCE había fijado un tipo de interés oficial uniforme para todos los miembros de la zona euro, conforme al lema «one size fits all» (es decir, «una política monetaria para todos»). A partir de la crisis, el Eurosistema pudo centrarse en los países en dificultades a la hora de acumular activos en su balance. Las compras de deuda pública se orientaban inicialmente según la participación en el capital de cada uno de los países del euro en el BCE, pero la ponderación se ha desplazado a favor de los países en crisis del sur de Europa. Las denominadas

«operaciones de refinanciación a plazo más largo con objetivo específico» (TLTRO) se dirigieron desde el principio a los países en dificultades. Con el Instrumento para la Protección de la Transmisión, el BCE creó en 2022 la posibilidad de comprar preferentemente bonos de los países en crisis «en caso de emergencia».

Con la crisis del coronavirus, la UE se acercó más a un mecanismo regional de compensación financiera que consiga equilibrar los distintos ciclos económicos dentro de la unión monetaria. El plan de recuperación «NextGenerationEU» distribuirá subvenciones y préstamos por un total de unos 800.000 millones de euros entre 2021 y 2026, preferentemente a favor de los países problemáticos Italia, España y Grecia, por valor de 194.000, 163.000 y 36.000 millones de euros, respectivamente. Pronto se han sucedido las buenas noticias procedentes de los anteriormente atribulados países del sur, incluida España.

UNA NUEVA COMPENSACIÓN FINANCIERA, CON INCONVENIENTES

Si esta forma de compensación financiera se hiciera permanente, el BCE se liberaría de cargar con la cohesión de la unión monetaria; pero solo a primera vista, ya que el plan «NextGenerationEU» se financia mediante bonos de la UE (eurobonos). Estos ya forman parte de la lista de valores que puede adquirir el BCE. Una parte de los bonos emitidos anteriormente por la UE ya deberían figurar en el Eurosistema como bonos supranacionales. Por tanto, la UE está más cerca de una política financiera común financiada por los bancos centrales de lo que muchos creen.

Aunque el tan conjurado «desplome del euro» no se haya materializado, la moneda única sigue sin ser una zona monetaria óptima. Sin embargo, las cifras de inflación del BCE según el índice oficial de precios de consumo armonizado son razonables. Y el poder del BCE es cada vez mayor. No solo es responsable de salvar el euro, sino ahora también de la estabilidad financiera y de proteger el clima. Con un euro digital, quiere incluso poner fin en el futuro al dominio del dólar estadounidense como moneda de reserva internacional.

Por desgracia, el euro se ha depreciado considerablemente frente al oro y, desde 2008, también frente al dólar estadounidense. La elevada inflación percibida también indica una pérdida de confianza. La reciente crisis fiscal en Francia ha dejado claro finalmente que el intento de garantizar la estabilidad del euro limitando la deuda pública en la eurozona ha fracasado.

No obstante, el euro se mantendrá, porque el BCE dispone de un margen de maniobra ilimitado para salvarlo. Pero la inflación resultante –y en parte oculta– frena el crecimiento y aumenta la desigualdad. Además, el poder de Alemania para mantener unida la eurozona con transferencias está menguando, porque la industria alemana ha perdido competitividad con la debilidad del euro. Por lo tanto, todos los habitantes de la eurozona deberían percibir cada vez más la carga del euro. ♦



SOBRE LA PERSONA

El Prof. Dr. Gunther Schnabl dirige el Flossbach von Storch Research Institute y es profesor en la Universidad de Leipzig. Ha sido asesor del Banco Central Europeo y ha investigado en las universidades de Leipzig, Paris 1 Panthéon-Sorbonne, Stanford, Tokio, Lovaina y Tübinga. Asimismo, ha sido investigador visitante en el Deutsche Bundesbank, el Banco Central Europeo, el Banco de Japón y el Federal Reserve Bank de Nueva York.

i

EL AUGE DE ESPAÑA

Mientras que la economía alemana lleva seis años estancada, España ha registrado un crecimiento económico envidiable. Explicamos los motivos.

Pablo Duarte

Desde el segundo trimestre de 2019, el producto interior bruto (PIB) alemán ha crecido un 0%. La situación es diferente en otras economías de la eurozona; España, en particular, ha registrado un crecimiento económico envidiable.

por empleado, ha repuntado un 3% en España desde 2012, solo un poco más que en Alemania (2%). En Estados Unidos, en cambio, la productividad escaló en un 19% en el mismo periodo.

Ajustado a la inflación, el PIB de este país es un 11% superior al de antes de la pandemia. Aunque la economía estadounidense creció algo más, la eurozona y Alemania se quedaron muy por detrás de España (véase el gráfico 1).

Pero ¿por qué la economía española ha progresado más que la alemana? A primera vista, parece que se cumple una vieja promesa del euro: los niveles de vida de los países de la unión monetaria están convergiendo. Efectivamente, la diferencia de renta per cápita entre Alemania y España se ha reducido considerablemente. Mientras que los españoles ganaban una media de 18.000 euros menos al año en 2020, esta diferencia se ha reducido ahora a unos 15.000 euros. Sin embargo, es más probable que esto sea una consecuencia, más que una causa, del reciente auge.

Entonces, ¿ha habido un milagro en la productividad española? Apenas: la productividad laboral, medida según el PIB

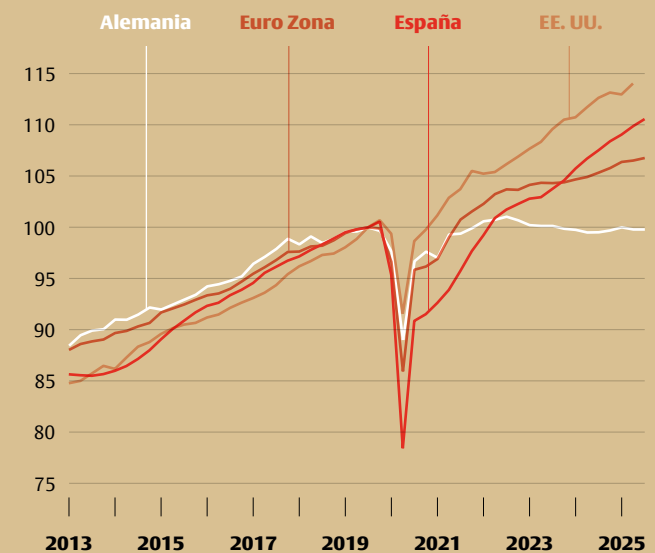


Gráfico 1
España aventaja a Alemania
Comparación de los productos interiores brutos reales (indexados: 2.º trimestre 2019 = 100)

Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, DESTATIS, INE, Eurostat, BEA, datos del tercer trimestre de 2025.

VENTAJAS SOBRE TODO GRACIAS AL ÉXITO DE LA INMIGRACIÓN ...

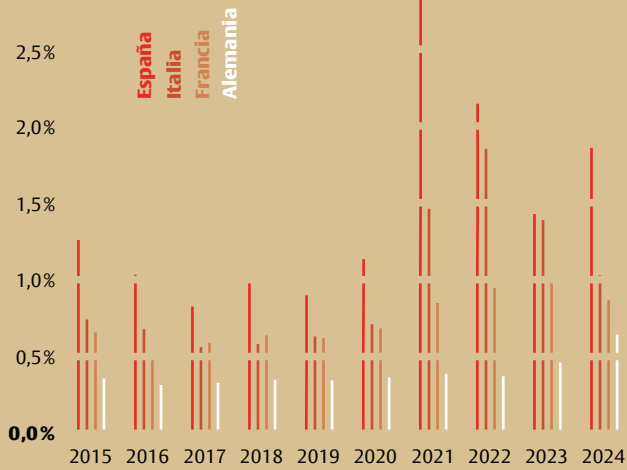
Por otra parte, el número de personas empleadas en España sí que ha aumentado mucho más que en Alemania. La tasa de natalidad media por mujer en España es de 1,12, mientras que en Alemania es ligeramente superior, del 1,35.

Sin embargo, la población española en edad de trabajar, es decir, todas las personas de entre 15 y 64 años, se ha ampliado en un total de 1,2 millones desde 2021; el número de personas empleadas ha crecido en 2,4 millones, hasta alcanzar los 22 millones. En Alemania, la población activa se ha incre-

mentado en unas 800.000 personas en el mismo periodo, un alza que se produjo bruscamente tras el estallido de la guerra en Ucrania en 2022. El número de empleados creció en Alemania en 1,6 millones hasta los 46 millones. Es decir, la población activa en España desde 2021 ha progresado alrededor del 12%, frente a solo el 4% en Alemania.

Aunque la proporción de extranjeros sobre la población total de Alemania es del 14,7%, superior al 13,8% de España, en este país la proporción de extranjeros sobre la población activa es más alta, de un 16,1% frente al 15,3% de Alemania. La proximidad cultural y lingüística con América Latina, de donde procede la mayoría de los inmigrantes, contribuye a minimizar las pérdidas por fricciones a la hora de integrarse.

Tanto más porque el generoso sistema de bienestar social alemán retrasa la integración de los inmigrantes en el mercado laboral. En España se ofrecen muchas menos prestaciones sociales. A cambio, se tolera el trabajo en el mercado laboral informal y, al cabo de dos años, existe incluso la posibilidad de legalización.



... Y A LAS TRANSFERENCIAS DE LA UE

Un segundo factor del auge español es el dinero procedente de Bruselas. El gasto público en España está recibiendo un enorme impulso gracias a las transferencias de la Unión Europea (UE). Antes de la crisis del coronavirus, estas ascendían al 1% del PIB. Ya entonces eran más elevadas en el caso de España que en el de Alemania, donde se situaban entre el 0,3% y el 0,4%. Sin embargo, tras la COVID y el «Fondo de Recuperación»

de la UE que se puso en marcha en febrero de 2021, y el programa «NextGenerationEU» que le siguió después, esto cambió. El Fondo de Recuperación por sí solo prevé subvenciones y préstamos para España por un total de 163.000 millones de euros. En 2024, por ejemplo, los flujos de capitales de Bruselas hacia Madrid ascendían al 2% del PIB español, mientras que Alemania solo recibía subvenciones por el 0,6%.

Si a las transferencias de la UE se añade el déficit público del 2,8% en ambos países, la economía española recibió en total unos estímulos fiscales de casi el 5% del PIB en 2024. En Alemania, en cambio, los estímulos siguieron siendo considerablemente menores. Una parte del crecimiento español es, pues, demanda importada, financiada por transferencias europeas.

Así pues, mientras España vive un auge económico, Alemania está en crisis. El «milagro económico» español se basa, por un lado, en las enormes inyecciones financieras de la UE. Sin embargo, también ayuda el éxito de la integración de los inmigrantes en el mercado laboral. La tolerancia del trabajo informal y la perspectiva de legalización parecen ofrecer a los inmigrantes unos mayores incentivos para participar en el mercado de trabajo. ♦

Pablo Duarte es analista de investigación en el Flossbach von Storch Research Institute.

Así pues, mientras España vive un auge económico, Alemania está en crisis.

Shenwei Li



CORREO DE S H A N G H A I

Motor económico, superpotencia, dictadura de partido. Quien se interesa por las tendencias mundiales mira hacia China. La analista Shenwei Li nos cuenta sus experiencias desde la perspectiva de una ciudadana china, esta vez sobre las consecuencias de la caída de los precios para los propietarios de viviendas.

Normalmente, en nuestro país, para comprar un piso hay que pedir un préstamo bancario. Sin embargo, también los vendedores se ven cada vez más obligados a hacerlo. Después de tres años de correcciones de precios en nuestro mercado inmobiliario, ahora se ha llegado, según la región, a los niveles de entre 2016 y 2018, incluso en Shanghái. Muchas personas que quieren desprenderse de sus viviendas se encuentran ahora con que el producto que pueden obtener de la venta no basta para pagar el importe pendiente de la hipoteca. Si, a pesar de ello, alguien aún quiere o tiene que seguir adelante, suele necesitar un préstamo para cubrir las obligaciones restantes.

Esto afecta especialmente a quienes compraron pisos en pleno auge inmobiliario, es decir, entre 2020 y 2023, y los financiaron con hipotecas. Según la oficina de estadísticas, un metro cuadrado de espacio residencial de nueva construcción costaba una media de 8.307 renmimbi a principios de 2018, comparado con 12.497 a mediados de 2023, lo que supone un incremento del 50%. Por tanto, con un porcentaje de capital propio del 30% en cada caso, los compradores han tenido que pedir hipotecas cada más altas por el mismo número de metros cuadrados.

LAS DIFICULTADES AUMENTAN

Sin embargo, como la situación económica de nuestro país también se ha deteriorado, muchos deudores hipotecarios han sufrido recortes de sueldo entretanto o incluso han perdido su empleo. En este contexto, las bajadas de los tipos de interés, de un máximo del 6% en 2023 a alrededor del 4% recientemente para los contratos existentes, apenas han supuesto un alivio.

Algunos deudores se ven duramente afectados al comprobar que el producto de la venta que pueden obtener ahora es inferior al importe pendiente de la hipoteca. Aunque a algunas personas les resulta extremadamente difícil seguir haciendo frente a sus préstamos, deciden no vender y seguir pagando con enorme esfuerzo. Otros llevan a cabo la venta con la ayuda de los bancos. Algunos cuentan con apoyo de familiares o amigos. La probabilidad de que los vendedores se recuperen rápidamente de su situación económica suele ser alta, sobre todo porque el alquiler neto en las metrópolis es como máximo del 1% al 2% del precio de compra; en las ciudades «low tier» o de bajo nivel (con menos habitantes y rentas medias más moderadas) es algo más elevado.

¿ES EL PORCENTAJE DE IMPAGOS MAYOR DE LO QUE SE CREE?

¿Cuál es la magnitud del problema? Un informe del Instituto de Investigación del Banco de China, que desde entonces se ha eliminado, estima la proporción de hipotecas que dejarán de ser atendidas por insolvencia del deudor («tasa de morosidad») en un 3,7% para 2025. En algunas ciudades de bajo nivel, se habla de un 5%. En comparación, la tasa de morosidad oficial comunicada por los bancos comerciales no es de más del 2%.

En cualquier caso, parece haber una gran presión para que los bancos contabilicen el menor número posible de impagos en sus balances. Por ello, se resisten a hacerlo, recurriendo a recordatorios y otras medidas. En consecuencia, cada vez son más los titulares de hipotecas que dejan de pagar, incluso sin padecer dificultades financieras. En el peor de los casos, las entidades financieras incluirán a estos deudores en una lista negra de morosos y los afectados ya

no podrán reservar billetes de primera clase ni hoteles de 5 estrellas cuando viajen: unas desventajas que parecen manejables.

ALGUNOS BANCOS AUMENTAN LA PRESIÓN SOBRE LOS PRECIOS

Además, desde hace un tiempo, los bancos más pequeños de las ciudades de bajo nivel intentan cada vez más deshacerse de los inmuebles de los deudores que les fueron entregados en garantía. Por desgracia, nuestra ley bancaria establece que entonces hay que venderlo en un plazo de dos años. Como consecuencia, el precio de venta suele ser entre un 20% y un 30% inferior al de mercado, lo que no deja de tener consecuencias en un mercado ya de por sí débil: los compradores potenciales retrasan las compras, mientras que los vendedores potenciales a menudo se sienten obligados a bajar aún más los precios de sus propios inmuebles.

Los perjudicados son los prestatarios que tienen que vender a causa de grandes dificultades financieras y obtienen de la venta mucho menos de lo previsto. Como los bancos tienen un derecho de recurso perpetuo sobre el resto del patrimonio privado, estos deudores deben seguir pagando, incluso en las situaciones más difíciles y con enorme esfuerzo, unos caros préstamos hipotecarios (sin opciones de refinanciación). A muchas personas probablemente les ayudaría poder declararse en insolvencia personal. Entonces podrían solicitar una ejecución hipotecaria y, una vez transcurridos de tres a cinco años de duras restricciones, empezar de nuevo en la vida. Sin embargo, en China todavía no existen procedimientos de insolvencia privados de ámbito nacional. Solo hay proyectos piloto en Shenzhen y Xiamen.

Al menos, estos deudores hipotecarios siguen teniendo una ventaja: si un banco saca un piso a subasta judicial por insolvencia y el deudor pierde la titularidad del inmueble, puede seguir viviendo en él. En la práctica, nuestros tribunales no apoyan el desahucio, al menos si el piso es la única vivienda del deudor. ♦

Shenwei Li ist Analystin in Shanghai.

«Pocas veces ha habido tantas **acciones con unas valoraciones atractivas**»

Bert Flossbach habla de la euforia en torno a la inteligencia artificial (IA), las dos caras del mercado bursátil y el repunte de los metales preciosos.



Antes de pasar a las perspectivas,

¿cómo describiría 2025 en pocas palabras?

Un año turbulento en los mercados de capitales, caracterizado por dos extremos que difícilmente podrían ser más opuestos: el presidente estadounidense Donald Trump y la inteligencia artificial (IA).

¿Qué fue lo que más le sorprendió?

Las verdaderas estrellas en términos de rentabilidad no fueron los gigantes tecnológicos de los que tanto se habla, sino los valores bancarios y de defensa, más concretamente los valores bancarios y de defensa europeos. Las acciones bancarias registraron un año bursátil sin precedentes con un repunte del 91%, incluidos los dividendos brutos. Sin embargo, los beneficios de los bancos en 2025 solo aumentaron en torno a un 8% con respecto al año anterior.

¿Cómo se explica esto?

Esta evolución extrema de las cotizaciones se debe principalmente al importante aumento de la valoración de las acciones bancarias, que refleja una mayor confianza en la calidad de los balances de los bancos. Así, la relación entre la capitalización bursátil y los fondos propios del balance aumentó de 0,8 a 1,36 durante el año, alcanzando su nivel más alto desde principios de 2008.

¿Entonces, ya no les queda recorrido?

Prefiero no juzgar eso. Sin embargo, siempre hemos sido cautos con las acciones bancarias, precisamente porque es muy difícil evaluar la calidad del balance y el potencial de beneficios a largo plazo con cierto grado de fiabilidad. En consecuencia, aceptamos que no participamos en las fases de repunte.

La mayor atención, con diferencia, se ha prestado al tema de la inteligencia artificial y a las acciones de las empresas que más se benefician de ella.

¿Cómo considera la euforia imperante?

De hecho, habría que anteponer la palabra «supuestamente».

¿Qué quiere decir?

«Supuestamente se benefician». Nadie sabe todavía si las empresas que todo el mundo considera actualmente las grandes ganadoras en la carrera inversora lo serán realmente; si lo serán a largo plazo. La historia nos ha enseñado que hay lugar para las dudas. Por otra parte, es indudable que el potencial aparentemente descomunal de un tema fascinante y la fe casi religiosa en el nuevo salvador son un terreno fértil para una burbuja bursátil.

¿Entonces, diría usted que ya nos encontramos en una nueva burbuja bursátil?

Hay que distinguir entre la innovación tecnológica, por un lado, y el comportamiento inversor de las empresas y los mercados, por otro.

Explíquese, por favor.

El desarrollo de la inteligencia artificial no es una burbuja, como tampoco lo fue Internet. Al contrario: pocas veces se ha subestimado tanto el potencial a largo plazo de una innovación como ocurrió con Internet en el cambio de milenio. Cuando hoy se habla de la burbuja de las puntocom, no se hace referencia a las expectativas excesivamente altas que se tenían de Internet, sino a las de los resultados de las empresas. En aquel entonces, los analistas y los departamentos de relaciones con los inversores proclives a la exageración alimentaron la codicia de inversores ingenuos y catapultaron durante un breve periodo de tiempo a empresas cuestionables, sin unos modelos de negocio sostenibles, a cotas desorbitadas en bolsa. En muchos casos, los verdaderos ganadores de Internet ni siquiera se habían fundado en esa época.

¿En qué empresas está pensando?

Por ejemplo, Alphabet, Meta, Uber o Spotify. Otras tenían unos modelos de negocio completamente diferentes, como Apple o Netflix. Cuando estas empresas iniciaron su trayectoria estelar, la mayoría de las compañías emblemáticas del auge de las puntocom ya habían desaparecido de escena o

eran una mera sombra de lo que fueron. Tuvieron que pasar casi tres años para que la burbuja especulativa se esfumara de la bolsa tecnológica Nasdaq. Sin embargo, no tiene por qué ser la codicia de la que tanto se habla lo que cree un ‘boom’ inversor y una burbuja especulativa.

¿Qué quiere decir?

La preocupación de los directivos de empresa por que su propio negocio muy rentable se vea perturbado por otra empresa o por una nueva tecnología también puede desencadenar una oleada de inversiones. Eso es exactamente lo que está ocurriendo ahora. Es natural que las empresas dominantes actuales protejan su negocio altamente rentable y su capitalización bursátil de muchos billones de dólares ofreciendo ellos mismos servicios de IA u operando gigantescos centros de datos para terceros. La respuesta es: mejor invertir demasiado que verse arrollado por el tren de la IA. Mark Zuckerberg, el CEO de Meta, lo resumió en pocas palabras: «malgastar algunos cientos de miles de millones de dólares sería desafortunado. Sin embargo, el verdadero riesgo reside en no invertir en absoluto por precaución».

¿Así que las enormes inversiones son también una protección contra la competencia indeseada?

Así es. Y sin embargo, las inversiones de varios cientos de miles de millones de dólares en centros de datos y chips alimentan inevitablemente el impulso especulativo en las bolsas.

¿En qué acciones es especialmente fuerte el «impulso especulativo»?

Presumiblemente en los fabricantes de chips, que se consideran los principales beneficiarios de la oleada de inversiones. Sobre todo, Nvidia, actualmente la empresa más valiosa del mundo, con una capitalización bursátil de 4,5 billones de dólares. ¡Su peso en el índice MSCI World supera ya el 5%! Incluso Broadcom, la segunda empresa de chips, tiene una capitalización bursátil de 1,7 billones de dólares.

¿Esta dinámica está llegando a su fin?

No necesariamente. Cuanto más y durante más tiempo suban las cotizaciones bursátiles, más les dolerá a los inversores no estar ahí y mayor el miedo a perderse algo en el futuro. Esta combinación es la receta de las burbujas en los mercados financieros, que en última instancia no se tratan de nada más que de unas valoraciones irracionalmente altas. Si ello repercute en las acciones de los pesos pesados de la bolsa, estas arrastran consigo al mercado en general, primero al alza y luego a la baja. Esto puede dar lugar a sorpresas dolorosas para los inversores que invierten en un fondo indexado amplio con el fin de repartir el riesgo.

¿Ve paralelismos con la burbuja de las puntocom?

Cada burbuja tiene sus propio guion.

Entonces, ¿cuáles son las diferencias ...?

A diferencia de la burbuja de las puntocom, el actual auge de la IA está mejor fundamentado en términos económicos. Sin embargo, sería una primicia en la historia financiera que un ‘boom’ inversor como el que estamos viviendo se desvaneciera suave y silenciosamente sin daños colaterales. Las burbujas bursátiles estallan cuando las grandes expectativas de los inversores resultan ser exageradas. El estallido de una burbuja puede ser doloroso y caro. Pero una salida prematura también, porque la euforia de los inversores hace que sigan subiendo las cotizaciones.

De cara al futuro, ¿qué pueden esperar los inversores del mercado de renta variable en este entorno?

Hace un año, pronosticamos aquí una década de moderación, con unas expectativas de rentabilidad realistas del 5% al 8% anual como máximo. En 2025, los beneficios empresariales aumentaron en torno a un 10% y la valoración pasó de 21 veces los beneficios generados a 22,5 veces. El dólar estadounidense fue el aguafiestas, con una caída de alrededor del 12%. En conjunto, el índice MSCI World subió un 6,8% en euros, en línea con nuestras expectativas a largo plazo. Es de prever que el potencial sea igualmente elevado en los próximos años. →

¿Qué será especialmente importante en el nuevo año?

Después de que la depreciación del dólar estadounidense influyera notablemente en la rentabilidad en 2025, es probable que los beneficios empresariales sean el factor decisivo en 2026. Según las estimaciones de los analistas, se espera que los beneficios de las empresas del índice S&P 500 aumenten casi un 12%. Que esto sea realista depende sobre todo de los resultados de las grandes compañías tecnológicas, que representan con creces un 40% del índice. El segundo factor es la valoración, es decir, el multiplicador de beneficios. En el caso del mercado estadounidense, se sitúa actualmente en algo menos de 23, basado en los beneficios previstos. Sobre la base de los beneficios empresariales de los últimos doce meses, la relación precio/beneficios llega incluso a 25. Esto significa que el mercado de renta variable estadounidense se negocia actualmente con unas valoraciones históricamente elevadas, que solo puede justificarse por las perspectivas de un fuerte aumento de los beneficios a largo plazo.

¿Qué pasa si no se cumplen las altas expectativas?

El nivel de valoración debería entonces descender. Ambas cosas al mismo tiempo podrían incluso desencadenar una fuerte corrección. En cuanto a la evolución futura de los beneficios, no hay que olvidar que los cuatro gigantes tecnológicos Alphabet, Amazon, Meta y Microsoft están acometiendo una oleada masiva de amortizaciones. Sobre la base de los gastos de capital previstos por el mercado hasta 2030, esto significa amortizaciones adicionales de unos 400.000 a 500.000 millones de dólares anuales a partir de 2030. Esta cifra equivale aproximadamente a los beneficios actuales de estas empresas y corresponde a alrededor del 15% de los beneficios de explotación de todas las empresas del S&P 500. Y no incluye los gastos en forma de pagos a largo plazo por centros de datos alquilados.

El cálculo ignora el hecho de que las inversiones también «producen» ingresos...

Eso es correcto, pero tienen que ser gigantescos, lo que no es en absoluto seguro. Sin embargo, no debemos subestimar la capacidad de adaptación de estas empresas.

¿Qué quiere decir?

Alphabet, Amazon, Meta y Microsoft tienen la solidez financiera necesaria para reducir o reorientar rápidamente sus gastos. Se trata de empresas muy rentables con posiciones dominantes en el mercado y unos modelos de negocio consolidados, cuya actividad principal genera flujos de caja sustanciales incluso sin una máxima expansión de la IA. Por tanto, para ellas las inversiones en IA no son una cuestión de jugárselo todo, sino que ofrecen una posible opción estratégica. La actividad principal se mantendría intacta incluso en caso de que fracasaran sus inversiones. Sin embargo, esto no se aplica a todos los actores de la cadena de valor de la IA.

Pero eso no suena a riesgo de burbuja, ¿verdad?

El problema es que muchos inversores ignoran las cuestiones de valoración cuando se trata de la IA y, en su lugar, se centran en las visiones. Esto se aplica incluso a inversores que, por un lado, no confían en el ‘boom’ inversor, pero, por otro, quieren aprovechar el impulso y beneficiarse de la situación mientras dure.

Reformulo la pregunta: como inversor, ¿dónde ve oportunidades de inversión?

Lo paradójico del mercado actual es que, tras varios buenos años bursátiles y niveles récord de los índices, raramente ha habido tantas acciones con unas valoraciones atractivas como en el cambio de año de 2025 a 2026. La excelente rentabilidad de los valores de IA, banca y defensa ha enmascarado el débil comportamiento de otros sectores o valores. Esto se aplica incluso a valores del sector tecnológico, como proveedores establecidos de software empresarial, que últimamente se han rezagado con el auge de la IA.

¿Podría darnos algunos ejemplos?

En sectores defensivos como los bienes de consumo básico, la sanidad, y los servicios financieros y de TI, las valoraciones han caído considerablemente en algunos casos. La relación oportunidad-riesgo ha mejorado, es decir, las acciones se han vuelto más atractivas. Hemos definido una cesta de empresas que han registrado un crecimiento continuado de sus beneficios

del 7% en los últimos años y que actualmente cotizan a su ratio precio/beneficios más bajo en más de diez años. El potencial de crecimiento de estas empresas es moderado, pero los riesgos también lo son. Los inversores pueden contar con una evolución del negocio previsible a un precio relativamente favorable.

La cotización del oro también ha subido mucho últimamente; ¿cómo valora esta subida?

Uno se inclina por calificarlo de posible burbuja especulativa, especialmente la subida del precio de la plata.

¿Pero ...?

El mercado de la plata es el hermano pequeño y especulativo del mercado del oro. El volumen de negociación diario es solo una fracción del del oro, por lo que el precio de la plata puede oscilar más bruscamente con menos inversión de capital. En las fases alcistas sube proporcionalmente más, en las correcciones cae más bruscamente que el oro. Este patrón también se observó a finales de la década de 1970 y durante la fase alcista de las materias primas en 2011. Es probable que un posible retroceso en la euforia de la plata también lastre temporalmente la cotización del oro, sobre todo teniendo en cuenta el ritmo muy rápido de subida que este ha registrado últimamente. Sin embargo, los argumentos de inversión a favor del oro se mantienen y se mantendrán intactos.

¿A cuáles se refiere?

El aumento de la deuda pública, los elevados déficits presupuestarios, los interrogantes sobre la independencia de la Reserva Federal estadounidense y los riesgos de confiscación en Estados Unidos: todos ellos hacen que el oro parezca una alternativa segura a la deuda pública estadounidense, y no solo para los bancos centrales extranjeros.

Muchas gracias por su tiempo.

No supone ninguna oferta de venta, compra o suscripción de valores u otros títulos. La información contenida no constituye asesoramiento de inversión ni ninguna otra recomendación.

«Sin embargo, sería una primicia en la historia financiera que un ‘boom’ inversor como el que estamos viviendo se desvaneciera suave y silenciosamente sin daños colaterales.»

La convicción sigue sin ser una estrategia

En medio del persistente auge de la bolsa alimentado por el tema de la inteligencia artificial, es fácil que los principios de inversión tradicionales se vean atrapados en el fuego cruzado de las críticas. ¡Cuidado!

Thomas Lehr



Las secciones de comentarios están llenas de afirmaciones que sientan cátedra con convicción, en la mayoría de los casos en voz muy alta, y que, sin embargo, a menudo se basan en juicios rápidos y conocimientos exiguos.

«La diversificación está muy bien, pero quien siga teniendo una amplia diversificación hoy en día es que no ha entendido el mercado. La inteligencia artificial (IA) es precisamente donde se está moviendo todo, señor Lehr. ¿Por qué se muestra tan crítico?».

Afirmaciones como esta se oyen actualmente por todas partes. Y como los mercados parecen dar la razón a quienes hacen esas afirmaciones, estas suelen expresarse con convicción. Al menos en los últimos años, apostar fuerte por la tecnología no ha sido una equivocación casi en ningún caso; todo lo contrario: la evolución ha sido espectacular, sobre todo este año. Y, de momento, todo apunta a que el ascenso de la IA no está cerca de llegar a su fin. Por el contrario, las carteras ampliamente diversificadas no lucen mucho en la actualidad: se están quedando atrás en términos de rendimiento, como sucede tan a menudo en este tipo de fases.

Pero la realidad es que la evolución de los índices bursátiles en EE. UU. y en todo el mundo está dominada por un pequeño grupo de empresas tecnológicas estadounidenses de gran capitalización. De estas empresas se espera que, gracias a la IA, eviten la incertidumbre económica, por un lado, y obtengan en el futuro una alta rentabilidad de sus enormes inversiones de capital, por otro.

EL RIESGO DERIVADO DE UN NÚMERO REDUCIDO DE ACTORES

Además, existen estrechas participaciones cruzadas y relaciones comerciales muy intensas entre estas compañías. Así, a finales de noviembre, la valoración de Anthropic se disparó tras el anuncio de que Microsoft y Nvidia invertirían cada una varios miles de millones. Mientras que los modelos de IA de Anthropic deberán integrarse en el futuro en los productos Copilot de Microsoft, la start-up se ha comprometido a recurrir de forma masiva a servicios de nube e infraestructura. Esto incluye, en particular, gastos de varias decenas de miles de millones en capacidad de cálculo con Microsoft, así como el uso de chips de Nvidia para ampliar su propia infraestructura de inteligencia artificial.

Este tipo de participaciones cruzadas puede estar estratégicamente justificado para las empresas implicadas. Sin embargo, no se trata en absoluto de un caso aislado. Ya en septiembre, una estructura conjunta de pedidos y participaciones entre Nvidia, OpenAI y Oracle provocó fuertes oscilaciones en los mercados. Todo ello invita a la reflexión. ¿No podríamos estar ante un fenómeno similar al de las estructuras tipo keiretsu durante la burbuja japonesa, donde las expectativas de crecimiento se veían apuntaladas artificialmente? Aunque esta dinámica pueda resultar rentable para las partes implicadas, también incrementa de forma considerable el riesgo de concentración.

Entonces, ¿concentrar la cartera en empresas tecnológicas que supuestamente van a seguir teniendo éxito es también la mejor estrategia a largo plazo? En una conferencia sobre tecnología celebrada en Italia, Jeff Bezos, fundador de la empresa estadounidense de comercio electrónico y servicios en la nube Amazon, aportó un nuevo argumento en contra: calificó de «good bubble» (es decir, 'burbuja buena') el entusiasmo actual en torno a la IA. A diferencia de las «burbujas malas», que estallan sin que quede nada en pie (salvo capital destruido, pérdida de confianza y perjuicios económicos), en una «burbuja buena» el capital fluye hacia nuevas ideas, muchas de las cuales beneficiarán al conjunto de la sociedad aunque acaben fracasando. Por tanto, aunque el precio de las acciones de muchas empresas impulsadas por la IA se desplomara en algún momento, las estructuras, las innovaciones y los avances se mantendrían, como ocurrió con la burbuja de internet.

LA RAZÓN DE SER DE LA DIVERSIFICACIÓN

Así pues, ni siquiera los mejores del sector pueden saber hoy quiénes serán los ganadores del mañana. Ahí radica, a nuestro modo de ver, la razón de ser de la diversificación: aunque nosotros también invertimos actualmente en grandes empresas tecnológicas estadounidenses, tenemos cierto límite. También vemos oportunidades en otros sectores, como algunas empresas de consumo que hoy por hoy están siendo ignoradas por el mercado. En nuestra opinión, en ese ámbito hay empresas de calidad con valoraciones que consideramos favorables.

Tenemos, pues, dos sectores distintos en los que vemos oportunidades por razones completamente diferentes. Y como no todas las inversiones de la cartera desplegarán todo su potencial, nuestro portfolio también está ampliamente diversificado en cuanto a valores individuales, lo que en conjunto crea un beneficio estable y sostenible. Cualquiera que sepa ver que este equilibrio es precisamente una ventaja a largo plazo entenderá por qué la diversificación no puede ser un vestigio de tiempos pasados.

LA CONVICCIÓN NO LO ES TODO

«Uno de los grandes males de nuestro tiempo es que los tontos están completamente seguros de sí mismos, mientras que los inteligentes dudan», escribió el filósofo británico Bertrand Russell. Con esta sentencia, pronunciada hace unos cien años, no pretendía juzgar la inteligencia, sino la actitud, es decir, la diferencia entre la confianza en uno mismo y la prudencia.

Hoy en día, esta frase parece venir más a cuento que nunca. En la política, en el mundo empresarial, en los programas de entrevistas y, sobre todo, en las redes sociales: en todas partes, las secciones de comentarios están llenas de afirmaciones que sientan cátedra con convicción, en la mayoría de los casos en voz muy alta, y que, sin embargo, a menudo se basan en juicios rápidos y conocimientos exiguos. Un mundo así no está hecho para los más precavidos.

Quien crea haber encontrado la tendencia que está impulsando las cotizaciones al alza en los mercados financieros puede que tenga su recompensa a corto plazo; a largo plazo, sin embargo, les irá mucho mejor a quienes reconocen los riesgos que a quienes los ignoran. Así pues, la convicción por sí sola no es una garantía de acierto, y mucho menos una estrategia. Tampoco en los mercados de capitales.

Quizá ahí radique el verdadero valor de la diversificación: que no es tanto una muestra de inseguridad como de experiencia. La experiencia de que rara vez la certidumbre dura mucho tiempo. ♦

Thomas Lehr es socio de Flossbach von Storch SE en Colonia.

LA RESACA DEL FINAL

Kurt von Storch

El tema de la inteligencia artificial está impulsando los mercados bursátiles. A muchos inversores, sobre todo a los más «mayores», les viene a la memoria el revuelo que se montó en Internet con el cambio de milenio. ¿Tienen motivo para ello?

Se dice que la historia no se repite, pero a veces se parece. La promesa de la inteligencia artificial (IA), las enormes inversiones en ella, el auge de las acciones tecnológicas: todo esto nos trae recuerdos de la burbuja de las puntocom de hace unos 25 años, y de su estallido.

El progreso tecnológico siempre ha movido a la gente. Cambia nuestro trabajo y nuestros hábitos de consumo. Es cierto, nos cambia la vida a todos. Crea nuevos puestos de trabajo, pero amenaza otros. Promete crecimiento, pero no para todas las ramas de la industria, ni para todos los sectores.

El mercado bursátil refleja estas perspectivas. Todas las empresas sospechosas de estar entre las beneficiarias del impulso innovador están recibiendo abundantes elogios por adelantado. El precio de sus acciones pasa de récord a récord.

En cambio, se ignoran los títulos de empresas que no se benefician directamente de las innovaciones tecnológicas, con el pretexto de ser demasiado aburridos.

Hoy en día ocurre exactamente lo mismo. Las acciones de las grandes empresas tecnológicas estadounidenses dominan los índices, mientras que los valores de sectores más «defensivos», como el de consumo o el farmacéutico, cotizan cerca de sus mínimos de diez años. La gran pregunta es: ¿Cuánto durará el entusiasmo de la IA en los mercados bursátiles?

No lo sé.

Los nuevos grandes campos de crecimiento son, por naturaleza, un imán para los inversores. Pero no hay auge que no acabe en exceso y, en última instancia, en lágrimas. Así ocurrió con el auge de Internet a principios de siglo, aunque en las décadas siguientes se superaron con creces incluso las expectativas más atrevidas. Muchos de los supuestos beneficiarios se han quedado en el

camino, pero han aparecido otros nuevos. Incluso las empresas que aún siguen en liza han perdido en este tiempo hasta el 90 % de su valor bursátil. La acción de Cisco, por ejemplo, uno de los grandes beneficiarios de Internet, ha alcanzado nuevamente hace poco, tras 25 años, el máximo del año 2000, aunque sin dividendos.

NO TODOS PUEDEN GANAR

Básicamente, esto también responde a la pregunta que nos hacen a menudo nuestros clientes e inversores estos días: ¿Por qué se muestran más bien cautos con sus inversiones en el sector tecnológico? Se suele nombrar específicamente a una empresa. ¿Por qué no Nvidia?

Porque, sencillamente, no tenemos la confianza necesaria para evaluar con seriedad sus perspectivas de beneficios a largo plazo. Sí, Nvidia es sin duda una empresa excelente, con una gestión excelente. Las últimas cifras de la empresa también fueron de nuevo impresionantes. En nuestra opinión, sin embargo, hay más escenarios en los que el precio de la acción podría reducirse a la mitad que volver a duplicarse.

Ningún sector es tan disruptivo como el tecnológico. En ningún otro lugar los ganadores de hoy se convierten tan rápidamente en los perdedores de mañana. Esto no es necesariamente aplicable a Nvidia, pero puede serlo.

Las enormes inversiones de los gigantes tecnológicos en IA son la prueba de lo preocupados que están sus directivos por salir perdiendo en la carrera de las futuras áreas de negocio (que nadie sabe hoy realmente lo rentables que serán). Una cosa es cierta: no puede haber solo ganadores. No solo habrá ganadores.

Somos conscientes de ello. El auge de Internet en el cambio de milenio, las enormes expectativas de entonces y el doloroso final del auge junto con la resaca del final, que fue muy importante para →

nosotros como inversores y para toda la empresa Flossbach von Storch, que entonces era aún muy joven. Hemos aprendido lo importante que es no construir castillos en el aire. No engañarse a uno mismo, ni tampoco a los clientes. Ser fiel a uno mismo. Tener una filosofía de inversión clara.

Cualquiera que invierta dinero en bolsa, especialmente por cuenta ajena, debe ser humilde y seguir siéndolo. No debe limitarse a bailar con la música, aunque eso signifique ir a la zaga del mercado a veces. Estas fases se han repetido una y otra vez en el pasado, y también se repetirán en el futuro. Lo aceptamos.

EL FUTURO NO SE PUEDE PREDECIR

No pensamos en años naturales, sino mucho más a largo plazo. Pensamos como comerciantes. Nuestra propuesta de valor implícita es preservar los activos y generar rentabilidades adecuadas para nuestros clientes e inversores a lo largo del tiempo. Para que duerman plácidamente, aunque fuera haya tormentas y truenos.

Para ello, posicionamos los activos de la forma más amplia posible.

La **diversificación** responde a la idea de que el inversor no puede predecir el futuro, pero sí puede prepararse –dentro de lo humanamente posible– para afrontarlo. Pero diversificar no significa solo distribuir el patrimonio entre distintas clases de activos y valores. Esto sería pensar muy a corto plazo. Diversificar adecuadamente el patrimonio significa también repartirlo entre distintas monedas. A los inversores de la zona euro, por ejemplo, les conviene no tener todo el dinero en su propia moneda, sino también en divisas «más fuertes», en zonas monetarias menos endeudadas, por decirlo grosso modo.

Sin embargo, las divisas tienen otro componente: lo que importa a fin de cuentas no es solo la

moneda en la que cotiza el bono o la acción, sino también en qué moneda desarrolla la mayor parte de su actividad la empresa que emite esas acciones o bonos. Así pues, la evolución del tipo de cambio es determinante, por ejemplo, para las perspectivas de beneficios de una multinacional de la zona euro que obtenga la mayor parte de su cifra de negocios en el área del dólar estadounidense (y que cobre en dólares). El inversor también debe tener esto en cuenta en sus decisiones de inversión.

Pero aun habiendo hecho todo esto (diversificar el patrimonio entre distintas clases de activos, títulos y divisas), falta otra cosa: encajar correctamente las piezas del puzzle. ¿Cuál debe ser la proporción de renta variable? ¿Qué pasa con la cuota de renta fija, que se supone que debe estabilizar la evolución de la cartera? ¿Y cuál debe ser la proporción de oro (también con respecto a las demás clases de activos) para que el metal precioso pueda cumplir su función de seguro? La composición de una cartera depende del entorno del mercado de capitales y debería ser flexible para que pueda adaptarse conforme pase el tiempo.

LA CALIDAD ES LA CLAVE

Otra característica fundamental de una estrategia de inversión sólida es la **calidad** de los activos en los que se invierte. Apostar por las tendencias y modas a corto plazo en las bolsas suele resultar un juego de azar. Es mucho más importante fijarse en la esencia de la inversión, en el nivel de ingresos que genera con el tiempo y, sobre todo, en su previsibilidad. Por lo tanto, los inversores deberían plantearse siempre estas preguntas: ¿cómo es de robusto el modelo de negocio de una empresa y los ingresos que genera?

A largo plazo, lo que prevalece es la calidad, también a la hora de invertir. más aún en tiempos de crisis. Por lo tanto, los inversores deben centrarse en empresas que puedan sobrevivir incluso a grandes crisis prácticamente ilesas y salir de ellas más fuertes que antes.

La **flexibilidad** es igual de importante: solo con un colchón de liquidez se pueden aprovechar las oportunidades de inversión cuando se presentan. y esto pasará antes o después. Pero no basta con eso: el concepto de flexibilidad y, por tanto, también el de liquidez deben entenderse de manera mucho más amplia. Antes de comprar cualquier activo que pueda ser potencialmente interesante para un inversor, debe comprobarse si puede liquidarse con facilidad de ser necesario. ¿De qué sirve una inversión por lo demás interesante, si no hay un mercado para la misma cuando hace falta?

Asimismo, los inversores deben prestar atención a la **solvencia**, no solo la suya propia, sino también la de las empresas cuyas acciones o bonos adquieren. La solvencia es la condición necesaria para tener independencia y capacidad de actuación; en cambio, el elevado endeudamiento es la causa más frecuente de quiebras y pérdidas patrimoniales. Esto también se nota más en épocas de crisis.

El precio es lo que pagas; el **valor** es lo que recibes a cambio. Al igual que los buenos comerciantes con la compra y la venta de sus productos, los inversores deberían analizar atentamente el valor de las empresas en las que desean invertir. ¿Es el precio posiblemente bastante superior al valor potencial del activo? ¿O, por el contrario, es adecuado (o mejor aún: inferior al valor real)? Los inversores nunca deberían dejarse llevar por los excesos de las bolsas, sino dirigir su atención al valor real de los activos.

Diversificación, calidad, flexibilidad, solvencia y valor: formulamos estos cinco términos para nosotros mismos a principios de la década de 2000 y los unimos para formar nuestro pentagrama de Flossbach von Storch. Cinco directrices con las que deben medirse todas nuestras decisiones de inversión.

También en el futuro. ♦

El auge de Internet en el cambio de milenio, las enormes expectativas de entonces y el doloroso final del auge junto con la resaca del final, que fue muy importante para nosotros como inversores y para toda la empresa Flossbach von Storch, que entonces era aún muy joven.

Como los humanos, pero mejor

La inteligencia artificial (IA) es desde hace algún tiempo el tema dominante en las bolsas. En una entrevista con Ulrich Stockheim, la profesora Feiyu Xu explica el trasfondo y qué deben hacer las empresas para prosperar.

Profesora Xu, actualmente se habla mucho de la inteligencia artificial (IA), pero para la mayoría de nosotros el tema sigue siendo muy nuevo. Usted lleva muchos años dedicándose intensamente a ello. ¿Cómo se convirtió en experta en IA?

En 1991 me mudé de China a Alemania, porque quería estudiar aquí. Y se me daban muy bien las matemáticas y bastante bien los idiomas. Y así fue como acabé estudiando informática y lingüística computacional. Tuve la gran suerte de que, por aquel entonces, en Saarbrücken ya había el Centro Alemán de Investigación de la Inteligencia Artificial (DFKI). En aquella época, la lingüística computacional era aún muy especializada. En una clase había como mucho 30 estudiantes, y al final se graduaban menos de diez. Ahora hay más de 300 estudiantes en las clases de IA.

Posteriormente, recibió varios premios por sus años de investigación y adquirió experiencia práctica como Jefa del Laboratorio de IA en Lenovo en China, y como Jefa Global de IA en SAP en Alemania. Ha asesorado al Gobierno alemán sobre este tema y entretanto también ha fundado una start-up. ¿Anticipaba usted esta evolución de la IA?

No. No esperaba que la IA se desarrollara e incorporara a la vida cotidiana tan rápidamente. En los últimos cinco años en particular, ha avanzado de forma espectacular.

Puesto que la mayoría de nosotros aún no tenemos claros los conceptos de la IA, ¿qué tiene realmente de especial? ¿Nos la puede definir?

Por supuesto. La IA simula y amplía la percepción y la cognición humanas. La percepción incluye el habla, el oído, la vista e incluso el olfato. La cognición abarca todo lo que tiene que ver con el pensamiento, la planificación y el análisis. Pero muchos sistemas de IA suelen tener un rendimiento superior al de los humanos. Por ejemplo, la IA puede traducir más de 100 idiomas, reconocer 100.000 caras o identificar millones de plantas y animales de manera instantánea. Y esto, todos los días, 24 horas al día, siete días a la semana. La IA puede incluso transformarnos creativamente. Podemos utilizar la IA para pintar un cuadro como Picasso. Pero, sobre todo, la IA hace más natural la interacción entre nosotros,

los humanos, y las máquinas. Ahora podemos hablar e interactuar con el software y los equipos del mismo modo que con una persona.

En lo que respecta al mundo empresarial, la IA debería principalmente mejorar los productos y la eficiencia de los procesos, ¿no es así?

No es tan sencillo. Antes de que funcione una u otra cosa, las empresas deben definir primero una estrategia clara de IA. Esto suena sencillo, pero no siempre lo es en la práctica. La primera pregunta a formular es: ¿puede la empresa utilizar la IA para hacer sus productos más inteligentes? Esto es obvio en la industria del automóvil: sin IA, no puede haber conducción autónoma. También se están creando productos completamente nuevos, por ejemplo en la aviación, gracias a la IA: sin ella, los drones serían inconcebibles.

Ahora muchas empresas también quieren utilizarla para optimizar sus procesos, ¿no?

Es cierto. En el ámbito de la optimización de procesos, muchas empresas están empezando a utilizar la IA, especialmente en la industria de la ingeniería mecánica, donde la IA mejora la precisión y la eficiencia de las etapas de producción. También en los procesos empresariales: ahí es donde SAP desempeña un papel importante en las operaciones inteligentes. Sin embargo, yo no empezaría con procesos que impliquen un contacto directo con los clientes, para que los errores de los primeros experimentos de IA no afecten a las valiosas relaciones con la clientela. Y hay un tercer punto muy importante: en cuanto se empieza a trabajar con datos y digitalización, casi siempre surge la oportunidad de desarrollar un nuevo modelo de negocio: para servicios, para soluciones basadas en datos, para ofertas completamente nuevas. Por tanto, la IA no sirve solo para optimizar, sino que también es un verdadero motor de innovación.

¿Podría explicarlo un poco más?

La mayoría de las empresas alemanas tradicionales aún trabajan con unos modelos de negocio muy lineales. Venden máquinas, por ejemplo coches, y a menudo es su única actividad. Muchos fabricantes de automóviles y de maquinaria ahora se han dado cuenta de que puede valer la pena ofrecer →

paquetes de servicios adicionales, porque generan ingresos continuos y recurrentes. Pero en comparación, hay empresas estadounidenses y chinas como Google, Amazon, Tencent y Alibaba que han construido plataformas y ecosistemas enteros. Si actualmente son tan prósperas es porque utilizan unos modelos de negocio exponenciales. Creo que es crucial que las empresas alemanas desarrollen precisamente este tipo de nuevos modelos de negocio para seguir siendo competitivas a largo plazo.

Ahora nos encontramos aquí con un gestor de patrimonios y deberíamos ponernos en la piel de un inversor. ¿En su opinión, qué debe tener en cuenta la gente a la hora de invertir? ¿Se inclinaría por apostar por empresas que utilicen especialmente bien la IA en sectores tradicionales y que, como resultado, mejoren su eficiencia? ¿O se centraría en las denominadas empresas de IA?

Para esto necesito extenderme un poco. El ecosistema de la IA empieza básicamente desde abajo, con los chips informáticos. En primera línea están los diseñadores y fabricantes de chips, como Nvidia y TSMC. Estos son utilizados por las principales empresas de la nube para construir sus plataformas: Google, Amazon y Microsoft. Estas empresas están realizando inversiones gigantescas en la actualidad. Y los grandes actores de China, como Tencent y Baidu, están actuando de la misma manera.

La mayoría de las empresas alemanas, en cambio, operan en otro ámbito: desarrollan aplicaciones o utilizan aplicaciones de IA en sus productos y procesos. Esto es sumamente importante para la economía europea, porque nuestra industria se basa precisamente en aplicaciones tecnológicamente sólidas. Por eso, la digitalización es tan crucial en este momento, y no bastará con una mera mejora continua. Por cierto, la digitalización también incluye la electrificación de la industria. Creo que en Europa y en Alemania tenemos que ser mucho más ambiciosos. Debemos demostrar firmemente que queremos ser el número uno en un sector industrial clave del futuro. Esto no es fácil para la industria del automóvil en estos momentos, pero veo grandes oportunidades en otros sectores.

Ahora podría decirse que tenemos que ser el número uno. Pero la IA ya existe desde hace tiempo en otros lugares. Y detrás hay unas infraestructuras gigantescas; es decir, los modelos lingüísticos y los centros de datos, que cuestan decenas de miles de millones. Además, estos centros de datos tienen unos altos costes energéticos. Y eso sería otro tema en Alemania. Al final, uno se pregunta: ¿este tren no ha salido ya hace tiempo?

Creo que el tren aún no ha salido de la estación. Lo que, en mi opinión, falta en Europa es pasión, y la ambición de crear realmente algo nuevo. Soy miembro del consejo de administración de Airbus y creo que podemos estar muy orgullosos de esta empresa. A menudo oigo que la gente tiene miedo de volar con aviones de nuestro competidor Boeing. Pero recordemos: cuando se fundó Airbus a principios de los años 70, también se podría haber dicho que el tren de la construcción aeronáutica ya hacía tiempo que había salido. Y, sin embargo, se convirtió en una de las empresas de más éxito de Europa.

El «Made in Germany» tampoco representaba originalmente una garantía de calidad. Fueron los británicos quienes quisieron marcar el origen de los productos alemanes, con la firme convicción de que estos eran inferiores. Sin embargo, más tarde se convirtió en un sello de calidad mundial. Una y otra vez en la historia, ha habido momentos en que los alemanes o los europeos tenían inicialmente la posición más débil y, sin embargo, han conseguido logros destacados. Y es precisamente esta ambición la que debemos despertar en Alemania y en Europa. Y para ello necesitamos un plan claro sobre cómo podemos ganar realmente a partir de la digitalización y las nuevas tecnologías.

Entonces, desde su punto de vista, ¿no se trata solo de mejorar la industria existente, sino también de atrapar a las empresas de IA en sentido estricto?

Por supuesto. Fijémonos en el caso de los «siete magníficos». Representan una industria enorme, un mercado enorme que no debemos dejar simplemente en manos de EE. UU. y de China. Sobre todo porque a nosotros tampoco nos faltan las ideas. →



i

La Prof. Dra. Feiyu Xu ocupa una cátedra de Inteligencia Artificial Industrial en Potsdam. Sus trabajos de investigación han sido premiados en numerosas ocasiones. Además, entre 2020 y 2023 fue directora global de Inteligencia Artificial en SAP y, de 2017 a 2020, dirigió el laboratorio de IA de Lenovo. Feiyu Xu es miembro del consejo de supervisión de Siemens Energy, ZF Group y Airbus.

La IA es actualmente un tema para casi todas las empresas. En muchos casos ya se aplica en alguna parte. Pero también hay mucha gente que piensa que es un poco exagerado. Así que se crea con poco entusiasmo un equipo de IA, formado por unos pocos jóvenes que se supone que van a probar cosas. ¿Es suficiente?

En absoluto. Si una empresa se toma en serio la inteligencia artificial, el tema es responsabilidad del consejo de supervisión, el consejo de administración o la junta directiva, y debe ser una parte integral de la estrategia corporativa. He vivido de cerca la experiencia de muchas empresas: primero en Lenovo, donde desarrollé la estrategia y creé el equipo central de IA, y más tarde en un puesto similar en SAP. Casi todos los proyectos tuvieron mucho éxito, pero solo porque había detrás una estrategia clara y completa. Sin una estrategia integral de IA de este tipo, a menudo no se invierte correctamente o se pasan por alto las verdaderas prioridades.

Hace poco, una gran empresa de telecomunicaciones estadounidense me pidió que evaluara una aplicación de IA en el área de los recursos humanos. Mi primera pregunta fue: ¿por qué quería invertir precisamente en eso un grupo de telecomunicaciones? En este sector, lo que cuenta es principalmente la estabilidad de la red, la optimización de la red y la calidad del servicio. No recibí ninguna respuesta convincente a esta pregunta, y eso muestra precisamente la falta de estrategia. Por eso, toda empresa que se tome en serio la IA necesita una estrategia integral de IA y una meta que guíe todas las iniciativas.

¿Cuál sería una meta de este tipo?

Tomemos el ejemplo de la industria automovilística, por ejemplo, BMW o Mercedes. Podría ser el desarrollo del coche autónomo. Y cuando se llega a un acuerdo sobre ese objetivo, la vía de inversión está muy clara. Para una empresa de ingeniería mecánica, en cambio, se trata a menudo de mejorar el proceso de fabricación, por ejemplo para optimizar la cadena de suministro ante los retos geopolíticos.

Volvamos a Alemania como lugar de negocios. ¿Cree que hay algunos aspectos en los que el

Gobierno debería mejorar el entorno? Por ejemplo, en lo que se refiere a los costes energéticos, ¿o es que el tema está sobrevalorado?

No, no está sobrevalorado. Los precios de la electricidad en EE. UU. y China son mucho más bajos que en Alemania. Tenemos que invertir urgentemente en el sector energético y, al mismo tiempo, en tecnologías de IA. La necesidad es enorme, sobre todo debido a la electrificación masiva de nuestra industria.

Al mismo tiempo, la UE ha dado un paso importante con la iniciativa de «gigafábricas de IA». Y creo que Alemania debería haber actuado estratégicamente de forma similar a Francia, o incluso mejor: deberían haber aprovechado la oportunidad para actuar conjuntamente. Al fin y al cabo, hubo al menos seis solicitudes de empresas alemanas. Aquí es precisamente donde hace falta que el Gobierno adopte un papel activo: debe configurar cuáles son nuestros puntos fuertes para una gigafábrica de IA –ubicación, energía, tecnología, nube, aplicaciones– y cómo podemos ampliarlos mediante inversiones específicas. Esto no debe dejarse en manos de empresas individuales. Tenemos grandes empresas en Alemania: Siemens goza de una excelente posición en el campo de la IA industrial, SAP es líder mundial en procesos empresariales y Siemens Energy en el sector energético. Reunir estas competencias habría sido una configuración estratégica muy sólida para Alemania y Europa.

Usted está hablando de modelos de negocio. Pero ¿el problema no es que, cuando se trata de la IA, el debate público está dominado por las advertencias, en lugar de dejar que las empresas se lancen?

Estoy totalmente de acuerdo. Si queremos ganar y ser realmente el número uno, necesitamos ambición y resiliencia. Esto es algo que debe cambiar fundamentalmente en nuestra sociedad. Lo veo incluso en el entorno familiar: a menudo intentamos atender a todos los deseos de los niños y mostramos mucha comprensión, a veces quizá demasiada. Pero al final, quien no sea resiliente y no aprenda a asumir responsabilidad por sí mismo y por la comunidad, lo pasará mal más adelante, como persona y como parte de

un equipo. El éxito requiere fuerza interior, perseverancia y la voluntad de asumir responsabilidades.

Antes ha mencionado lo que puede hacer la IA y que no podemos hacer ninguno de los aquí presentes. Entonces, ¿por qué tarda tanto la IA en sacarse el carné de conducir? O sea, ¿por qué un humano suele necesitar como mucho 20 clases de conducción y la conducción autónoma tarda años en desarrollarse?

Una persona aporta a la conducción toda una vida de experiencia: entendemos el tráfico de forma intuitiva, leemos el lenguaje corporal y reconocemos los riesgos. Una IA, en cambio, parte de cero y tiene que aprender millones de casos específicos que nosotros damos por sentados. En términos de tecnología, la conducción autónoma ya funciona en muchos escenarios hoy en día. Lo que falta son unas normas claras, cuestiones de responsabilidad y aceptación social. Toleramos los errores de los humanos, pero esperamos la perfección de la IA, y precisamente por eso tarda más.

Las empresas que trabajan con IA también suelen tener que aceptar una tasa de error, porque la IA aún no puede abarcar algunas cosas. ¿Cómo lo afrontan las empresas?

Sí, muchas empresas utilizan IA para asistentes virtuales de atención al cliente, por ejemplo. Sin embargo, esto no suele funcionar cuando hay que elevar un problema. Por lo tanto, una empresa inteligente se asegurará de que la IA y los humanos trabajen juntos: la IA responde quizás al 90% de las preguntas más frecuentes, mientras que los empleados se encargan de la resolución y elevación de problemas. A pesar de ello, también en este caso se pueden lograr unos importantes ahorros mediante el uso de la IA, es decir, hay una clara mejora de la eficiencia.

Muchas gracias por la entrevista, señora Xu.

«Toleramos los errores de los humanos, pero esperamos la perfección de la IA.»

Diversificación digital

Dirk Seel

Por qué nos centramos en invertir lo más ampliamente posible en el sector tecnológico.

Con el actual revuelo en torno a la inteligencia artificial (IA), el mercado se apresura a hablar de ganadores y perdedores, lo que causa movimientos extremos en los valores tecnológicos. La pregunta de qué empresas serán capaces de desarrollar modelos de negocio sólidos a largo plazo basados en la tecnología y cuáles acabarán en la cuerda floja está lejos de tener una respuesta definitiva. Para sacar provecho de esta evolución sin asumir demasiados riesgos, nosotros abogamos por un posicionamiento diversificado.

La tecnología es un campo muy amplio. En teoría, el Global Industry Classification Standard (GICS) del proveedor de índices MSCI clasifica las empresas en once sectores diferenciados, uno de los cuales es la tecnología de la información. En la práctica, sin embargo, la cosa no está tan clara: por ejemplo, la empresa de comercio electrónico Amazon se encuentra en la categoría de consumo cíclico, a pesar de que también es uno de los principales proveedores de servicios en la nube. Alphabet – que no solo es la matriz de Google – y Meta – que abarca más ámbitos aparte de las redes sociales – se consideran servicios de comunicación aunque su modelo de negocio se centra más bien en la venta de publicidad. Dado que la tecnología está presente en muchas industrias, nosotros preferimos contemplar los avances actuales en el contexto de toda la cadena de valor digital.

Esto incluye el software utilizado por los consumidores y las empresas, así

como el de las llamadas agencias de información financiera. A esto hay que añadir el hardware que se instala en los centros de datos y sus alrededores. Estas cuatro áreas están protagonizadas actualmente por los avances de la IA y dominadas por una serie de narrativas del mercado.

SOFTWARE PARA CONSUMIDORES: ¿SOLO PUEDE HABER UNO?

Portales de viajes, servicios de streaming, proveedores de servicios de transporte o redes sociales: todos estos servicios se benefician del efecto de red, por lo que funcionan mejor cuanto mayor es el número de usuarios. Con este tipo de software usado cotidianamente por los consumidores, nuestra máxima siempre ha sido que los grandes se hacen cada vez más grandes. Sin embargo, actualmente surge la duda de si el auge de los chatbots de IA (también conocidos como asistentes o agentes), como ChatGPT y Perplexity, cambiará esta situación.

Y así parece que será, si tenemos en cuenta que, al fin y al cabo, todas las empresas compiten por la atención de los clientes, pero los clientes solo disponen de veinticuatro horas al día. Por lo tanto, que una aplicación gane terreno implica que otra lo pierda. Así es como se impuso el discurso de que ChatGPT y los motores de búsqueda no podrían coexistir y de que los clientes se decantarían por la mejor opción. En cambio, en el caso de Meta y Netflix, el mercado se ha mostrado, en nuestra opinión, más despreocupado. A este

respecto, ChatGPT se caracteriza por su creatividad, una cualidad que podría aprovechar en el futuro para expandirse a ámbitos como las redes sociales y la producción de vídeo.

Así pues, la cuestión de qué empresas ya existentes podrían verse amenazadas en el futuro por los chatbots depende en gran medida de los detalles de los modelos de negocio y de las capacidades especiales de los chatbots. Si, por ejemplo, se confirmara que a los chatbots se les da especialmente bien rastrear información especializada y poco frecuente, esto pondría contra las cuerdas a determinados proveedores, aunque en su momento dominaran el mercado. Por lo tanto, en lugar de comulgar con los relatos simplistas por los que a veces se deja llevar «el mercado», conviene observar de cerca los modelos de negocio, las amenazas disruptivas y los avances de la IA. Hacer una división prematura entre ganadores y perdedores de la IA no es lo más aconsejable.

SOFTWARE PARA EMPRESAS: ¿NECESITAN LAS EMPRESAS MÁS O MENOS SOFTWARE?

Durante muchos años, el sector del software empresarial se ha caracterizado por su alta previsibilidad, puesto que cambiar de proveedor suele conllevar un gran esfuerzo para los clientes corporativos. Sin embargo, también en este caso surge la duda de si la IA pondrá el mercado patas arriba y de cómo podría cambiar el poder de fijación de precios de los proveedores. →

En este sentido se debaten sobre todo tres aspectos.

En primer lugar, el software empresarial es cada vez más eficiente gracias a la incorporación de funciones de IA, por lo que los clientes corporativos podrían recortar personal en el futuro y, en consecuencia, necesitar menos licencias de software para una plantilla más reducida. Por otro lado, existe el argumento de que la IA aumenta la productividad de los empleados y de que esta eficiencia ganada se reparte entre el proveedor de software y el cliente. Nosotros nos inclinamos hacia este punto de vista en el caso de algunas empresas.

En segundo lugar, los escépticos sostienen que los proveedores de software empresarial que ofrezcan nuevas funciones de IA se verán obligados a adoptar una política de precios diferente. En retrospectiva, esos proveedores han ganado mucho dinero porque han insistido en ofrecer paquetes combinados con varios programas que solo es posible comprar juntos, además de suscripciones con la duración más larga posible. Ahora, sin embargo, esto podría ser un inconveniente. Algunas empresas argumentan que la incorporación de funciones de IA sería una razón para subir los precios y que es posible integrar componentes basados en el uso, por lo que en el futuro los usuarios asiduos podrían acabar pagando más. Sin embargo, hoy por hoy no vemos que los clientes de programas informáticos consolidados estén dispuestos a pagar por funciones adi-

cionales de IA. Asimismo, creemos que el cambio de modelos de suscripción a modelos de pago en función del uso también puede plantear retos.

En tercer lugar, algunos creen que el negocio de los proveedores de software podría peligrar si en el futuro las tareas ya no son llevadas a cabo por personas, sino por una IA. Sin embargo, esta hipótesis nos sigue pareciendo precipitada para la mayoría de los sectores. Las empresas emergentes que desarrollan agentes dependen de los datos, y llevamos un tiempo observando que los proveedores de software más veteranos están bloqueando el acceso a esos datos para ganar tiempo e incorporar funciones de agente a sus propios productos. Por eso, los servicios que se basan en gran medida en datos actuales podrían sentir menos la presión de la IA.

**SOFTWARE DE
INFORMACIÓN FINANCIERA:
¿PASARÁN A LA HISTORIA LOS
PROVEEDORES DE DATOS?**

Proveedores de tarjetas de crédito, operadores bursátiles y firmas de datos y análisis como S&P Global: todas estas empresas no solo se benefician del efecto de red, sino que además convierten los datos en dinero, tanto directa como indirectamente.

Los proveedores de tarjetas de crédito procesan miles de millones de transacciones cada día, un proceso que genera datos granulares: ¿quién ha comprobado qué, dónde, cuándo y con qué dis-

positivo? Esta información se monetiza, por ejemplo, vendiendo herramientas de riesgo para la detección precoz de anomalías fraudulentas. Lo mismo puede decirse de los operadores bursátiles: no solo venden datos de negociación, sino también herramientas de análisis para el control de riesgos.

¿Se lo pondrá difícil la IA a este tipo de negocios en el futuro? Esta preocupación inquieta al mercado, como mucho, desde mediados de septiembre, cuando un resultado trimestral de la empresa estadounidense de datos financieros FactSet desencadenó una oleada de ventas entre las acciones de información financiera. La dirección de la empresa anunció que hará inversiones y que el margen disminuirá en consecuencia el próximo año, sin que al mismo tiempo haya perspectivas de un aumento de las ventas. Un bróker escribió al respecto: «Aunque no se trate al cien por cien de una disrupción causada por la IA, está claro que el coste de la actividad comercial está subiendo».

Puede que esto sea cierto para las empresas del sector que solo cuentan con una proporción relativamente pequeña de datos propios, pero, en nuestra opinión, no se aplica en absoluto a toda la industria. Por ello, en cada una de las empresas profundizamos en los detalles planteando otras preguntas como: ¿los datos son difíciles de replicar? ¿Están integrados en un flujo de trabajo? ¿Se enriquecen con las aportaciones de la empresa? ¿Están protegidos por alguna normativa? ¿Son una expresión de legitimidad y credibilidad

para los clientes? Cuando la respuesta a esas preguntas es afirmativa, a menudo vemos potencial.

**HARDWARE:
¿QUIÉN DOMINA?**

La cuarta y última parte de nuestra cadena de valor digital, el hardware, puede dividirse a su vez en tres grupos:

- 1) chips que se instalan en los centros de datos;
- 2) los propios centros de datos, y
- 3) todo lo necesario para mantener los centros de datos en funcionamiento. Todos estos segmentos han experimentado un impulso estructural en los últimos años debido a la demanda de la IA. Aun así, también vemos riesgos.

En el caso de los chips, esos riesgos fueron evidentes hasta mediados de septiembre para los accionistas de Intel, empresa que ha perdido una enorme cuota de mercado. En el sector de los semiconductores, la marea alta tampoco levanta ya todos los barcos, aunque son muy pocos los barcos que hay que vigilar: entre los diseñadores de chips, básicamente solo hay tres empresas relevantes (Nvidia, Broadcom y AMD); en el caso del software de diseño, son solo dos (Cadence y Synopsys); fabricantes de chips también hay dos (TSMC y Samsung), y proveedores de equipos hay cinco (ASML, Applied Materials, LAM Research, KLA y Tokyo Electron).

El segundo segmento, la infraestructura de nube, comparte esa natura-

leza oligopolística. Los tres grandes proveedores AWS (Amazon), Azure (Microsoft) y GCP (Alphabet) suman actualmente una cuota de mercado superior al 90%. Sin embargo, su principal suministrador, Nvidia, quiere reducir el poder de negociación de los tres gigantes y está priorizando el suministro de sus chips de alto rendimiento a los nuevos proveedores (neoclouds) que han surgido en torno a Oracle, CoreWeave y Nebius, lo que seguramente hará que se resientan los tres proveedores dominantes. Sin embargo, como bien saben los accionistas de Oracle, este tipo de intentos son un arma de doble filo: aunque el precio de las acciones de la empresa subió con fuerza tras el anuncio de la colaboración con Nvidia a partir de septiembre de 2025, posteriormente la cotización llegó a caer por momentos casi un 45%. Y es que el mercado está mirando con lupa la rentabilidad de cada centro de datos previsto.

El tercer segmento de hardware, el de los habilitadores o enablers, es más tranquilo. Empresas como el fabricante de conectores Amphenol, Siemens y Schneider Electric se encargan de que la energía llegue a los centros de datos y se distribuya sin problemas. A estas empresas les da igual si se acaba imponiendo el software de consumo, el empresarial o el de información financiera, como tampoco les importa qué chip se está utilizando. Además, la tendencia de la IA, junto con la automatización, tan solo representa en torno al 50% de las ventas. Por lo tanto, estas empresas se benefician de la

demanda actual de centros de datos de IA sin depender de ellos.

**PARA INVERSIONES
DIVERSIFICADAS Y EQUILIBRADAS**

Así pues, la cadena de valor digital atraviesa muchas industrias, cada una con sus ventajas e inconvenientes particulares frente al avance de la IA. Aunque los relatos habituales del mercado suelen hacer que las cotizaciones se tambaleen, en nuestra opinión esos movimientos no siempre están justificados. Por ejemplo, en el caso de algunas empresas de software del sector empresarial, creemos que las expectativas de disrupción son exageradas: por un lado, en el ámbito corporativo los cambios no suelen producirse tan rápido, como demuestra el hecho de que las empresas lleven años migrando sus datos a la nube, y, por otro lado, la IA también puede ser una oportunidad para los proveedores más veteranos.

Por ello, nosotros nos centramos en analizar detenidamente las empresas y en invertir de forma equilibrada y diversificada a lo largo de toda la cadena de valor. Nuestro objetivo: aprovechar las oportunidades que nos brindan estos extraordinarios avances sin asumir riesgos excesivos. ♦

Dirk Seel es gestor de carteras en Flossbach von Storch SE en Colonia.

Hace falta INNOVACIÓN



Las montañas de deuda crecen en muchos países industrializados occidentales de todo el mundo. Los riesgos (a corto plazo) parecen manejables, pero la carga demográfica encierra peligros.

Deudas en lugar de reformas en Europa, un déficit público de alrededor del 7% en Estados Unidos: algunos países europeos y el gigante americano han superado desde hace tiempo el umbral crítico del 100% de la deuda nacional sobre el producto interior bruto (PIB).

Sin embargo, no hay que ceder al pesimismo. Como hemos explicado anteriormente, los riesgos deben considerarse más bien según el horizonte temporal; a corto plazo, la insolvencia de un país industrializado occidental es un escenario casi inimaginable. Es más probable que la inestabilidad inherente creada por el elevado endeudamiento público se equilibre debido a los intereses comunes de los titulares de deuda soberana, los pensionistas, los empresarios o incluso los funcionarios. Al fin y al cabo, a ninguno de estos actores le interesa una quiebra estatal desordenada y sus consecuencias imprevisibles. A medio y largo plazo, por tanto, todavía hay muchos motivos por los que los bancos centrales garantizarán la financiación de los presupuestos públicos con unos tipos de interés reales bajos. Y con toda seguridad, contarán con la bendición de los participantes en el mercado.

Sin embargo, lo que empeorará las finanzas públicas en las próximas décadas es la creciente carga demográfica, un problema que afecta por igual, aunque en distinto grado, a las mayores áreas económicas del mundo. En la zona euro, los modelos de población de las Naciones Unidas prevén que en 2040 habrá 57 personas de 65 años o más por cada 100 personas en edad de trabajar (de 20 a 64 años). Actualmente hay 40. Esta dinámica aún es más impresionante en el caso de China, donde se pronostica que en 2040 habrá unos 43 mayores de 65 años por cada 100 personas en edad de trabajar ([véase el gráfico](#)), frente a los 23 actuales. A lo largo de la década de 2050, es probable que la proporción entre jóvenes y ancianos en China sea incluso peor que en la eurozona.

LA DEMOGRAFÍA COMO BOMBA DE RELOJERÍA

La demografía se convierte así en una bomba de relojería para los sistemas de seguridad social. El envejecimiento de la población no es lo único que debería causar quebraderos de cabeza: al mismo tiempo, el crecimiento demográfico en los países industrializados está cayendo por debajo de la «tasa de reemplazo» de 2,1 hijos por mujer. En estas condiciones, los sistemas de protección social dependen de la inmigración cualificada para poder mantenerse financieramente, dado el rechazo latente de la población a las reformas.

Desde el punto de vista de la estrategia de inversión, lo determinante es que la desaceleración demográfica afecta sobre todo a aquellas economías que tienen un alto poder adquisitivo en comparación con los demás países.

Esto significa una pérdida de impulso, por lo menos parcial, de las empresas que se han beneficiado de la combinación de aumento de la población y una creciente



Sin embargo, lo que empeorará las finanzas públicas en las próximas décadas es la creciente carga demográfica, un problema que afecta por igual, aunque en distinto grado, a las mayores áreas económicas del mundo.

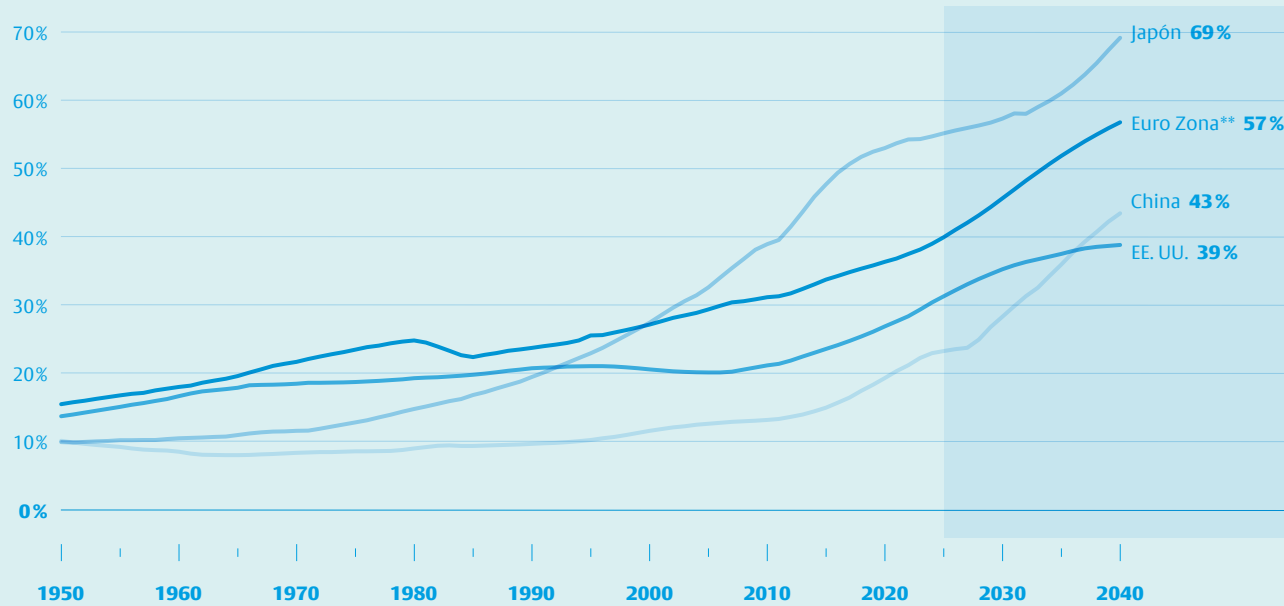


Gráfico
El mundo envejece cada vez más
La tasa de dependencia demográfica * aumenta en todo el mundo

* Número de personas mayores de 65 años en relación con el número de personas en edad de trabajar (de 20 a 64 años) a partir de 2025.
** Se han considerado las cuatro economías más pobladas de la Euro Zona: Alemania, Francia, Italia y España.

Fuente: LSEG Datastream, Flossbach von Storch, datos a 31 de diciembre 2025

prosperidad. Aunque estas cargas no tienen por qué traducirse necesariamente en una mala evolución del negocio, las empresas afectadas se verán más obligadas en el futuro a lograr su crecimiento por sus propios medios: por ejemplo, mediante una mayor actividad innovadora o la diferenciación de sus gamas de productos.

LA INNOVACIÓN AYUDA

Además, habrá que centrarse más en una producción eficiente, ya que el cambio demográfico no solo ejerce presión sobre los ingresos, sino que también provoca un estancamiento o incluso una disminución de la oferta de mano de obra. Por tanto, las ganancias de eficiencia pasan a ser la principal fuente de crecimiento. Sin embargo, los aumentos de productividad rara vez se producen sin fricciones: requieren un duro trabajo y a veces exigen destrucción creativa, que encuentra resistencia, especialmente en una población que envejece. Por ello, las mayores esperanzas de nuestro tiempo se depositan en las dos letras que se han convertido en sinónimo del próximo impulso a la productividad: la IA. ◆

Dr. Bert Flossbach es fundador y propietario de Flossbach von Storch SE.

SALUD

Un componente importante de la cartera

Eugen Uretzki

Las acciones farmacéuticas han perdido protagonismo. Hay buenas razones por las que este sector –como otros segmentos del mercado sanitario– ofrece oportunidades atractivas a largo plazo.



Tras el estallido de la pandemia de coronavirus en febrero de 2020, el mundo se lanzó a la búsqueda de una vacuna, y las acciones de las biofarmacéuticas experimentaron un repunte que llegó hasta Biontech, en Maguncia. Sin embargo, desde que los avances en inteligencia artificial (IA) han impulsado al alza los precios de las acciones de los principales índices, la rentabilidad del sector sanitario se ha quedado rezagada. Es probable que la medicina en particular se beneficie enormemente de los avances de la IA a largo plazo. Sin embargo, las medidas y los planes de la administración Trump en particular están causando incertidumbre en muchos casos, y haciendo que muchos inversores pasen por alto los motores de crecimiento estructural en el segmento.

En nuestras carteras, no querríamos prescindir de las empresas de un sector conocido por su desarrollo empresarial no cíclico y que, por tanto, promete un rendimiento de los beneficios altamente predecible, sobre todo porque el mercado sanitario ofrece motores de crecimiento estructural que lo convierten en un área de inversión atractiva incluso más allá de fases de tendencia excepcionales, como una pandemia.

**LA DEMOGRAFÍA Y LA INNOVACIÓN
COMO MOTORES DEL CRECIMIENTO**

Los cambios demográficos mundiales aumentan la necesidad de medicamentos y atención médica. Para finales de la década de 2050, se espera que la población mundial pase de los ocho mil millones de personas actuales a unos diez mil millones. Como consecuencia, la edad media de la población también está aumentando, sobre todo en muchas de las llamadas economías desarrolladas, lo que significa que la

incidencia de muchas enfermedades crónicas está aumentando estadísticamente. Mientras tanto, el creciente poder adquisitivo de una clase media cada vez más numerosa en muchos mercados emergentes está facilitando el acceso a la atención médica moderna y abriendo así un potencial de ventas desproporcionadamente alto.

Además, las soluciones médicas existentes para la mayoría de las enfermedades no son (todavía) óptimas, por lo que se demandan innovaciones médicas. El ritmo ha aumentado enormemente en las últimas décadas. Por ello, el desarrollo de fármacos con éxito suele abrir oportunidades comerciales inmediatas. Algunos ejemplos:

→ El cáncer es una de las causas de muerte más frecuentes en el mundo. Aunque la mortalidad ha mejorado considerablemente desde los años setenta, sigue habiendo tipos de cáncer difíciles de diagnosticar y tratar. Gracias a los modernos fármacos oncológicos, el tratamiento del cáncer es cada vez más preciso y personalizado. Por ejemplo, los fármacos con efecto quimioterapéutico o la radiación son ahora eficaces directamente sobre las células tumorales afectadas sin dañar el tejido circundante, lo que reduce los efectos secundarios. Otros fármacos modernos contra el cáncer se dirigen a cambios genéticos específicos del tumor. La tecnología de ARNm utilizada para el desarrollo de la vacuna para el coronavirus promete incluso personalizar la terapia para cada paciente.

→ En tecnología médica, la robótica quirúrgica también se está introduciendo en los quirófanos. Garantiza procedimientos mínimamente invasivos, lo que minimiza el riesgo

de complicaciones y alivia la carga de los médicos que controlan los dispositivos.

→ Al mismo tiempo, se producen innovaciones fundamentales en los equipos de investigación y desarrollo y en la producción de nuevas clases de medicamentos. Las innovadoras herramientas de precisión acortan el tiempo de desarrollo de nuevos fármacos y permiten su producción rentable.

Oportunidades históricas, por tanto, no solo para las empresas farmacéuticas, sino también para segmentos menos destacados del mercado sanitario. Los sectores difieren en algunos aspectos específicos de sus modelos de negocio y en las oportunidades y riesgos asociados.

Las empresas farmacéuticas tradicionales se benefician de las patentes de sus medicamentos, que les aseguran elevados márgenes, pero solo durante el plazo limitado de las patentes. Después, aparecen en el mercado productos de imitación más baratos y las empresas tienen que generar nuevas ventas y beneficios con el desarrollo de nuevos fármacos. Sin embargo, la investigación y el desarrollo de nuevos principios activos están sujetos de forma natural a un mayor riesgo. Las empresas farmacéuticas más grandes están diversificadas en este sentido, con una amplia cartera de proyectos de investigación. Mientras tanto, los avances en las aplicaciones de la IA prometen acortar los plazos de desarrollo de nuevos fármacos en el futuro. Sin embargo, como el suministro de medicamentos está en el centro de la atención política, el sector está sujeto a un mayor riesgo político. Sobre todo, la intervención reguladora y las reducciones forzadas de precios en EE. UU. disuaden actualmente a muchos inversores.

**POCO RIESGO POLÍTICO PARA LAS HERRAMIENTAS DE
TECNOLOGÍA MÉDICA Y CIENCIAS DE LA VIDA**

Se presta mucha menos atención a otros subsegmentos del sector sanitario, como por ejemplo, la tecnología médica, es decir, a grandes rasgos, los equipos y consumibles para el hospital. Otros ejemplos de ello son los sistemas para quiró-

fanos e instrumentos quirúrgicos, o productos que se utilizan directamente en los pacientes, como marcapasos, articulaciones artificiales o productos para la incontinencia. También hay otros representantes de «herramientas de ciencias de la vida» o proveedores de equipos para la investigación y el desarrollo biofarmacéuticos.

Además de un riesgo normativo comparativamente bajo, la tecnología médica también se beneficia de ciclos de innovación más cortos que los biofarmacéuticos y, al mismo tiempo, de menores riesgos de desarrollo, ya que las innovaciones de productos suelen ser de naturaleza incremental. Sin embargo, el uso de los productos en pacientes enfermos conlleva igualmente un aumento de los riesgos de responsabilidad civil por productos defectuosos y de demandas judiciales para los fabricantes.

El sector de las ciencias de la vida no abastece a los pacientes ni a los médicos, sino a las empresas farmacéuticas y otros agentes institucionales de investigación que desarrollan los productos para el cliente final. De este modo, se beneficia de las macro tendencias antes mencionadas sin soportar el riesgo de desarrollo de fármacos individuales. Los riesgos de responsabilidad civil por productos defectuosos también desempeñan un papel menor en este negocio. Estas empresas suelen caracterizarse por el modelo de negocio «maquinilla-cuchilla de afeitar»: la instalación de una herramienta específica de investigación y producción (la maquinilla de afeitar) conlleva la compra recurrente de bienes de consumo exclusivamente específicos (las cuchillas de afeitar).

Así pues, una serie de factores estructurales de crecimiento están abriendo atractivas oportunidades en el mercado de la sanidad. Pero lo mismo ocurre en todos los sectores: un análisis profundo y una selección selectiva de valores individuales son la base de unas inversiones prometedoras. ♦

Eugen Uretzki es analista de inversiones en Flossbach von Storch SE en Colonia.

Protección y oportunidades



Las inversiones en renta fija vuelven a ser atractivas. Un ejemplo muestra cómo pueden equilibrarse en la práctica la rentabilidad y los riesgos.

Lars Conrad

Vuelve a haber intereses. «Bonds are back»: la renta fija es popular de nuevo. Eso es lo que se oye (y se lee) una y otra vez. Y, efectivamente, actualmente hay mucho que decir a favor de esta clase de activos, que, tras muchos años de intereses nulos y negativos y un giro histórico de los tipos, está poco a poco dejando de pasar desapercibida.

Además de unos cupones correctos (incluidos los de los bonos de máxima calificación crediticia), es decir, los rendimientos garantizados que los inversores reciben anualmente hasta el final del plazo, existen otras numerosas fuentes de rentabilidad. Los bonos se negocian diariamente en un mercado abierto. Esto ofrece oportunidades de plusvalías si el precio que los compradores están dispuestos a pagar es superior al precio de compra original.

También se premia la perseverancia: las curvas de tipos están subiendo considerablemente. Los títulos a largo plazo ofrecen de nuevo unas remuneraciones bastante mejores que los vencimientos a corto plazo. Tras un año positivo para la renta fija en 2025, en el que los fondos activos y equilibrados obtuvieron una holgada rentabilidad del 4% anual, creemos que 2026 también presenta buenas oportunidades.

El problema es que el mercado de renta fija es muy complejo. Cada valor individual debe someterse a un cuidadoso análisis de oportunidad-riesgo. ¿Es correcta la solvencia del emisor y justifica el precio del bono? ¿Existen excesos en

los mercados de los que podrían beneficiarse los inversores flexibles? ¿Se han tenido en cuenta los riesgos de cambio? Por último, y no menos importante, la diversificación debe ser la adecuada. Las carteras activas de renta fija pueden comprender fácilmente de 200 a 300 títulos individuales, que deben ajustarse con precisión a la estrategia del fondo. En los años más turbulentos para los bonos, toda la cartera puede recomponerse dos o tres veces.

Pero, ¿cómo pueden identificarse las oportunidades en el mercado? Nos gustaría utilizar un ejemplo concreto para explicar cómo seleccionar los títulos apropiados para una cartera de bonos. Es importante tener en cuenta que, naturalmente, no hacemos recomendaciones de compra. En cualquier caso, advertimos encarecidamente a los inversores privados que, a la hora de seleccionar bonos, las inversiones solo tienen sentido como parte de una combinación, es decir, en una cartera diversificada.

PROTECCIÓN ASEQUIBLE CONTRA LA INFLACIÓN

Los bonos indexados a la inflación comprenden una función de seguro: protegen frente a la inflación efectivamente registrada. Sin embargo, a diferencia de una mera póliza de seguro contra el riesgo, también ofrecen unos rendimientos reales, que actualmente son históricamente altos. A diferencia de los bonos soberanos nominales (que tienen un cupón fijo), los rendimientos de los bonos ligados a la





inflación proceden de dos componentes: un tipo del cupón más bajo (el «cupón real») más una compensación por la inflación efectivamente registrada (medida según un índice de precios predeterminado).

La diferencia de rendimiento (excluida la inflación) de un bono indexado y un bono nominal con el mismo vencimiento es la «tasa de inflación implícita» esperada por el mercado (en inglés, «breakeven»). Si el inversor supone que la inflación efectiva durante el plazo restante será superior a la prevista por el mercado, entonces le conviene más el bono indexado (de ahí el término «breakeven»).

Actualmente se observa en los principales mercados que las expectativas de inflación (a diez años vista), en EE. UU., por ejemplo, están solo algo por encima del objetivo del banco central del 2%. En la zona euro, son incluso ligeramente inferiores (véase el gráfico 1). Dicho de otro modo: la prima de seguro por una inflación más alta de lo esperado es actualmente relativamente barata.

Esto es especialmente cierto a la vista de la dinámica de la deuda mundial. La carga de deuda de los Estados se está

disparando desde hace muchos años, y recientemente esta tendencia se ha acelerado. Todo esto tiene que financiarse, sobre todo en tiempos de intereses al alza. En este sentido, la inflación es una ayuda bienvenida: si suben los precios, también aumentan los ingresos (fiscales) de las arcas públicas. Por tanto, los Estados (y los bancos centrales) podrían inclinarse por permitir una inflación estructuralmente (algo) más alta a largo plazo para mantener bajo control –o incluso reducir– las montañas de deuda.

Además de la función protectora contra la inflación, hay un segundo motivo por el que los bonos indexados resultan interesantes. Los rendimientos reales han alcanzado recientemente máximos históricos. En EE. UU. en particular (y en otros países de habla inglesa), los rendimientos de la deuda pública a largo plazo se han situado entre un 2% y un 3% por encima de la inflación anticipada. La última vez que se registraron estas tasas fue hace más de 15 años, durante la gran crisis financiera (véase el gráfico 2).

En aquella época, sin embargo, las ratios de deuda pública eran bastante inferiores a las actuales. Y otros parámetros de endeudamiento también se están deteriorando. Por



Gráfico 2
Los rendimientos (reales), en unos niveles atractivos

Duración de la cartera agresiva; bonos indexados como componentes estratégicos

La rentabilidad histórica no es un indicador fiable de los resultados futuros.
Fuente: Bloomberg, datos a 9 de enero 2026

ejemplo, la carga de los intereses ha aumentado considerablemente en muchos países, mientras que las perspectivas de crecimiento están disminuyendo (sobre todo en la eurozona). En este contexto, los observadores críticos podrían considerar que los rendimientos reales son demasiado elevados.

En resumen, los bonos indexados ofrecen oportunidades a los inversores en caso de que los rendimientos reales vuelvan a caer a largo plazo (especialmente los de vencimientos más largos, cuyos precios reflejan mejor los movimientos del mercado). También ofrecen protección a los inversores, amortiguando los movimientos de una cartera si la inflación repuntara en el futuro ante problemas estructurales de deuda pública.

Por tanto, como elemento de la cartera en conjunto, los bonos indexados (especialmente los TIPS de EE. UU., complementados con valores de la zona euro de países con buena calificación crediticia) pueden, en nuestra opinión, aportar valor añadido a una cartera. Los gestores de cartera experimentados deben utilizarlos con cuidado. La proporción en la cartera debe ajustarse a los objetivos de rentabilidad y

riesgo. La estructura de duración también debe encajar. Si los rendimientos nominales y reales caen al unísono, por ejemplo, los inversores que tienden a apostar por los bonos indexados de vencimientos más largos se benefician proporcionalmente más. En cambio, con una duración más reducida, la cartera resulta más robusta cuando los rendimientos suben debido a unas expectativas de subida de la inflación. Este «sesgo» puede aportar ventajas a los inversores.

Como ya he indicado, los bonos indexados son solo un ejemplo de las numerosas posiciones en renta fija de una cartera. Solo cumplen su función como parte de una combinación adecuada con otros títulos. Invertir dinero es comparable a muchas decisiones que hay que tomar en la vida. En última instancia, siempre hay aspectos complejos. Las decisiones audaces merecen respeto, especialmente cuando no impiden todas las demás oportunidades posibles. ♦

Lars Conrad es director de cartera de renta fija en Flossbach von Storch SE en Colonia.

Deuda pública y financiación de la guerra

Un análisis histórico y un artículo de colaborador invitado del profesor jubilado Werner Plumpe muestran cómo los conflictos militares (pueden) poner a los países en grandes dificultades financieras.



Pero es poco probable
que entremos en
razón en un
futuro próximo.

Los planes de rearme de los países europeos más endeudados no dejan de sorprender. La historia demuestra que las guerras siempre han causado grandes dificultades financieras, incluso cuando los países no estaban tan endeudados como ahora.

En el siglo XVI ya era extremadamente caro entrar en guerra. Toneladas de plata fueron a parar a la corona española tras el descubrimiento de América. Sin embargo, España solo pudo financiar las guerras contra los Países Bajos, Gran Bretaña y Francia en los siglos XVI y XVII contrayendo cada vez más deuda, entre otras, por las grandes casas financieras de la Alta Alemania, como las familias Fugger y Welser. Aunque esto permitió a España alargar la guerra durante mucho tiempo, al final no sirvió de nada en la batalla por la supremacía en Europa.

En lugar de triunfar, la corona española se vio obligada a declarar su insolvencia en seis ocasiones entre 1557 y 1647; quiebras nacionales que también tuvieron consecuencias devastadoras para los acreedores.

En cambio, los Países Bajos, el principal oponente de España durante mucho tiempo, ya tenían un sistema fiscal y bancario bastante moderno, generaban elevados ingresos y gozaban de una liquidez constante. Ámsterdam se convirtió en el centro financiero de Europa, donde los inversores de todo el continente ponían a salvo su dinero. A pesar de la carga de la guerra con España, el tipo

de interés que debían pagar los Estados Generales neerlandeses seguía siendo bajo. Sin embargo, este temprano establecimiento de estructuras modernas de mercado financiero fue la excepción.

Los grandes países europeos siguieron endeudándose. La Guerra de Sucesión española entre 1701 y 1714, por ejemplo, fue financiada por Francia, Gran Bretaña y los Habsburgo con deudas que llevaron a los países al borde de la insolvencia tras el final de la guerra. Los intentos de reducir la deuda de Francia y Gran Bretaña condujeron a dos de las primeras grandes crisis financieras y especulativas europeas.

– DE 1718 A 1720 –

BURBUJAS ESPECULATIVAS
INDUCIDAS POR LA DEUDA
EN PARÍS Y LONDRES

En pocas palabras, fue así: el Estado concedió privilegios a los «empresarios» privados en determinadas áreas del comercio colonial, concretamente en el sur de Norteamérica y el Caribe, y también permitió la creación de las correspondientes sociedades anónimas para explotar estas oportunidades. Los precios de sus acciones se dispararon debido a los beneficios esperados («burbujas de los mares del Sur»), de modo que estos comerciantes pudieron asumir gran parte de la deuda nacional a cambio de los privilegios. En Francia, los privilegios también incluían el derecho a fundar un banco con dere-

cho a emitir billetes («Banque Royale» del empresario John Law), que también se popularizó rápidamente entre la población. Los éxitos iniciales fueron fenomenales. Law fue venerado como un «mago». Al mismo tiempo, se fundaron en Londres decenas de sociedades anónimas que ni siquiera declaraban el objeto de sus actividades; sin embargo, el público arrebató las acciones de las manos de los vendedores.

Sucedió lo que tenía que suceder. En cuanto quedó claro que no se cumplían las expectativas en las colonias, los precios de las acciones se desplomaron, inicialmente en París, donde gran parte del público fue expropiado en pocos días cuando sus títulos ya no valían nada. Law tuvo que abandonar París a toda prisa. Los que aún pudieron hacerlo buscaron refugio en el mercado de capitales de Londres, pero este también se desplomó poco después. Una vez más, el público se quedó con las manos vacías. El gobierno de Londres respondió al menos con la «Ley de las burbujas», que prohibía de hecho la formación de sociedades anónimas en el futuro, aunque esto fue poco consuelo para la mayoría del público desposeído.

– DESPUÉS DE 1815 –

ESTRICTA POLÍTICA DE
AUSTERIDAD CONTRA EL ELEVADO
ENDEUDAMIENTO TRAS WATERLOO

Sin embargo, los gobiernos francés y británico siguieron financiando sus

continuos conflictos en el siglo XVIII con deuda; al final de las Guerras Napoleónicas, en junio de 1815, ambos países estaban sobreendeudados. Esta vez, sin embargo, no hubo expropiación masiva.

El resultado fue una política financiera extremadamente restrictiva. Francia, que llevaba experimentando con la inflación del papel moneda desde la década de 1790, fue desendeudándose poco a poco mediante una reforma monetaria y una política monetaria restrictiva. La situación fue similar en Inglaterra, donde en los años posteriores a Napoleón se produjo una disputa masiva sobre la constitución del mercado financiero; una disputa que terminó con la introducción del patrón oro y de normas estrictas para el Banco de Inglaterra, que pretendían poner fin a los experimentos con papel moneda.

A la política monetaria restrictiva se sumó una política presupuestaria extremadamente frugal, que también se aplicó en los países sobreendeudados de Austria y Prusia. En términos modernos, la cuota estatal, que había representado más de la mitad de la producción económica total durante la guerra, descendió drásticamente tras el final de las Guerras Napoleónicas. En Prusia, el Estado apenas absorbía el diez por ciento del producto interior a mediados de siglo; la situación era similar en los demás países. Desde esta perspectiva, el capitalismo manchesteriano y el Estado vigilante fueron

también hijos de la necesidad, sin los cuales nunca se habría podido superar la elevada deuda nacional.

Contrariamente a lo que se tiende a pensar hoy en día, la retirada del Estado en el siglo XIX no provocó la parálisis económica de las economías implicadas, sino todo lo contrario. Hay una frase atribuida al rey francés Luis Felipe, probablemente por su ministro de Hacienda François Guizot: «¡Enriqueceos!», que pretendía ser una invitación a las clases medias para que hicieran negocios y así se enriquecieran y que tocó la fibra sensible de la época, recordándose como el apogeo de la revolución industrial.

– PRIMERA GUERRA MUNDIAL –

EL ENDEUDAMIENTO
MASIVO ACABA EN INFLACIÓN

La ausencia de grandes conflictos militares favoreció al «Estado austero», pero su hora llegó con el estallido de la guerra en 1914. Mientras que el gasto militar aumentó enormemente en los años siguientes, la oferta de bienes civiles disminuyó cada vez más rápidamente. Se suspendió el patrón oro, se movilaron enormes créditos de guerra y se produjo una inflación del papel moneda, al principio gradual y más tarde cada vez más abierta. La República de Weimar también financió a crédito la vuelta a la economía de paz. Tras un breve repunte aparente, la inflación acabó adquiriendo proporciones →

inimaginables, que culminaron con la reforma monetaria de noviembre de 1923 (marco seguro, «Rentenmark») en una expropiación total de los activos financieros y una devaluación completa de los bonos del Estado. Como tras la Guerra de Sucesión española, también esta vez, al menos en el caso alemán, el público pagó con la pérdida total de sus activos financieros.

Los países aliados de Gran Bretaña, Francia y Rusia también se habían endeudado fuertemente. Esperaban los pagos de las reparaciones alemanas, pero apenas bastaban para cubrir las consecuencias de la guerra, sobre todo porque la Rusia soviética, uno de los principales deudores del periodo de preguerra y guerra, se negaba a reconocer las deudas de la época zarista.

Gran Bretaña seguía en una posición comparativamente buena. Sus activos en el extranjero habían sido cuantiosos antes de la guerra y, como centro financiero más importante del mundo en aquel momento, había concedido por sí mismo préstamos a los Aliados, aunque la salida de hacerse con las obligaciones restantes mediante una inflación controlada de la libra estaba bloqueada. Esto habría socavado su posición como ancla del patrón oro y garante de la importancia de Londres como centro financiero. Por ello, el país aplicó una política monetaria restrictiva muy controvertida en aquella época. El antiguo patrón oro volvió en una forma modificada, aunque Londres perdió su brillo.

Alemania pagó sus reparaciones con préstamos estadounidenses, Francia y Gran Bretaña utilizaron estos pagos, al menos en parte, para saldar sus deudas de guerra en EE. UU., mientras que los bancos estadounidenses volvían a prestar el dinero directamente a Alemania: un negocio lucrativo en vista de los elevados tipos de interés en Alemania, que estaba abocada al colapso inmediato si se cortaba el flujo de dinero procedente de Estados Unidos. Esto es exactamente lo que ocurrió en la crisis económica de 1929 y arrastró a la economía mundial al abismo.

– SEGUNDA GUERRA MUNDIAL –

ORGÍA DE DEUDA, REFORMA
MONETARIA Y CONSOLIDACIÓN

Incluso la Segunda Guerra Mundial solo pudo financiarse mediante deuda, con la esperanza de poder imponer la carga al perdedor. Alemania fue especialmente dinámica e ingeniosa en materia de endeudamiento, pero esto no cambió la situación de sobreendeudamiento total al final de la guerra. Una vez más, las deudas se pagaron mediante una expropiación completa del público propietario de dinero: la reforma monetaria de 1948, en la que se devaluaron drásticamente todos los activos y pasivos nacionales (100 RM a 6,5 DM). La deuda externa estaba regulada por el Acuerdo de Londres, que concedía a la República Federal generosas condiciones de pago además de la condonación de los intereses pendientes para que el

país pudiera cumplir gradualmente sus obligaciones. Es probable que el hecho de que la economía alemana estuviera relativamente libre de deuda y una política fiscal gubernamental extremadamente prudente, junto con los esfuerzos de estabilización del Bundesbank, hayan sido pilares fundamentales del milagro económico.

– DESDE FINALES
DE LOS AÑOS SESENTA –

NUEVAS RAZONES
PARA ENDEUDARSE

Sin embargo, desde finales de los años sesenta, se ha perdido la conexión entre la deuda pública y la financiación de la guerra. En el curso del keynesianismo y la expansión del Estado del bienestar, el carácter de la deuda cambió y se convirtió en un instrumento común, de hecho deseable, de financiación estatal. En este contexto, el historiador financiero Hans-Peter Ullmann habla del «complejo de la deuda», que surgió a finales de los años sesenta con la esperanza de que la deuda pudiera utilizarse para modernizar la economía (y la sociedad), que a su vez compensaría con creces la deuda con sus éxitos. El éxito era tan previsible como las deudas.

Desde entonces, puede observarse una evolución conjunta de la expansión de la deuda y de la política económica y financiera del Estado que ahora resulta sobrecogedora. Los crecientes ingresos fiscales (ojo) ya no han sido suficientes

para mantener al Estado capaz de actuar en consonancia con la corriente política dominante, de modo que a cada desafío o crisis se responde con nuevo endeudamiento, que solo volvió a reducirse temporalmente en los años ochenta. La financiación de la reunificación, los retos de la crisis de las puntocom, la crisis financiera mundial, la crisis de los refugiados, la crisis del coronavirus y, por último, la guerra de Ucrania fueron las etapas más importantes de esta acumulación de deuda, que se está radicalizando aún más con la actual política de endeudamiento.

– DESPUÉS DE 1990 –

DESVINCULACIÓN ENTRE
EL CRECIMIENTO DE LA DEUDA
Y EL CRECIMIENTO
DE LA PRODUCTIVIDAD

Es aterrador que desde los años noventa, la deuda no se haya cubierto con el aumento de la productividad, como se esperaba en el complejo de la deuda de los años setenta, sino todo lo contrario. El crecimiento de la productividad ha venido disminuyendo significativamente desde los años noventa, y actualmente los niveles de productividad están incluso cayendo. Es previsible que la sostenibilidad de la deuda incluso de un país como Alemania alcance sus límites. La economía alemana ya no genera los gastos en que incurre el Estado. La deuda ya no es solo una intervención de crisis, aunque se venda como tal. Es una ex-

presión del hecho de que el Estado vive por encima de sus posibilidades y ya no podría actuar sin un flujo constante de nueva deuda.

¿Y ahora qué? Históricamente, las crisis de deuda suelen «superarse» expropiando al público propietario del dinero, es decir, mediante quiebras nacionales, inflación o reformas monetarias. Las alternativas eran y siguen siendo la represión financiera, tal como se practicó en EE. UU. después de 1945, que hay que reconocer que solo funcionó hasta cierto punto y en absoluto sin consecuencias negativas debido a las favorables condiciones económicas. Alternativamente, el Estado puede dar un paso atrás extremo, reducir la cantidad de trabajo que realiza y aumentar así las oportunidades de acción de la economía, aunque sea a costa de una reducción significativa o de la inexistencia de un Estado del bienestar que funcione. Esto fue posible en Francia, Gran Bretaña y Prusia después de 1815, ya que aún no existían estructuras democráticas de masas. Hoy en día, un planteamiento de este tipo es probablemente inconcebible en la práctica; en Francia, a pesar de los graves problemas de deuda, ni siquiera es posible empezar a reducir ligeramente el gasto social, aunque lo sensato sería actuar antes de que la crisis de la deuda se vuelva incontrolable.

Pero es poco probable que entremos en razón en un futuro próximo. ♦



ACERCA DEL AUTOR

El historiador **Prof. Dr. Werner Plumpe** (jubilado) ocupó la Cátedra de Historia Económica y Social de la Universidad de Fráncfort del Meno de 1999 a 2022. Autor de varios libros, fue galardonado con el Premio Ludwig Ehrhard de Periodismo Económico en 2014. Su obra más reciente se titula «Rivalidades peligrosas. Guerras económicas: desde los inicios de la globalización hasta el acuerdo de Trump» y fue publicado en 2025 por Rowohlt-Verlag. ISBN: 978-3-7371-0216-2.



Glosario

Términos económicos

- Acción** – Una acción es un título que convierte a su titular en copropietario de una sociedad anónima. Al comprar una acción, el accionista adquiere una parte del capital social de la empresa.
- Bono** – Título con el que el emisor puede obtener un préstamo en el mercado de capitales. Los bonos pueden emitirse en distintas divisas y con diferentes vencimientos.
- Cartera** – Es el conjunto de valores en una cartera de inversión.
- Clase de activos** – Los productos financieros con características similares pueden resumirse en varios grupos. Las clases de activos clásicas son la renta variable, la renta fija, los inmuebles y los metales preciosos.
- Diversificación** – Asignación de activos a diferentes clases de activos, valores individuales, regiones, sectores y zonas monetarias, con el objetivo de reducir los posibles riesgos individuales de la inversión mediante una amplia diversificación.
- Índice bursátil** – Un índice bursátil es un indicador de la evolución media de los precios de la cesta de acciones de un país, una región o incluso de sectores concretos, y refleja el nivel de precios de las acciones seleccionadas.
- Índice MSCI World** – Este índice bursátil sigue la evolución de los mercados de valores de los países industrializados. Se basa en más de 1.600 acciones de 23 países.
- Índice Nikkei 225** – Es el índice de referencia del mercado bursátil japonés. Refleja el rendimiento de 225 de las mayores empresas cotizadas en Japón. El Nikkei 225 es un índice bursátil ponderado por precio.
- Índice S&P 500** – El S&P 500 es probablemente la referencia en términos de rendimiento del mercado bursátil estadounidense. Sigue la evolución de 500 grandes valores con sede en EE.UU. y representa alrededor del 80% de la capitalización bursátil del mercado de renta variable estadounidense.
- Inflación** – Aumento general de los precios de los bienes, que va acompañado de una pérdida del poder adquisitivo del dinero.
- Liquidez** – Por liquidez se entiende la «proximidad al dinero» de los activos, es decir, su potencial para generar entradas de efectivo inmediatas o a corto plazo. La liquidez de un mercado debe distinguirse de la liquidez de los activos. Esta se da cuando la diferencia entre el precio de compra y el de venta es baja y pueden negociarse volúmenes mayores sin influir sustancialmente en el precio de mercado.
- Producto Interior Bruto (PIB)** – Valor de todos los bienes y servicios producidos en un país.

INFORMACIONES LEGALES

Este documento contiene información comercial y no supone recomendación u oferta con el fin de suscribir participaciones.

La información detallada en este documento y las opiniones expresadas en él reflejan las expectativas de Flossbach von Storch en el momento de la publicación y se pueden modificar en cualquier momento sin aviso previo. Las expectativas de desarrollo futuro expresadas en este documento reflejan la opinión y expectativas de Flossbach von Storch. El resultado real, sin embargo, puede desviarse considerablemente de las expectativas.

Los datos se han recopilado con el mayor cuidado posible. Sin embargo, no podemos garantizar la absoluta exactitud e integridad de los datos. El valor de las inversiones puede fluctuar y los inversores pueden no recuperar la totalidad del importe invertido.

La información y expectativas en este documento no suponen una recomendación o asesoramiento de inversión, ni pretenden ser un sustituto de asesoramiento adecuado sobre productos financieros.

Las informaciones legales y fiscales en este documento no son un sustituto de asesoramiento profesional sobre temas fiscales o legales. La información contenida en este documento no está destinada a individuos a los que no se les permita acceder por motivos de nacionalidad, lugar de residencia u otros, en base a la legislación actual. Todos los contenidos en este documento están sujetos a la protección por derechos de propiedad intelectual e industrial (incluyendo marcas, patentes y otros derechos, entre ellos de propiedad intelectual e industrial) sin excepción ni restricciones en base a la legislación correspondiente y los derechos de propiedad de los legítimos titulares. En ningún caso se entenderá que se concede licencia o cesión alguna sobre el contenido. Todos los derechos sobre el contenido publicado y creado por Flossbach von Storch son de exclusiva propiedad de Flossbach von Storch y su reproducción o uso total o parcial no está permitida sin el consentimiento previo, expreso y por escrito por parte de Flossbach von Storch.

Las rentabilidades pasadas no son garantía de las rentabilidades futuras.

© 2026 Flossbach von Storch. Todos los derechos reservados.

IMPRESSUM

Publicado por
Flossbach von Storch Invest S.A.
2, rue Jean Monnet, 2180 Luxemburgo, Luxemburgo
Telefono +352.275.607-0, Fax +352.275.607-39
info@fvsinvest.lu, www.fvsinvest.lu

Junta directiva:
Christoph Adamy, Markus Müller

Número IVA: LU25691460
Registro de comercio: Luxemburgo No B 171513
Autoridad supervisora competente: Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF)
283, route d'Arlon, 1150 Luxemburgo, Luxemburgo

Cierre de redacción: 9 de enero de 2026

ES 112 0126 XXXX ES

La reimpresión del total o de parte del document así como su publicación digital – especialmente la distribución a través de páginas web – no está permitida sin la aprobación previa y por escrito por parte de Flossbach von Storch SE.

Redacción:
Lars Conrad, Pablo Duarte, Dr. Bert Flossbach, Jens Hagen, Dörte Jochims, Thomas Lehr, Shenwei Li, Julian Marx, Christian Panster, Dirk Seel, Kurt von Storch, Eugen Uretzki, Philipp Vorndran

Diseño: Carolin Euskirchen y Heller & C
Impresión: TheissenKopp GmbH

INFORMACIÓN SOBRE EL MATERIAL FOTOGRÁFICO

Derechos de autor: © Marc Comes, CHB-P (página de título, p. 2, 3); © Haussmann Visuals, Getty Images (p. 5 arriba); © CSA Images, Getty Images (p. 5 central); © Chandler Cruttenden, unsplash (p. 5 debajo); © Carolin Euskirchen, collage (p. 6–11); © Haussmann Visuals, Getty Images (p. 12–19); © ThePalmer, Getty Images (p. 20, 23) ; © Jinhe Li (p. 24); © Marc Comes, CHB-P (p. 26–27); © CSA Images, Getty Images (p. 32–34); © Floortje, Getty Images (p. 36); © Yuichiro Chino, Getty Images (p. 40); © Gcore/Feiyu Xu, Nyonic (p.43); © matejmo, Getty Images (p. 46); © Ajeet Mestry, unsplash (p. 50); © Hemme, Getty Images (p. 53); © Ryan McVay, Getty Images (p. 56–59); © Chandler Cruttenden, unsplash (p. 60–65); © Marc Comes, CHB-P (reverso)

Dirección de contacto
Flossbach von Storch Invest S.A.
Sucursal en España
www.flossbachvonstorch.es



Flossbach von Storch