

POSICIÓN

Apuntes de mercado para inversores



DEL BOOM

LA FIEBRE DE LOS TULIPANES

La madre de todas las burbujas

RENTA VARIABLE

Acciones aburridas con descuento

BONOS

La remontada de la renta fija



A LA BURBUJA

Con SpaceX, los sueños se hacen realidad, o como afirmó Elon Musk: «We take the fiction out of science fiction» (sacamos la ficción de la ciencia ficción ...)

Queda por ver si realmente merece la pena vivir en Marte. No obstante, la mayor salida a bolsa de la historia enloqueció a inversores de todo el mundo. El lanzamiento del cohete catapultó las acciones de SpaceX a la estratosfera de las empresas más valiosas del mundo. Tras una subida vertiginosa del 50 % en tres días, su capitalización bursátil alcanzó los 2,7 billones de dólares estadounidenses: una magnitud igual a la de Microsoft. Mientras que la empresa de software obtiene unos beneficios de casi 130.000 millones de dólares al año, se prevé que SpaceX registre unas pérdidas de unos 4.000 millones en 2026.

Pero, ¿a quién le importa eso? Un gestor de carteras lo resumió así: «You never lose money with Elon». Con Elon nunca se pierde dinero.

Sin embargo, tras el éxito del despegue, el cohete se vio rápidamente atraído por la fuerza gravitatoria de la Tierra. Inicialmente, la cotización sufrió una fuerte caída desde su nivel máximo, pero posteriormente se recuperó y volvió a registrar ganancias.

En retrospectiva, la salida a bolsa de SpaceX debería considerarse un indicio de las desmesuradas expectativas bursátiles y de la exuberancia irracional. Es sintomático de que el optimismo está dando paso a la euforia, es decir, el auge a la burbuja.



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





EN UNA PALABRA

La inteligencia artificial (IA) marcará las próximas décadas y transformará la economía y la sociedad. Tanto empresas como gobiernos destinarán enormes recursos para explotar las oportunidades que presenta, así como para mitigar los riesgos.

Por un lado, yo diría que todos nosotros apenas tenemos una mínima idea de lo que la IA, si se utiliza de forma adecuada, podrá aportar a la humanidad dentro de diez o veinte años. Por otro lado, tampoco podemos concebir los riesgos y los efectos secundarios.

La situación era muy similar hace más de 20 años, cuando comenzó el boom de Internet. Pocos se imaginaban entonces las grandes transformaciones que comportaría, tanto para la economía y la sociedad como para la vida cotidiana de cada uno de nosotros.

Aún más difícil resulta intentar predecir ahora, como inversores, quiénes serán los grandes ganadores de la revolución de la IA a largo plazo. Y, sin embargo, se intenta hacerlo; basta

con citar como ejemplo la vertiginosa subida de las cotizaciones de los fabricantes de chips en los últimos tiempos. Pero, ¿puede durar?

En este ambiente tan caldeado, es más importante que nunca mantener la sangre fría. Mi socio, Bert Flossbach, describió recientemente el ambiente en las bolsas como un frenesí febril.

Esto es aún más relevante dado que el mercado de capitales está adquiriendo (¡por fin!) un papel cada vez más importante en los ahorros para las pensiones. Debemos dejar claro a las generaciones venideras que nadie se hace rico de la noche a la mañana en bolsa; que las tendencias no pueden prolongarse indefinidamente; que se necesita paciencia y expectativas de rentabilidad realistas, y no castillos en el aire. Si la bolsa vuelve a considerarse como un casino, como ocurrió durante el cambio de milenio, al final la próxima generación de inversores acabará «quemada». En lo que se refiere a las pensiones, ¡esto sería un desastre!

¡Les deseamos que disfruten de la lectura!

Kurt von Storch
Cofundador y propietario de Flossbach von Storch SE



Flossbach von Storch

POSICIÓN

3/2026

PANORAMA MUNDIAL

Divisas

- 6 **¿Cuál se impondrá en la competencia entre las monedas?**

El mundo en gráficos

- 12 **Las dos caras del euro**

Columna

- 15 **Correo de Shanghai**

Política

- 18 **Trump se mantiene fiel a sí mismo**

En profundidad

- 22 **¿Necesita la economía la inmigración?**

ESTRATEGIA DE INVERSION

Título

- 30 **Del boom a la burbuja**

Historia – Los mayores cracs de la historia mundial

- 40 **Flores raras**

Entrevista

- 44 **«Para no dar lugar a malentendidos ...»**

Inversiones

- 48 **No sufrir grandes pérdidas**

Acciones

- 52 **Fuera del foco**

Bonos

- 56 **La remontada de la renta fija**

CONTEXTO

Entrevista

- 62 **«¿Es más difícil hoy en día la política monetaria, señor Issing?»**

- 66 **Glosario**



Divisas

¿Cuál se impondrá en la competencia entre las monedas?

El dólar estadounidense es la divisa más importante del mundo. ¿Existen alternativas?

6



Historia –

Los mayores cracks de la historia mundial

Flores raras

La tulipomanía culminó en febrero de 1637 con el primer gran crack financiero de la historia. Lecciones para el inversor actual.

40



Bonos

La remontada de la renta fija

La renta fija vuelve a resultar atractiva para los inversores. Mostramos en tres gráficos por qué.

56



¿ CUÁL SE IMPONDRÁ EN LA COMPETENCIA ENTRE LAS MONEDAS → ?

Los gobiernos y los bancos centrales a menudo toman decisiones que, para los ciudadanos, solo parecen positivas a primera vista. El dólar estadounidense sigue dominando el mercado mundial de divisas. ¿Hay alternativas?

Gunther Schnabl

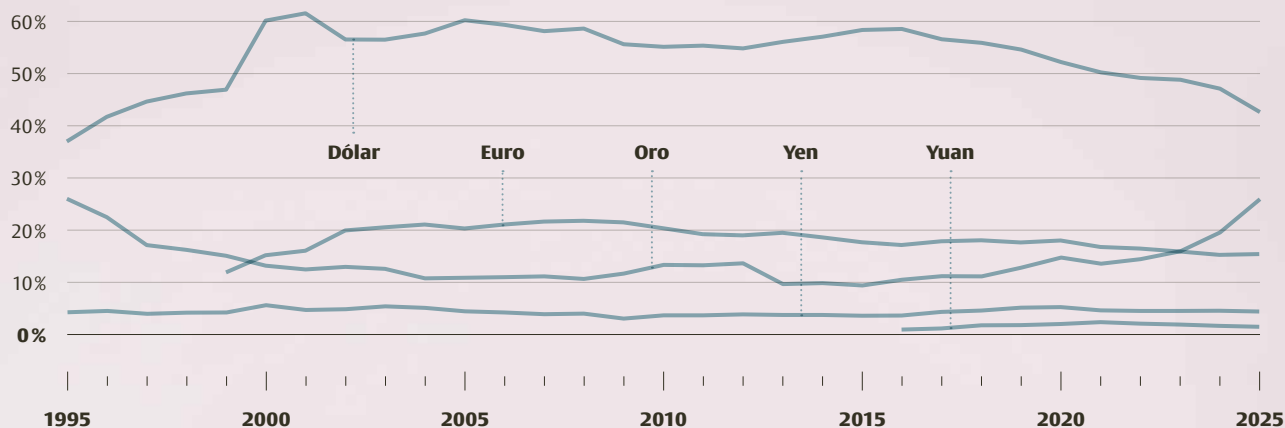


Gráfico 1
Porcentaje de varias monedas sobre las reservas de divisas mundiales

Fuente: FMI, Flossbach von Storch, datos a 12 de junio 2026

Basta con echar un vistazo a la política monetaria y fiscal actual para darse cuenta de lo vigentes que siguen siendo los clásicos de la economía. Hace 50 años, Friedrich August Hayek publicó su libro *«Choice in Currency: A Way to Stop Inflation»* (en español, *«Un medio para acabar con la inflación: la libre elección de moneda»*). Al principio, Hayek hace referencia a una frase del libro *«La riqueza de las naciones»* de Adam Smith, cuya primera publicación cumple este año su 250.º aniversario. Entonces, los gobernantes habrían abusado una y otra vez de la confianza de sus ciudadanos, reduciendo, por codicia, el contenido de metal de sus monedas.

Doscientos años más tarde, Hayek lamentaba en su libro *«La libre elección de moneda»* que, por desconocimiento, la gente incluso aplaudiera las políticas monetarias inflacionistas de los bancos centrales, aunque el daño fuera inmenso. Según Hayek, por lo tanto, incluso los gobiernos elegidos democráticamente pueden actuar en contra del interés general. La tentación de hacer frente a todo tipo de descontentos mediante la manipulación de la masa monetaria es simplemente demasiado grande. El dinero barato no solo genera grandes injusticias a través de la inflación: además, distorsiona los precios relativos, lo que desvía factores de producción hacia proyectos de inversión que, a la larga, no son viables. Esto conlleva inevitablemente crisis.

En el libro, Hayek propone una solución al problema: en lugar de un monopolio estatal sobre el dinero, debería permitirse a los bancos privados emitir sus propias monedas, atraídos por los considerables beneficios derivados de la creación de dinero. Dado que los usuarios podrían entonces elegir libremente su moneda, se generaría una competencia entre los bancos privados en la que se impondrían las monedas más estables. Aunque hasta la fecha la idea de Hayek sobre la competencia monetaria ha tenido poca repercusión, se ha ido gestando, pasando desapercibida por muchos, una competencia entre divisas que posiblemente ya haya provocado un cambio de rumbo en la política monetaria de Washington.

La creciente competencia monetaria está estrechamente relacionada con una pérdida progresiva de confianza en el dólar como moneda de referencia mundial. Y es que, desde finales de la década de 1980, la Reserva Federal de EE. UU. (Fed) se ha convertido cada vez más en un aliado de sus sucesivos gobiernos. En tiempos de crisis, la Fed ha bajado los tipos de interés en repetidas ocasiones y ha comprado a gran escala bonos del Estado y otros

valores para estabilizar la economía. En las fases de recuperación tras las crisis, ha vuelto a endurecer la política monetaria, pero no en la misma medida en que la había relajado durante las recesiones.

Así, la Fed ha acumulado en su balance grandes cantidades de bonos del Tesoro y cédulas hipotecarias. Los compromisos de gasto del Gobierno de Estados Unidos y el endeudamiento público del país han podido alcanzar máximos históricos gracias a la Fed. El entorno cada vez más expansivo de la política monetaria y fiscal ha tenido unas consecuencias negativas sobre el crecimiento y la distribución, lo que ha provocado una mayor inestabilidad política en EE. UU.

El resultado es una pérdida de confianza en el dólar. Se ha producido una huida hacia los activos tangibles, lo que ha impulsado fuertemente al alza los precios de las acciones y los inmuebles en EE. UU.; últimamente, sobre todo los valores relacionados con la IA. Muchos países que durante mucho tiempo han mantenido grandes cantidades de dólares en los balances de sus bancos centrales están dejando de utilizar el billete verde como principal moneda de reserva (véase el gráfico 1). Y es que la deuda pública de EE. UU. es inmensa y, históricamente, siempre ha habido una estrecha relación entre un elevado nivel de deuda pública y la estabilidad de la moneda.

El mayor competidor del dólar como moneda de referencia mundial es el euro, que es la principal divisa internacional en Europa y en algunas regiones vecinas. Durante la etapa de inflación de la década de 1970, el marco alemán le arrebató al dólar el estatus de moneda de referencia mundial en Europa, ya que el banco central alemán, el Bundesbank, al ser independiente, mantuvo el marco alemán mucho más estable que el dólar. Sin embargo, con el euro, el Banco Central Europeo (BCE) se ha ido inclinando progresivamente hacia la financiación del gasto público, por lo que, desde el año 2008, el euro ha tendido a depreciarse frente al dólar.

Cuando Japón experimentó un rápido crecimiento en la década de 1980 y liberalizó los mercados financieros, esto suscitó la idea de que el yen se convertiría en la moneda de referencia en Asia Oriental. A principios de la década de 1990, el Fondo Monetario Internacional (FMI) aún debatía la posibilidad de crear una «zona del yen» en la región, en la que los países de Asia Oriental y del Sudeste Asiático vincularan sus tipos de cambio al yen y el dinámico comercio dentro de la región se realizara en yenes. Sin embargo, en ese momento ya había estallado la burbuja bursátil e inmobiliaria japonesa impulsada por unos tipos de interés demasiado bajos, lo que supuso el punto de partida del declive económico de Japón, que continúa hasta hoy. Con ello, se perdió interés en el yen como posible moneda de referencia.

A continuación, las miradas se dirigieron a China como nuevo líder de Asia Oriental. El gigante asiático había sentado las bases para un impresionante proceso de recuperación económica mediante la vinculación del yuan al dólar. Sin embargo, el yuan no ha pasado a ser la nueva divisa de referencia mundial, ya que detrás de una moneda de referencia siempre debe haber un mercado financiero libre y altamente desarrollado. Dado su sector bancario controlado por el Estado y sus controles restrictivos sobre los movimientos de capital, el yuan no puede convertirse en una moneda de referencia regional. Por ello, el Banco Popular de China está →



sustituyendo gradualmente una parte de sus enormes reservas de dólares por oro, lo que ha hecho que la atención pase a centrarse en este metal precioso.

El creciente interés por el oro puede observarse claramente en la fuerte subida de su precio (véase el gráfico 2). Sin embargo, aunque el oro cumple bien su función de reserva de valor en épocas de inflación, hoy en día carece de algunas de las importantes funciones que debe desempeñar una moneda. Como ha ganado tanto valor, difícilmente sirve para pagar pequeñas transacciones. Tampoco es fácil utilizar la fracción de onza como unidad de cuenta. Sin embargo, esta carencia podría resolverse en el futuro mediante «oro tokenizado», es decir, un activo digital creado en una cadena de bloques ya existente y respaldado por oro físico.

Desde su creación en 2009, el bitcoin ya contaba con las tres funciones del dinero. La función de reserva de valor es sólida, porque el volumen está limitado de forma creíble a 21 millones. Aunque la cotización fluctúa mucho, ha seguido una tendencia, a pesar de su caída reciente, fuertemente al alza (véase el gráfico 3). Dado que el bitcoin puede transferirse de usuario a usuario a través de la cadena de bloques sin necesidad de bancos, también cumple la función de medio de pago. Además, los precios de todos los productos pueden expresarse y sumarse en bitcoins o en su subunidad, el satoshi (función de unidad de cuenta). Dado que el bitcoin se crea de forma descentralizada y no es manipulable, también puede considerarse un mecanismo de sanción contra las políticas monetarias excesivamente expansivas y la consiguiente inestabilidad del sistema bancario.

El impresionante éxito del bitcoin ha dado lugar a la aparición de muchas otras criptomonedas, como Ethereum, Tether, Solana o Dogecoin. A diferencia del bitcoin, las personas e instituciones que están detrás de las demás criptodivisas pueden modificar su cantidad y sus reglas. Las criptomonedas estables o 'stablecoins' están vinculadas a una moneda fiduciaria en una proporción fija. La ley estadounidense GENIUS Act exige una paridad de 1:1 con el dólar, y establece que las criptomonedas estables no pueden devengar intereses y deben estar respaldadas por activos seguros y líquidos, como los bonos del Tesoro. Esto hace que las criptomonedas estables basadas en el dólar estadounidense resulten interesantes tanto para los emisores como para los usuarios, por ejemplo, para realizar pagos internacionales más rápidos.

Gráfico 2
Precio del oro por onza troy en dólares estadounidenses

La rentabilidad histórica no es un indicador fiable de los resultados futuros.

Fuente: Consejo Mundial del Oro, Flossbach von Storch, datos a 12 de junio 2026

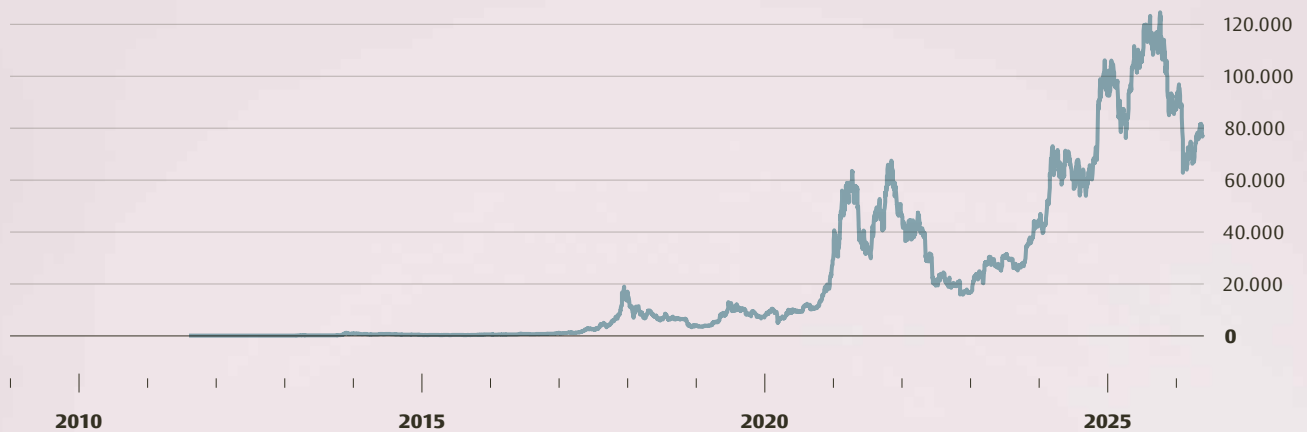


Gráfico 3
**Cotización del
bitcoin en dólares
estadounidenses**

**La rentabilidad histórica
no es un indicador fiable
de los resultados futuros.**

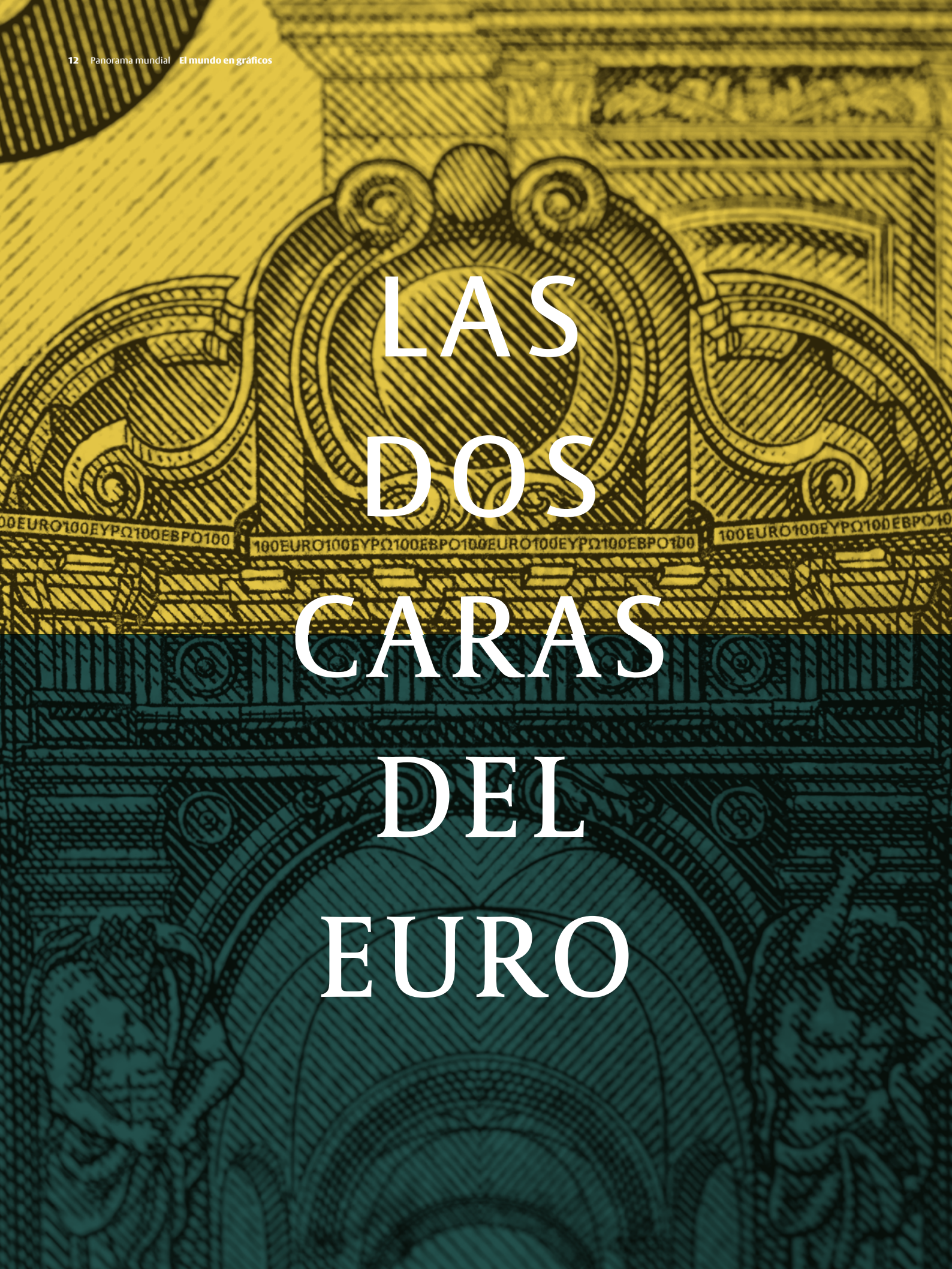
Fuente: Bitcoin Ltd.,
Flossbach von Storch,
datos a 12 de junio 2026

No es fácil desbancar a una moneda de referencia mundial, debido a los efectos de red: como la utilizan muchos usuarios, es fácil y barato realizar transacciones. Sin embargo, el endeudamiento público de EE. UU. es elevado y sus administraciones no tienen la capacidad necesaria para recortar el gasto. El bajo crecimiento y las guerras agravan aún más la situación. Si EE. UU. quiere resolver el problema de la deuda mediante una mayor inflación, la pérdida de confianza en el dólar continuará, y entonces la visión de que el oro o el bitcoin se conviertan en la nueva moneda de referencia mundial dejará de tener límites.

Todavía hay muchos bancos centrales en todo el mundo que mantienen grandes cantidades de dólares en sus balances. El exorbitante privilegio que esto supone – poder financiar unos elevados gastos militares y sociales con la ayuda de otros países – se perdería si el balance de la Reserva Federal siguiera creciendo. Por eso, es posible que se esté gestando un cambio en la política monetaria en Washington. El nuevo presidente del banco central estadounidense, Kevin Warsh, no solo ha reconocido, junto con el secretario del Tesoro, Scott Bessent, los efectos negativos de la política monetaria expansiva de la Fed sobre el crecimiento y la distribución; también quiere garantizar la estabilidad del dólar recortando el balance de la autoridad monetaria. Así, las criptomonedas estables basadas en el dólar también podrían sustituir al efectivo en dólares que circula en el extranjero y reforzar así el papel internacional de la moneda estadounidense.

Por su parte, el BCE pretende disputarle al dólar su papel de principal moneda mundial, mediante un euro digital como sistema internacional de pagos y una mayor emisión de eurobonos como activo seguro a nivel internacional. Sin embargo, no tiene en cuenta que el euro digital desestabiliza el sistema bancario y que un aumento de la deuda pública en la UE es una señal de debilidad en materia de política monetaria. Por lo tanto, es probable que el puesto de moneda de referencia mundial se lo disputen finalmente el dólar, por un lado, y el bitcoin y el oro, por otro. En el programa electoral de Donald Trump se mencionaba explícitamente la necesidad de garantizar el estatus del dólar como moneda de referencia mundial. Queda por ver si será capaz de controlar con ese fin el gasto público de Estados Unidos. ♦

Prof. Dr. Gunther Schnabl es Director del Flossbach von Storch Research Institute.



LAS DOS CARAS DEL EURO

«Efecto euro», «moneda débil»... Continuamente se oyen y se leen comentarios de este tipo, a veces polémicos, sobre la «moneda única», que se introdujo hace más de 25 años. Y, efectivamente, los tipos de interés cero y negativos, los programas de compra de bonos y las declaraciones del tipo «whatever it takes» [lo que haga falta] habrían sido probablemente impensables en Alemania en la época del marco.

Pero, al fin y al cabo, esto último también puede decirse del euro: es una moneda (común), ni más ni menos. En comparación con otras divisas, el balance de las últimas décadas no parece tan malo. Así se observa al compararlo con una cesta que incluye unas 40 divisas. Desde su lanzamiento, el euro se ha apreciado casi un 30% frente a esta cesta (véase el gráfico 1).

Sin embargo, desde el punto de vista de un inversor, la moneda por sí sola no sirve de mucho, al menos en lo que se refiere a mantener el valor del patrimonio a largo plazo. Eso no se debe a los tipos de cambio, sino a la inflación. En los últimos años, se ha superado con creces el objetivo del 2% fijado por el Banco Central Europeo. Desde la introducción del euro en 1999, su poder adquisitivo ha descendido un apabullante 44% (véase el gráfico 2).



La rentabilidad histórica no es un indicador fiable de los resultados futuros.

Fuente: LSEG Datastream, Flossbach von Storch, datos a 10 de agosto 2026

Gráfico 1

Apreciación frente a otras monedas fiduciarias

Hoy en día se pueden obtener, de media, más divisas por un euro que en el momento de su introducción

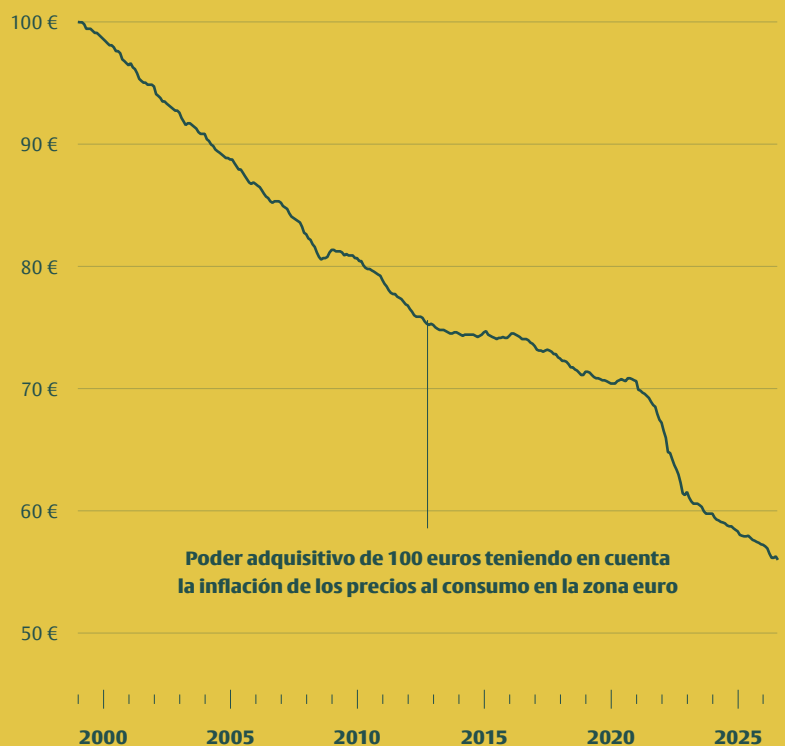
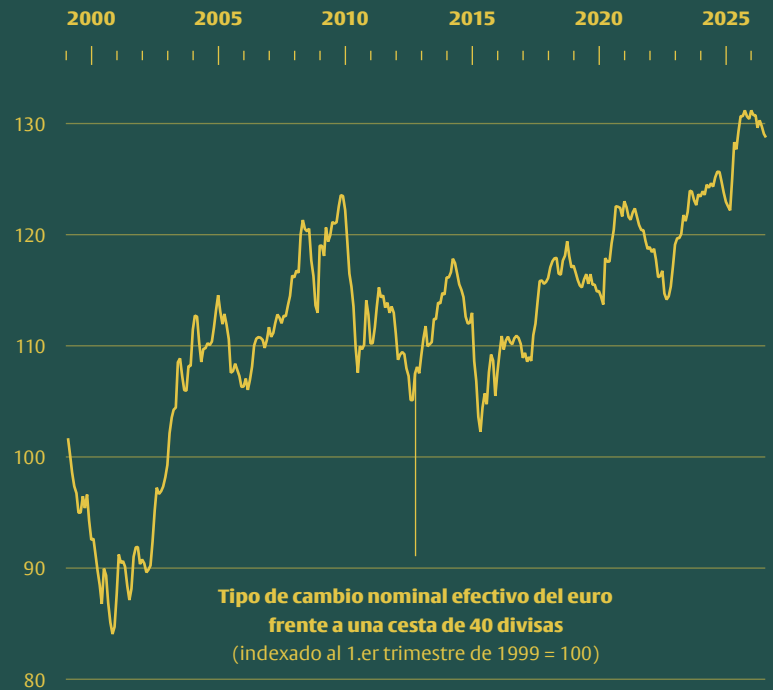


Gráfico 2

Pérdida gradual del poder adquisitivo

Poder adquisitivo de 100 euros desde la introducción del euro

Gráfico 3

Reserva de valor a largo plazo

Evolución real del precio del oro desde la introducción del euro



La evolución del oro pone de manifiesto con especial claridad la otra cara del euro. Al fin y al cabo, el oro también es dinero y se puede intercambiar en todo el mundo. Sin embargo, a diferencia de las monedas fiduciarias, este metal precioso no puede multiplicarse. La cotización del oro ha aumentado considerablemente en los últimos años – incluso tras descontar la inflación –, debido, entre otras cosas, a la demanda de los bancos centrales (véase el gráfico 3).



Gráfico 4

El dinero pierde valor

Desde la introducción del euro, cada vez se puede comprar menos oro por 1.000 euros

Si nos fijamos en la inflación, el oro parece ser la moneda más fuerte. Midiendo su valor en onzas, el gráfico 4 muestra que cada vez hace falta más dinero (papel moneda) para adquirir la misma cantidad de oro.

La rentabilidad histórica no es un indicador fiable de los resultados futuros.

Fuente: LSEG Datastream, Flossbach von Storch, datos a 10 de agosto 2026

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 se trata de «skills», los precios de los tokens y la «destilación» de empleados.

La Inteligencia Artificial (IA) es un tema de gran relevancia en todo el mundo y, en China, influye cada vez más en el mundo laboral. Hace poco, se habló mucho en nuestro país de un caso en las redes sociales: una empresa de videojuegos en línea de la provincia de Shandong ha convertido los procesos de trabajo de un empleado – llamémosle A – en una «A.Skill» (habilidad A). El chatbot del empleado siguió funcionando como antes en un grupo de trabajo ya existente en WeChat, utilizando este «A.Skill» como *plugin*. Además, se siguieron observando algunas características personales del antiguo empleado, como su forma muy particular de delegar tareas.

¿No se están enterando de nada? Entonces, dejen que les explique un poco el contexto: en la era de Internet móvil, todos nos acostumbramos a utilizar aplicaciones en nuestros móviles con las que, por ejemplo, podíamos pedir servicios de transporte o reservar viajes. Las aplicaciones son comparables a las habilidades o «skills», que desempeñan unas funciones independientes y modulares para los agentes de IA. Sin embargo, mientras que las aplicaciones han sido →

creadas por desarrolladores profesionales, las habilidades, gracias a las capacidades de programación de la IA, pueden ser creadas, en teoría, por cualquiera y en poco tiempo. Además, aquí en China, puede accederse a habilidades de forma gratuita en plataformas abiertas. Sin embargo, por lo general están mucho más fragmentadas que las aplicaciones o, mejor dicho, más adaptadas específicamente a unas necesidades individuales.

LOS AGENTES DE IA REALIZAN TAREAS CON LA AYUDA DE HABILIDADES

Por lo tanto, las habilidades son importantes para que los agentes de IA puedan realizar sus tareas. Para crearlas, hace falta acceso a datos y a herramientas. Además, los agentes de IA necesitan unas instrucciones claras que dividan las tareas más complejas en flujos de trabajo (*workflows*).

Algunas empresas están realizando un seguimiento de las actividades de sus empleados para entrenar sus propios modelos de IA. De este modo, se puede «destilar» a los trabajadores. Esto significa que sus procesos de trabajo se empaquetan en «habilidades», que a su vez permiten a los agentes de IA actuar como lo haría el empleado, a menudo integrando incluso sus características personales.

Y así, en China, el término «skills» se asocia cada vez más con cuestiones relacionadas con el empleo. Al final, que los propios trabajadores tengan que contribuir a que su puesto quede obsoleto resulta delicado.

Para las empresas, el cambio no es difícil técnicamente. Ya en abril, un desarrollador chino de 24 años creó en tan solo unas horas «Colleague Skill», que se puede descargar en nuestro país en la plataforma GitHub. Luego se añaden no solo los documentos de trabajo, los correos electrónicos y los chats de los empleados, sino también la impresión subjetiva que el desarrollador tiene de su antiguo compañero de trabajo. Y el chatbot responde a las preguntas imitando su estilo en la medida de lo posible.

OBSTÁCULOS JURÍDICOS

Sin embargo, existen obstáculos que frenan esta evolución en China: así, a finales de abril, un trabajador despedido presentó en Hangzhou una demanda contra su antigua empresa, que, tras usar IA de esta manera, pretendía reducir el salario del demandante y trasladarlo a un puesto de categoría inferior. El Tribunal de Hangzhou dictó sentencia a favor del trabajador demandante.

El argumento fue, de forma resumida, que ni las capacidades del empleado ni su voluntad de aplicarlas habían disminuido en nada. Además, la estabilidad social es un objetivo importante en nuestro país. Por lo tanto, las empresas deberían actuar con tacto y utilizar la IA para ampliar su negocio, no para reducir la plantilla.

LA IA TAMBIÉN PUEDE AYUDAR A LOS EMPLEADOS

Eso es alentador, aunque, por supuesto, tampoco aquí todo el mundo utiliza la IA de forma juiciosa y creativa. Sin embargo, existen algunas medidas interesantes para los trabajadores que se oponen a la «destilación». La «Anti-distillation Skill», o habilidad antidestillación, manipula los datos de entrada para una habilidad determinada, de modo que al final se genera una respuesta que, aunque parezca profesional, carece de utilidad. Asimismo, en algunos casos, «Boss. skill» ayuda a los más ambiciosos. Con esta habilidad, los empleados pueden anticipar la decisión de los jefes en 30 minutos, una vez que se ha alimentado la herramienta con información relacionada con el jefe (comentarios, correos electrónicos, etc.).

Al fin y al cabo, en China todo el mundo tiene acceso a la IA, no solo los jefes. Además, la barrera de entrada económica no es elevada, teniendo en cuenta los precios de los tokens. Los proveedores chinos, como Deepseek, son especialmente baratos, mientras que los estadounidenses, como OpenAI y Anthropic, son más de diez veces más caros.

LOS PARTICULARES GASTAN EN IA CASI TANTO COMO LOS CLIENTES EMPRESARIALES

Sin embargo, cuando se trata de rendimiento, que el precio sea atractivo pasa a un segundo plano. En este sentido, los clientes empresariales están dispuestos a pagar más que los particulares. Sin embargo, ya hay indicios de que la disposición a pagar de los particulares es casi equiparable. Detrás de todo esto están, sobre todo, los programadores. Y las razones son muy típicas de China.

Efectivamente, los empresarios chinos suelen tener una gran inclinación por la tecnología y, en la mayoría de los casos, alientan el uso activo de herramientas de IA. Por lo tanto, los modelos lingüísticos occidentales, más caros y potentes, serían, en realidad, la primera opción. Sin embargo, para la mayoría de las pequeñas y medianas empresas, los presupuestos destinados a la IA son limitados. Así, a los empleados chinos se les suele asignar cada mes una cantidad determinada en concepto de «subvención de tokens», que pueden utilizar para el gran modelo lingüístico que deseen, ya sea Deepseek, ChatGPT o Claude. Si necesitan una cantidad superior, deben pagar el resto de su propio bolsillo.

Actualmente, el mundo laboral en China se caracteriza por una intensa competencia. Por lo tanto, no basta con desempeñar bien las propias tareas. La mayoría de la gente tiene la sensación de que tiene que ser mejor que sus compañeros. Por eso es normal que compren, por cuenta propia, tokens más caros de los modelos supuestamente algo más potentes, con el fin de mejorar o ir más rápido. En consecuencia, la disposición a pagar por la IA en el segmento de clientes particulares ya se encuentra en nuestro país en un nivel similar al de los clientes empresariales.

EL PELIGROSO MERCADO GRIS

¿Y no hay más?, tal vez piensen algunos de ustedes en este momento. ¡Con razón! Por el momento, Anthropic y OpenAI no pueden ofrecer en China, al menos, modelos especialmen-

te potentes. No obstante, es posible acceder a ambos proveedores, aunque requiere mucho tiempo y supone un elevado coste. En el mejor de los casos, se pueden encontrar en los mercadillos online, donde los programadores con grandes cantidades de tokens regalan aquellos que no necesitan. La segunda alternativa es comprar una cuenta de prueba a un intermediario que no hace otra cosa que abrir miles de cuentas nuevas cada día y revenderlas a programadores ávidos de tokens. Los intermediarios más profesionales disponen de cientos de miles de cuentas de prueba y crean un «fondo común» de cuentas. Esta dispone de un sistema de control que gestiona automáticamente los tokens restantes. Así, por ejemplo, un cliente paga 10 dólares estadounidenses y recibe cinco cuentas del fondo común. El riesgo con cualquier compra es que la calidad sea irregular, porque los tokens adquiridos podrían proceder de modelos menos sofisticados. La seguridad de los datos es inexistente. Cualquier cuenta puede bloquearse en cualquier momento o el servicio puede suspenderse.

Esta gran incertidumbre le supone a uno de nuestros programadores unas dos o tres horas al día, que dedica a obtener y gestionar tokens. Así, hay una presión constante para utilizar los tokens adquiridos lo antes posible. En este contexto, algunas personas compran además sistemas de gestión de tokens.

NUEVOS NEGOCIOS

Las empresas de tarjetas de crédito han sabido identificar la tendencia actual en nuestro país y ya han sabido sacar partido del volumen de tokens, aunque estos no sean de Claude ni de ChatGPT. China Merchants Bank y American Express colaboran en este proyecto con la empresa emergente china Minimax. Los nuevos clientes que cumplan determinados criterios recibirán hasta 1.800 millones de tokens al mes. Otra startup ha anunciado un modelo similar. En cualquier caso, en nuestro país la gente debe tener cada vez más en cuenta los gastos relacionados con la IA a la hora de calcular el coste de la vida. ◆

Shenwei Li es analista en Shanghai.



TRUMP

SE MANTIENE FIEL A SÍ MISMO

El presidente de EE. UU. apuesta por hacer tratos
en lugar de por las normas.

Su forma de gobernar debilita las instituciones
democráticas y fomenta las dependencias personales.

Un ensayo político de Norbert F. Tofall.

I

Donald Trump ya demostró durante su primera presidencia que no se siente obligado a cumplir el programa político que anunció durante la campaña electoral. En cambio, se inclina por las órdenes y los mandatos, que dependen de su estado de ánimo del día. A Donald Trump le gustan los «deals» o tratos, y no normas generales y abstractas (en el sentido de los clásicos de la economía, como Friedrich August Hayek), e inicia la negociación de acuerdos con insultos y chantajes a la otra parte. Su predilección por los tratos y las amenazas chantajistas de causar daños se deben a su frívolo afán por el revuelo y el alboroto, así como a su manía por querer controlar sistemas complejos mediante órdenes y mandatos, y lo hace a escala mundial.

La forma de negociar al estilo Trump lleva al extremo la «democracia de regateo» (Friedrich August Hayek), es decir, ese tipo de defensa de intereses particulares que deforma la democracia hasta convertirla en un regateo entre las élites políticas y los grupos de presión. Sin embargo, en el marco estructural de la sociedad moderna, los problemas reales solo pueden resolverse mediante unas normas generales y abstractas. Donald Trump, por el contrario, está totalmente infectado por ese error de enfoque político que consiste en trasladar un método de actuación propio de los grupos reducidos y de las relaciones personales cara a cara — *make deals* o hacer tratos — a las grandes relaciones anónimas, complejas y globalmente interdependientes de la sociedad moderna y las relaciones internacionales.

II

Durante la campaña electoral presidencial estadounidense de 2024, el entonces presidente en ejercicio, Joe Biden, y su Partido Demócrata advirtieron del riesgo de un ataque deliberado a la democracia en caso de que Donald Trump fuera reelegido, así como del auge del fascismo en EE. UU. Si Donald Trump ganaba las elecciones, se corría el riesgo de que se socavarán sistemáticamente los «controles y equilibrios», es decir, de que se alterara el orden constitucional estadounidense.

Sin embargo, Donald Trump no es, ciertamente, un fascista como Mussolini o Hitler, ni siquiera un seguidor de la corriente intelectual de la denominada «Revolución Conservadora» de Alemania entre 1918 y 1932, que no fue conservadora, sino fascista. Y tampoco encaja con Trump la estética de un Gabriele D'Annunzio, que en 1919 ocupó Fiume y llevó a cabo en ese territorio muchas formas de gobierno propias del fascismo y se adelantó a los estilos de vida del posterior movimiento de izquierda de 1968. Aunque Donald Trump, al igual que D'Annunzio, es un maestro de la «ficción, la política y el populismo», carece por completo de la formación literaria y la grandeza del poeta y militar italiano. Hay que adoptar una óptica distinta para reconocer que la desmesurada egolatría de Trump y su predilección por las órdenes y los mandatos, que van acompañados de una enorme falta de escrúpulos y tosquedad demagógica, podrían dañar las instituciones democráticas.

Meses antes de que Donald Trump fuera nombrado por primera vez candidato presidencial del Partido Republicano estadounidense, el Flossbach von Storch Research Institute ya lo había calificado en marzo de 2016 como el Clodio Pulcro de EE. UU. y había advertido de que «deberíamos tomarnos muy en serio su gran juego, que lleva escenificando desde el 16 de junio de 2015»:

Publio Clodio Pulcro (92 a.C. – 52 a.C.) fue un político en la fase de decadencia de la República romana. Procedía de la familia patricia de los Claudios. Adoptó el nombre de Clodio, que sonaba plebeyo, tras



dejar que lo adoptara un plebeyo, hacia el año 59 a. C., para poder ser elegido tribuno de la plebe. Una de sus primeras medidas como tribuno de la plebe consistió en presentar un proyecto de ley que preveía la distribución gratuita de cereales al pueblo. Tres años antes, Clodio había evitado ser condenado por incesto gracias a que había sobornado con éxito al jurado. Para imponer su política, Clodio se apoyó en la plebe romana y recurrió de forma deliberada a la violencia y a los enfrentamientos callejeros con el fin de destruir el orden público y las instituciones políticas.

Sin embargo, la plebe romana quería y veneraba a Clodio. Y es que Clodio Pulcro luchaba contra las élites establecidas que, en su opinión, se enriquecían sin escrúpulos, explotaban a la comunidad romana y no respetaban las costumbres y normas tradicionales que tanto se ensalzaban públicamente. Aunque Clodio también procedía de esa clase dirigente y se enriqueció aún más desmesuradamente que otras personas de su misma condición social, lo admitía abiertamente, sin avergonzarse. Su éxito radicaba precisamente en haber convertido esa desvergüenza y ese desprecio por las normas y costumbres tradicionales en una cuestión de principios.

Trump ya había actuado, cuando era magnate de los medios de comunicación, siguiendo la fórmula de éxito de Clodio Pulcro. Por tanto, no tuvo ningún reparo en afirmar, semanas antes de las elecciones presidenciales de noviembre de 2020, que, si perdía las elecciones, el Estado profundo o «Deep State» le habría robado la victoria. Mediante su constante repetición desde entonces de esa mentira de que el Estado profundo le robó la victoria electoral de 2020, Trump, por un lado, mantiene viva la agitación social y política en el país y, por otro, justifica con ello los cambios en la ley electoral que entrarán en vigor por primera vez en las elecciones de mediados de mandato, en noviembre de 2026. Sin embargo, esto destruye de forma deliberada la función pacificadora de las elecciones democráticas en la sociedad. Por otro lado, esta mentira sirve como medio de diferenciación y disciplina dentro del Partido Republicano. Quien no defienda esta mentira o, incluso, se oponga abiertamente a ella, es un traidor y será perseguido y condenado al ostracismo por Trump y sus seguidores.

De este modo, Trump recurre una y otra vez, hasta el día de hoy, al mismo recurso que había utilizado la «*Action française*» tras el caso Dreyfus. También en aquel caso se utilizó una mentira – que el oficial francés y judío Alfred Dreyfus era un espía alemán y un traidor que había revelado secretos de Estado – como mecanismo de diferenciación y disciplina, en el sentido de que quienes se oponían a esa mentira eran enemigos de Francia. Para Trump y sus seguidores, todos aquellos que se oponen a la mentira de que a Trump le robaron la victoria electoral de 2020 son, hasta el día de hoy, enemigos del movimiento «MAGA» («Make America Great Again»).

Desde este punto de vista, los controles y equilibrios de la Constitución estadounidense, que pretenden limitar, entre otras cosas, el margen de actuación política de un presidente electo, también son denunciados y atacados frontalmente como parte del «Estado profundo», un Estado profundo que se opone al MAGA.

— III —

También cabe señalar otra similitud con la antigua Roma. En sus principios de política económica, el ordoliberal Walter Eucken explicaba que la libertad también se veía amenazada por la asociación del Estado con los poderes privados, lo que recordaba a la caída del Imperio romano. «Hay diferencias entre entonces y ahora, pero estas diferencias solo hacen que el peligro parezca

aún mayor. Hoy en día, la población es mucho más numerosa y vive en grupos más grandes. Pero, sobre todo, hoy en día existe un aparato técnico industrial que representa un instrumento de dominación y de poder desconocido en épocas anteriores».

La combinación actual escenificada por Donald Trump de *big tech* y *big government* supone un instrumento de dominación y de poder que ni siquiera Walter Eucken habría creído posible. El hecho de que no solo la industria petrolera, sino también multimillonarios del sector tecnológico como Elon Musk y Peter Thiel se alinearan con Donald Trump ya durante la campaña electoral estadounidense y, desde entonces, mantengan con él unas relaciones marcadas por una destacada sumisión — a pesar de los desacuerdos personales puntuales entre Trump y Musk —, es más que un indicio de que, durante la segunda presidencia de Trump, se está desarrollando en EE. UU. un pronunciado favoritismo con el fin de imponer unos intereses particulares.

Esto significa que no solo se está atacando la separación de poderes políticos y los controles y equilibrios, sino también el reparto social del trabajo y del poder entre la economía y la política. Aparte del enriquecimiento sin precedentes de la familia de Trump durante los primeros 18 meses de su segundo mandato, este no actúa, como correspondería a su cargo de presidente, según unos principios políticos, sino en función de unos cálculos sobre su beneficio económico personal. La «interdependencia del orden económico respecto de todos los demás órdenes que rigen la vida de las personas» (Walter Eucken), tan citada por los economistas, no significa, por el contrario, que todos los demás órdenes de la vida deban adoptar la lógica de actuación de la economía. Los demás órdenes de la vida o subsistemas funcionales (política, derecho, ciencia, medios de comunicación, religión, etc.) solo pueden contribuir al orden general (y, por tanto, también al sistema económico) si conservan su propia lógica de actuación. Precisamente en la preservación de la lógica de actuación propia de los subsistemas sociales radica el reparto social del trabajo y del poder en las sociedades abiertas, que ha permitido una prosperidad sin precedentes para todos. Sin embargo, Donald Trump intenta, a todos los niveles, socavar la lógica de actuación independiente de la política, el derecho, la ciencia, los medios de comunicación y la religión, y someterlos a sus órdenes y mandatos.

De este modo, Trump ya ha causado unos daños considerables. Sin embargo, en última instancia, ni siquiera el presidente «más grandioso y exitoso» que haya tenido jamás EE. UU. logrará, durante el tiempo que le queda de mandato, someter el marco estructural de la sociedad moderna a su estilo de gobierno personal y omnipotente. Queda por ver, no obstante, hasta qué punto los votantes estadounidenses le pasarán factura a Trump por los daños causados, en las próximas elecciones de mediados de mandato de noviembre de 2026. Si es así, entonces seguro que el Estado profundo le ha vuelto a robar la victoria a Trump.



Norbert F. Tofall es Senior Research Analyst
en el Flossbach von Storch Research Institute.

EN PROFUNDIDAD

En esta 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:

?

¿Necesita la economía la inmigración?

Julian Marx

En los últimos años, el debate sobre la inmigración ha desatado reiteradamente tensiones sociales y políticas. Es el caso en numerosos países europeos, pero también en los Estados Unidos de América. Bajo el mandato del presidente Donald Trump, EE. UU. ha llegado incluso a dar un giro histórico en su política de inmigración de gran arraigo. Sin embargo, ¿en qué situación se encontrarían realmente nuestras economías sin la inmigración?

Domingo, 14 de junio de 2026 – Zúrich. Un día idílico: principalmente soleado, con temperaturas veraniegas de 26 grados. Un tiempo ideal, pues, para sacar las gafas de sol y disfrutar de las vistas del lago de Zúrich. Los 452.000 habitantes de la ciudad no habrían podido haber imaginado un fin de semana mejor, verdaderamente; si no hubiera sido por la celebración ese mismo día del referéndum sobre la iniciativa «¡No a una Suiza de 10 millones de personas!».

La votación giró en torno a los argumentos sobre la elevada tasa de inmigración que registra continuamente el pequeño país alpino y, en consecuencia, la cuestión de si ahora se debería fijar un tope. Un tema candente, también para los habitantes de la ciudad de Zúrich. Entre otras cosas, porque el porcentaje de población residente extranjera alcanzó el año pasado un nuevo récord del 33,9% en la ciudad más poblada de Suiza; solo en 1912 se registró un porcentaje de extranjeros aún mayor, del 34,2%.

El problema, según los defensores del referéndum, es que a finales de 2025 ya había unos 9,1 millones de habitantes en Suiza, y dentro de unos años esta cifra podría llegar a ser excesiva. Y es que el crecimiento demográfico en Suiza se ha acelerado notablemente en los últimos años; una tendencia que, según las previsiones, no parece que vaya a detenerse a corto plazo.

Desde el año 2002, cuando se reguló la libre circulación de personas entre Suiza y los Estados miembros de la UE,

la población ha aumentado en 1,7 millones de personas. Esto se debe principalmente a la inmigración. Así, la migración neta durante ese periodo se situó en una media de unas 66.700 personas al año. Es decir, cada vez llega más gente a Suiza. La mayoría de personas que han ido a la república alpina en busca de mejor fortuna en este milenio son alemanes, franceses, italianos y portugueses, pero también españoles y británicos. Solo estas seis naciones representaban la mitad de los inmigrantes.

Por un lado, se ha expresado explícitamente que esta migración es deseable. En las explicaciones del Consejo Federal suizo sobre el referéndum se afirmaba, por ejemplo: «El número de personas que emigran depende, sobre todo, del mercado laboral. Cuando la economía va bien, las empresas no encuentran suficiente mano de obra en Suiza. Las empresas, pero también las instituciones públicas, como los hospitales y las residencias de mayores, suelen contratar al personal especializado que les falta en el área de la UE».

En resumen, el modelo económico suizo y la prosperidad del país dependen absolutamente de los trabajadores cualificados extranjeros. Por esa razón, entre otras, el Consejo Federal y el Parlamento recomendaron votar en contra de la iniciativa popular. Casi el 55% de los votantes siguieron esta recomendación, con lo que se rechazó la iniciativa «¡No a una Suiza de 10 millones de personas!». No obstante, el problema fundamental que subyace a la votación sigue sin resolverse, por el momento.

ESCASEZ DE VIVIENDAS ...

La migración laboral forma parte de la prosperidad económica suiza desde hace muchas décadas. Es una necesidad económica apremiante, pero, más allá de la inmigración laboral, la gran mayoría de los suizos se muestran como un pueblo abierto al mundo. En una encuesta de la Oficina Federal de Estadística sobre la convivencia en Suiza, dos tercios de los ciudadanos del país afirmaban tener amigos extranjeros.

A esto hay que añadir que una gran parte de los nuevos suizos ya han adquirido hace tiempo la nacionalidad. Así, este pequeño país alpino ya ha registrado más de un millón naturalizaciones en este milenio. En comparación, Alemania, que tiene una población casi nueve veces mayor, registró algo menos de 3,6 millones de naturalizaciones entre 2000 y 2024. Por lo tanto, en relación con el tamaño de la población, el número de naturalizaciones en Alemania ni siquiera alcanza la mitad (véase el gráfico 1 c en la página siguiente).

No obstante, unos mensajes positivos como estos, que muestran una buena integración, no pueden ocultar el hecho de que los movimientos migratorios de gran calado, como los que ha experimentado Suiza en las últimas décadas, también conllevan una serie de retos que hay que tomarse en serio.

Por ejemplo, uno de los principales aspectos en el punto de mira de la iniciativa popular era la escasez de viviendas y el aumento de los alquileres. →

Según datos de las Naciones Unidas,
Alemania es el segundo país de destino del mundo
para los migrantes internacionales.



Gráfico 1
Un nuevo hogar para millones de personas
Número de naturalizaciones desde el año 2000

— Alemania (eje izdo.) — Suiza (eje dcho.)

Fuente: Destatis, Secretaría de Estado para la Inmigración, Flossbach von Storch, datos a 10 de agosto 2026

Efectivamente, parece que Suiza lleva sufriendo desde siempre una escasez crónica de viviendas. Desde 1980, la tasa de viviendas desocupadas, tanto apartamentos como viviendas unifamiliares, se ha mantenido siempre por debajo del 2%. Entre 2020 y 2025, incluso descendió del 1,72% al 1,00%. Una vieja regla general dice que un mercado de alquiler solo funciona correctamente a partir de una tasa de desocupación de alrededor del 3%. Así pues, la escasez de viviendas se ha agravado aún más en los últimos años.

Como es de esperar, la necesidad de viviendas es especialmente acusada en las zonas metropolitanas. Los 452.000 habitantes de Zúrich tenían que competir, a fecha de 1 de junio de 2025, por nada menos que 235 viviendas vacías, lo que equivale a una mísera tasa de desocupación del 0,1%. La intensidad de la competencia por las nuevas viviendas queda patente, por ejemplo, al compararla con la ciudad de Colonia, que cuenta con uno de los mercados inmobiliarios más tensos de Alemania. Allí, la tasa de viviendas disponibles en el mercado en 2022 fue de solo un 1,2%, lo que, sin embargo, se situaría justo en la media suiza.

El ejemplo demuestra que la inmigración es una relación de dar y recibir. En el caso de Suiza, la escasez de viviendas es el principal motivo de las críticas; pero los defensores de una menor inmigración también denuncian la proliferación del hormigón en el paisaje, los trenes abarrotados o el deterioro de la calidad de la educación en las escuelas.

... Y OTRAS TENSIONES SOCIALES

Suiza no es el único país que se enfrenta a retos en materia de inmigración, como saben los alemanes por experiencia propia. Prueba de ello es, entre otras cosas, que el ministro federal del Interior, Alexander Dobrindt, considerara necesario el año pasado hablar de «iniciar un cambio de rumbo en la política migratoria».

Sin embargo, en Alemania, los problemas relacionados con la inmigración en los últimos años han sido de otra índole que en Suiza. Es sabido que la inmigración a Alemania en el pasado reciente no ha consistido, en gran parte, en una migración laboral regulada, sino en unos flujos enormes de refugiados: en 2015 y los años siguientes, sobre todo de Siria, Afganistán e Irak; en 2022, principalmente de Ucrania. En total, 6,1 millones de personas emigraron a Alemania entre 2015 y 2025.

Prácticamente de la noche a la mañana hubo que integrar a varios millones de niños, mujeres y hombres en la vida cotidiana de los alemanes. Sin embargo, las barreras lingüísticas o las dificultades para el reconocimiento de los títulos profesionales extranjeros hacen que se retrase la integración de los inmigrantes en el mercado laboral.

Ha habido otros problemas que también han afectado de forma directa a la población local. Por ejemplo, las limitaciones de personal en los centros educativos han hecho que, en muchos lugares, el profesorado tuviera que en-

frentarse repentinamente a la doble carga de la labor de integración y la enseñanza de los alumnos existentes. Por eso es comprensible que el nivel de la enseñanza se resienta en algunas aulas, sin que por ello se pueda culpar a las partes implicadas.

Además, son visibles las repercusiones económicas directas para la población local. Así, en el ámbito de las finanzas públicas, en los últimos años se han destinado anualmente a los refugiados cantidades de decenas de miles de millones en concepto de prestaciones para solicitantes de asilo y de renta básica. Se trata de unas cifras que pueden generar malestar si tenemos en cuenta que, al mismo tiempo, el 21% de la población se ve amenazada por la pobreza o la exclusión social, según datos de la Oficina Federal de Estadística.

SIN INMIGRACIÓN, FALTAN TRABAJADORES.

A pesar de las preocupaciones comprensibles que existen en algunos sectores de la población, también es cierto que la considerable inmigración de los últimos años y décadas cubre enormes carencias en el mercado laboral y, por lo tanto, contribuye de manera decisiva a mantener la economía en marcha. En Alemania, la proporción de extranjeros entre los afiliados a la Seguridad Social es superior a uno de cada seis, lo que supone un total de unos seis millones de personas. En numerosas profesiones con escasez de mano de obra, la situación sería complicada →

sin los trabajadores de origen inmigrante — es decir, bien ellos mismos o bien ambos progenitores inmigraron a Alemania, aunque una gran parte de ellos ya posee la nacionalidad alemana —. En muchos casos, probablemente habría una falta total de mano de obra disponible.

Por ejemplo, alrededor del 54 % de todos los trabajadores del sector de la restauración en Alemania son de origen inmigrante. Entre los conductores de autobús y tranvía, que constituyen la columna vertebral del transporte público urbano, el 47 % tiene un historial de inmigración. En el sector de la asistencia a personas mayores, esta cifra es del 33 %, mientras que la proporción de trabajadores de origen inmigrante en el conjunto de la economía es de apenas un 26 % (véase el gráfico 2).

Así pues, en muchos casos, los inmigrantes están sobrerrepresentados hoy en día en los sectores profesionales con unas bajas barreras de entrada, y contribuyen de forma masiva a paliar la escasez de mano de obra especializada. De hecho, es probable que los beneficios económicos de la inmigración se acentúen aún más en los próximos años.

CUANDO LAS CANAS PASAN A SER LO HABITUAL

Según las estimaciones del Instituto Económico Alemán, la población activa de Alemania se reducirá en más de cuatro millones de personas de aquí a 2036. En los próximos años, el núme-

ro de personas que abandonarán el mercado laboral por jubilación superará con creces al de los jóvenes que se incorporen a él. De los 20 millones de «baby boomers» que nacieron en el país entre 1954 y 1969, seis millones tienen hoy más de 67 años; el resto alcanzará la edad de jubilación en la próxima década.

Esto pone de manifiesto otra gran ventaja de la inmigración, porque las personas que han llegado a Alemania son, de media, bastante más jóvenes que la población ya residente. La edad media de la población extranjera que vive en el país es de tan solo 38 años, unos ocho menos que la de los ciudadanos alemanes. No hace falta ser matemático para darse cuenta de que las personas de origen inmigrante representarán una proporción cada vez mayor de la población activa en este país, a medida que, en los próximos años, cada vez más alemanes «de toda la vida» se vayan retirando de la vida laboral.

Incluso en Japón, cuya sociedad se considera muy homogénea, parece estar calando la idea de que la migración laboral es una necesidad económica en las sociedades que envejecen. Y es que, en lo que respecta al crecimiento demográfico, en el país del sol naciente se avanza cada vez más hacia el ocaso: desde que alcanzó su máximo en 2010, la población de Japón ya se ha reducido en unos cinco millones, hasta situarse en unos 123 millones de personas. Además, casi el 30 % de la población tiene 65 años o más. Se prevé que esta proporción sea de uno

de cada tres japoneses a finales de la década de 2030. En comparación, incluso en Alemania, este porcentaje se situaba recientemente en «solo» el 23 % y no se prevé que alcance los niveles actuales de Japón hasta dentro de diez o quince años (véase el gráfico 3).

Por lo tanto, al mercado laboral japonés — y, por extensión, a su economía, que apenas ha crecido en los últimos 30 años — le hacen falta urgentemente soluciones creativas. Durante mucho tiempo, uno de los enfoques ha consistido en integrar a más mujeres en el mercado laboral. Sin embargo, parece que esta medida se está agotando cada vez más, ya que la tasa de participación en el mercado laboral de las mujeres japonesas de entre 25 y 54 años ha aumentado en este milenio del 67 % al 84 % actual, un nivel superior a la media en comparación internacional y equiparable al de Alemania.

La inmigración es la última esperanza. Sería un gran paso para un país como Japón, que culturalmente se considera bastante cerrado. Al fin y al cabo, hace tan solo diez años, el porcentaje de extranjeros en este país insular era bastante inferior al 1,3 %. Desde entonces, el número de ciudadanos japoneses se ha reducido en seis millones, mientras que el número de extranjeros que viven en Japón ha aumentado en algo más de dos millones durante el mismo periodo y este año ha superado por primera vez la cifra de cuatro millones. En consecuencia, la proporción de extranjeros en Japón se ha duplicado en tan solo diez años.



Gráfico 2
Muchos trabajos con
escasez de personal dependen
de la inmigración

Porcentaje de trabajadores
de origen inmigrante respecto
al total de asalariados

Fuente: Destatis, Flossbach von Storch,
datos a 10 de agosto 2026

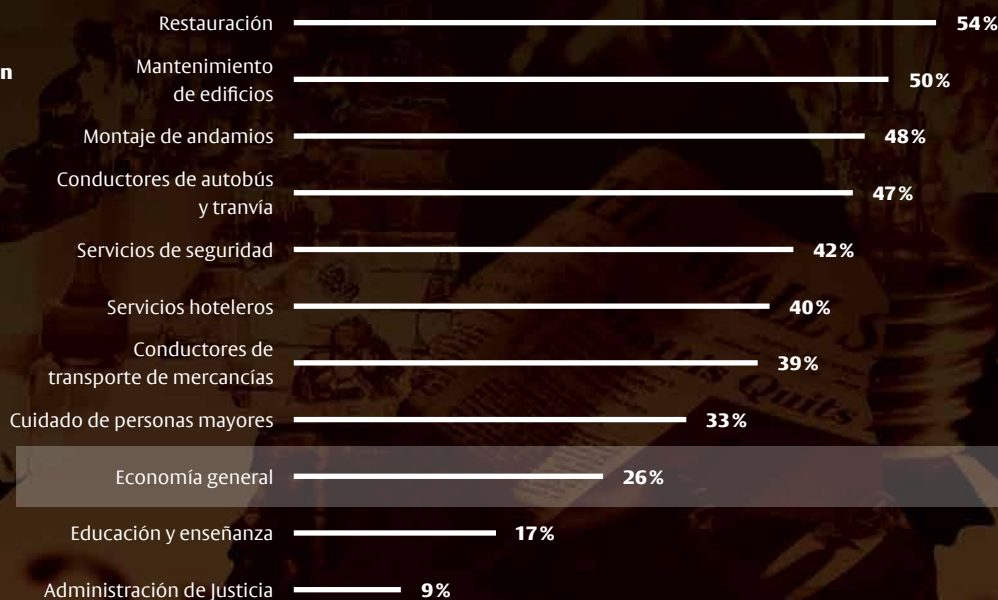
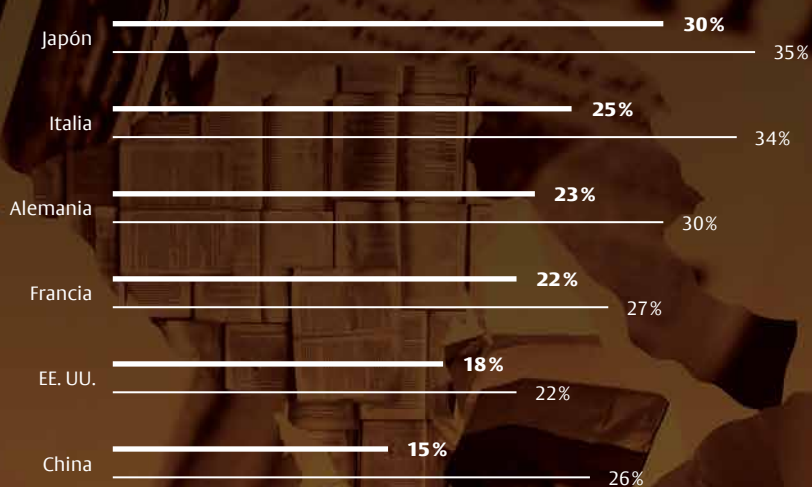


Gráfico 3
Naciones que envejecen

Porcentaje de personas mayores
de 65 años (65 años o más)
respecto a la población total

— 2025
— 2040

Fuente: LSEG Datastream,
Flossbach von Storch,
datos a 10 de agosto 2026



La mayoría de inmigrantes son chinos, vietnamitas y surcoreanos, a quienes normalmente se les concede un permiso de residencia solo de varios años. Es probable que otros trabajadores migrantes sigan su ejemplo en los próximos años si Japón quiere hacer frente a sus retos demográficos. Suiza muestra, al menos en teoría, hacia dónde podría llegar este proceso: el año pasado, alrededor del 27% de la población del país eran extranjeros.

UN TIRA Y AFLOJA HISTÓRICO

Sin embargo, a decir verdad, Suiza solo debería ser un indicador muy limitado para predecir los futuros flujos migratorios de trabajadores hacia Japón, como sugiere la historia de este país. El aislamiento cultural marcó al país durante largos períodos de tiempo. Hasta el año 1853, los habitantes de Japón de aquella época vivieron incluso una política exterior estrictamente aislacionista que se prolongó durante más de dos siglos.

Conocido bajo el término «Sakoku», que significa «país cerrado», Japón había restringido en gran medida el contacto con el extranjero. El objetivo era garantizar la estabilidad interna y proteger al gobierno de Japón, el sogunato —o, mejor dicho, su pretensión de poder— frente a influencias externas como el cristianismo. Durante ese periodo, se prohibió estrictamente a la población local entrar y salir del país, mientras que el comercio estaba extremadamente centralizado y limitado a unos pocos

agentes. Por ejemplo, el comercio europeo estaba reservado exclusivamente a los neerlandeses, quienes, a cambio, debían abstenerse de ejercer cualquier clase de influencia religiosa.

Este tipo de influencias históricas siguen marcando el carácter de Japón a día de hoy. A pesar de que la proporción de extranjeros apenas alcanza el 3%, en vista del aumento de las tasas de inmigración, se está extendiendo entre la población japonesa una cierta inquietud de que una inmigración en masa podría destruir su cultura. En la política cotidiana, esta tendencia se refleja, entre otras cosas, en el hecho de que el partido ultraderechista Sanseito ganó 14 escaños en las últimas elecciones a la cámara alta japonesa, con lo que su total asciende ahora a 15. Con su lema «Nihonjin First» (que significa «Japón primero»), ha tocado la fibra sensible de algunos sectores de la población. Por lo tanto, en los próximos años, Japón se enfrentará cada vez más a la cuestión de cuánta identidad cultural puede y quiere mantener el país ante el dramático envejecimiento de la población.

«INGENIERÍA SOCIAL»

En el caso de los Estados Unidos de América, no se puede hablar realmente de identidad cultural en el sentido de una estructura de la población más bien homogénea. Ningún otro país cuenta con una historia de inmigración comparable, con todas sus luces y sombras: desde el anhelo del sueño americano, que durante generaciones ha atraído a millones de inmigrantes de los más di-

versos países, hasta el comercio transatlántico de esclavos, la mayor migración forzosa de la historia de la humanidad.

Los inmigrantes siguen desempeñando un papel de enorme importancia en EE. UU. A mediados del año pasado, ascendían a más de 50 millones, lo que representaba algo más del 15% de la población estadounidense. Entre la población activa, su porcentaje ascendía incluso al 19%. Sin embargo, ahora podría llegar el fin de la inmigración, tras el notable endurecimiento de la política migratoria bajo el mandato del presidente estadounidense, Donald Trump. A principios de este año, la Casa Blanca anunció con orgullo que, en 2025, EE. UU. registró por primera vez en más de 50 años una inmigración neta negativa, con lo que «revertió décadas de fracasos de la política de fronteras abiertas». En este sentido, la política migratoria de EE. UU. está tomando nuevos cauces.

En realidad, la política de inmigración siempre ha sido, en el fondo, una forma de «ingeniería social»: los gobiernos adoptan medidas para fomentar la inmigración de personas que se ajustan a las expectativas demográficas, sociales y económicas del país, al tiempo que intentan limitar la entrada de aquellas que, en su opinión, no encajan en ese perfil. Desde un punto de vista económico, parece lógico que exista cierto tipo de selección (o de restricción a la inmigración). Y es que, al fin y al cabo, toda sociedad funciona con unos recursos limitados, por lo que, a partir de cierto punto, los flujos

migratorios deben ser autosuficientes y no pueden subvencionarse de forma ilimitada.

Siguiendo esta lógica económica, EE. UU. aprobó ya en 1882 una ley general de inmigración destinada a excluir de la inmigración a «toda persona que no sea capaz de mantenerse por sí misma sin convertirse en una carga». Sin embargo, hace más de 140 años, no solo los motivos económicos, sino también los sociales influyeron en la política de inmigración. Así, según el texto de la ley de entonces, también se debía excluir de la inmigración a los reclusos, lo que refleja una necesidad legítima de seguridad interior. Así pues, cuando hoy en día se oyen algunos argumentos en Alemania a favor de la expulsión de inmigrantes que han cometido delitos, resulta que este debate ya existía mucho antes de que nacieran sus defensores actuales.

LA INMIGRACIÓN COMO OPORTUNIDAD

Las preocupaciones por la seguridad interior, la identidad cultural o la disponibilidad de vivienda desempeñan todas ellas un papel importante en los argumentos sobre la migración, tanto hoy como lo tenían en el siglo XIX en EE. UU. o en el siglo XVII en Japón. Todas estas cuestiones deben abordarse en el marco de un amplio debate social.

Sin embargo, desde un punto de vista puramente económico, el tema de la inmigración (regulada) no parece ser muy controvertido. En algunos países

industrializados, ante el progresivo envejecimiento de la población, parece incluso que no hay alternativa local a una continua migración de trabajadores si se quiere evitar la falta de mano de obra en el mercado laboral nacional y mantener o aumentar los niveles actuales de bienestar.

Incluso los flujos masivos y no regulados de refugiados, como los que ha vivido Alemania desde 2015 en situaciones totalmente excepcionales, pueden resultar beneficiosos para la economía a medio y largo plazo: así, un estudio del Instituto de Investigación del Empleo alemán llegó a la conclusión de que la tasa de empleo de los solicitantes de asilo de entre 18 y 64 años (procedentes principalmente de Siria, Irak y Afganistán) que llegaron a Alemania entre 2013 y 2019 se situaba, ocho años después de su llegada, en el 68%, lo que significa que ya se ha acercado notablemente a la media de la población del 77%. Entre los hombres refugiados, la tasa de actividad del 86% superaba incluso ligeramente la media de la población masculina, mientras que entre las mujeres refugiadas descendió notablemente por diversas razones, como la asunción de tareas de cuidado (especialmente de hijos pequeños).

En definitiva, la migración encierra enormes oportunidades. El sueño americano, según el cual cualquier persona, independientemente de su origen, puede alcanzar el ascenso social y la prosperidad gracias a su esfuerzo y su trabajo, debería servir de inspiración a personas de todo el mundo. Personas

de los más diversos orígenes. Alemania, como país abierto al mundo, puede beneficiarse de la llegada de quienes buscan una vida mejor. Según datos de las Naciones Unidas, Alemania es el segundo país de destino del mundo para los migrantes internacionales y, según las últimas cifras, acogía a unos 17 millones de ellos.

Solo hay más en EE. UU., un país que, desde hace muchas décadas, se cuenta entre las economías más dinámicas con diferencia. Continuamente, se forjan allí historias extraordinarias de los inmigrantes que asumen riesgos e impulsan el progreso estadounidense. Sergey Brin, cofundador de Google nacido en Moscú, y Elon Musk, que creció en Sudáfrica, son sin duda dos de sus representantes más destacados.

En Suiza, una de las muy pocas economías cuyo producto interior bruto per cápita supera la barrera de los 100.000 dólares estadounidenses, más del 40% de la población es actualmente de origen inmigrante; la «multiculturalidad» también está presente en los Alpes.

Aunque el debate sobre la inmigración sea complejo, desde un punto de vista puramente económico, realmente no deja lugar a dudas. Por lo menos, seguirá siendo así mientras el cuidado de personas mayores o el montaje de andamios no esté a cargo de androides. ♦

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



DEL BOOM

Bert Flossbach

A LA BURBUJA



Un frenesí febril se ha apoderado del mundo de las finanzas. Impulsado por una tecnología revolucionaria cuyas posibilidades son tan impresionantes como inquietantes, alienta la imaginación de los inversores. ¿Cómo acabará todo esto?



El potencial a largo plazo de la inteligencia artificial (IA) es enorme, quizá incluso mayor de lo que se prevé en general hoy en día. Algo similar ocurrió con Internet a principios del nuevo milenio: aunque ya por aquel entonces era evidente que esta nueva tecnología tenía un enorme potencial, pasaron años hasta que pudo apreciarse qué modelos de negocio generaban mayor valor añadido y qué empresas serían las principales beneficiarias.

Yahoo se consideraba en su día una de las grandes ganadoras de la era de Internet, pero luego fue superada por Google. Facebook, por su parte, no surgió hasta diez años después del éxito comercial de Internet. En el caso de la IA, probablemente ocurra algo similar.

La disrupción no es un cambio suave y gradual. A menudo llega de forma inesperada, desde una dirección que casi nadie tenía en el punto de mira. Aún está por ver quién se impondrá en la competencia por las mejores ofertas, cómo evolucionarán los costes y los precios, qué nuevas tecnologías podrían desplazar a las soluciones actuales, cuáles son los riesgos de los agentes digitales autónomos y qué regulaciones podrían surgir en consecuencia.

Los ganadores de hoy podrían ser los perdedores de mañana, y viceversa. Los mercados financieros intentan anticiparse a ello, pero a menudo se pasan de la raya. Los fabricantes de chips de memoria, hasta hace poco relegados y con unas bajas rentabilidades, se han convertido en unos pocos meses en estrellas de la bolsa y están impulsando al alza los índices de renta variable. Los proveedores de software con unos ingresos fiables, recientemente aún muy populares, de repente cotizan en bolsa como si estuvieran al borde de la quiebra.

UN LÍDER DEL MERCADO DE HOY ...

Lo que se daba por sentado ya no lo es, y van y vienen nuevas certezas. Empresas que hoy son líderes del mercado en modelos lingüísticos de IA, mañana tal vez habrán perdido terreno respecto a la competencia.

No cabe duda de que seguirán destinándose muchos recursos al desarrollo de la IA en el futuro. Otra cuestión es si esto

dará sus frutos para las empresas de la cadena de inversión de la IA (véase el gráfico de la izquierda), y en qué alcance.

Ello depende en gran medida de cuánto estén dispuestos a pagar, de manera duradera, las empresas y los clientes particulares por las aplicaciones de IA. Para los proveedores de modelos de IA, esa es la pregunta clave. Al fin y al cabo, los usuarios de la IA son quienes deciden cuál es el potencial económico de toda la cadena de valor de la IA.

A largo plazo, su disposición a pagar se medirá en función de los beneficios concretos que les ofrezcan los modelos de IA. Para el uso que le dan los particulares, las variantes gratuitas o baratas de los modelos suelen ser más que suficientes.

El verdadero potencial reside en las aplicaciones empresariales. Las empresas solo estarán dispuestas a pagar cientos de miles de millones a los proveedores de modelos de IA dentro de unos años si el uso de la IA les permite lograr unos ahorros de costes y unas mejoras de la productividad sustanciales y sostenibles.

... MAÑANA YA SE HABRÁ QUEDADO ATRÁS.

Sin embargo, la competencia en el mercado es muy intensa. Un puñado de rivales ambiciosos se disputan el liderazgo. Las posiciones dominantes pueden cambiar rápidamente debido al rápido ritmo de innovación. Los modelos de código abierto baratos, como los de China, limitan el poder de fijación de precios de los principales proveedores, al menos en aquellos casos en los que no se requiere la versión de gama más alta. Su rendimiento ya no está muy por detrás del de los modelos líderes estadounidenses, a un precio que representa solo una fracción del de estos.

China cuenta con una gran capacidad en centros de datos y electricidad a bajo coste. El país destaca en la investigación básica sobre IA y, gracias a la arquitectura abierta de sus modelos, cuenta con una enorme comunidad de desarrolladores de IA. El objetivo es alcanzar lo antes posible el rendimiento de los modelos estadounidenses con chips propios (de Huawei en lugar de Nvidia) y poder ofrecerlos a un precio considerablemente más asequible. →

Si los proveedores estadounidenses de IA intentaran cambiar sus modelos de suscripción empresarial, que ahora están ofreciendo a precios subvencionados, por unos sistemas caros de facturación por tokens, el impacto en los precios podría llevar a muchos «usuarios intensivos» a optar por modelos chinos, a pesar de las posibles preocupaciones en materia de seguridad. Así, la IA podría convertirse en una nueva exportación de éxito de China.

La magnitud de los posibles flujos de ingresos en toda la cadena de valor de la IA sigue siendo incierta. Los optimistas suelen citar solo un porcentaje de la masa salarial mundial como potencial de mercado, lo que supone en general varios billones de dólares. Una cifra más fácil de estimar son los volúmenes de negocios anualizados de los principales proveedores de modelos de los países occidentales. En conjunto, estos están experimentando un fuerte aumento actualmente y podrían alcanzar la cifra de 100.000 millones de dólares a finales de año.

Sin embargo, conviene ser cauteloso a la hora de extrapolar esta tendencia. Muchas empresas se encuentran en fase de experimentación. Se anima a los empleados a hacer un uso intensivo de la IA y se les evalúa en función de su consumo de tokens: cuanto más, mejor.

SIN TENER EN CUENTA EL VALOR AÑADIDO

La consecuencia es una estrategia de maximización de tokens que no tiene en cuenta el valor añadido que genera. El problema es que, salvo en el caso de las tareas puramente de programación, este suele ser difícil de cuantificar. Alex Karp, el CEO de Palantir, critica que los incentivos de uso den lugar a un falso progreso y a un código de usar y tirar, en lugar de generar un valor añadido real.

Por ello, empresas como Amazon, Uber o Tesla están introduciendo cada vez más unos límites máximos para el consumo de tokens por parte de sus empleados. Al igual que con el *software*, las empresas tienden a considerar la IA como una herramienta importante para los empleados, y no como un sustituto de estos. Nosotros también lo consideramos así.

Por lo tanto, el entorno competitivo y el potencial de negocio de los proveedores de modelos de IA no son tan prometedores como sugieren las ambiciosas expectativas de valoración de empresas que planean su salida a bolsa como OpenAI y Anthropic.

En el caso de las empresas de hiperescala, el punto de partida es mejor. Proveedores como Amazon, Microsoft y Alphabet se benefician de la creciente demanda de potencia de cálculo, independientemente del modelo concreto de IA que acabe imponiéndose. Generan unos elevados beneficios de explotación, cuentan con ventajas de escala frente a posibles nuevos competidores y tienen unas relaciones consolidadas con sus clientes.

Sin embargo, su modelo de negocio se ha vuelto mucho más intensivo en capital. De aquí a 2030, podrían destinarse un total de unos siete billones de dólares estadounidenses a la construcción y ampliación de centros de datos, es decir, unos 1,4 billones de dólares al año. Eso equivaldría a algo más del 4% del producto interior bruto de EE. UU. y eclipsaría todos los *booms* inversores anteriores.

Unos cinco billones, o algo más de un billón al año, procederían de solo un puñado de empresas: los cuatro hiperescaladores consolidados — Alphabet, Amazon, Microsoft y Meta — y Oracle, un quinto actor. Además, con xAI, está a punto de entrar en escena un sexto gran proveedor de potencia de cálculo en la nube.

Goldman Sachs había esbozado un escenario estratosférico en el marco de la salida a bolsa de SpaceX, la empresa matriz de xAI. Se prevé que, para 2030, las ventas relacionadas con la nube de xAI se multipliquen por cien hasta alcanzar los 322.000 millones de dólares. Este tipo de escenarios tan optimistas son sintomáticos de un entorno marcado por la especulación. Al fin y al cabo, a los bancos de inversión también les interesa que la música siga sonando durante el mayor tiempo posible.

Algo llamativo es hasta qué punto se ha subestimado recientemente la magnitud del auge de las inversiones. Todavía en otoño del año pasado, se estimaba que la inversión para

este año ascendería a unos 450.000 millones de dólares. En realidad, la cifra podría rondar los 800.000 millones (véase el gráfico 1). Para 2027, las estimaciones rondaban los 500.000 millones, mientras que ahora se prevé que asciendan a más de 1.000.000. A partir de 2028, se prevé un nuevo aumento hasta aproximadamente 1,2 billones de dólares al año.

INCLUSO UN SUPERCICLO SIGUE SIENDO UN CICLO

Sin embargo, debido a los considerable factores de incertidumbre, esta hipótesis no se basa en unos fundamentos sólidos, sino que representa más bien una extrapolación moderada de la tendencia observada hasta ahora. Es poco probable que se cumpla la sigilosa esperanza de los proveedores de que el volumen de inversión de los hiperescaladores siga sorprendiendo al alza, ya que, en algunos casos, sus inversiones superan los ingresos de sus actividades operativas.

La evolución del flujo de caja lo pone claramente de manifiesto. El flujo de caja libre, calculado como el efectivo generado por las operaciones menos las inversiones realizadas, ha pasado de superar los 200.000 millones de dólares a situarse en terreno negativo. Al mismo tiempo, las reservas de caja prácticamente se han agotado. Para financiar sus ambiciosos planes de inversión, estas compañías tendrían que recurrir a nuevas emisiones de acciones y/o aumentar su endeudamiento (véase el gráfico 2 en la página siguiente).

El vertiginoso ritmo de inversión de las empresas de hiperescala dicta el destino de toda la cadena de valor de la IA. Quienes más se benefician de ello actualmente son los fabricantes de chips, sobre todo de chips de memoria. Pero incluso un superciclo sigue siendo un ciclo, con todo lo que ello conlleva: precios, cifras de negocios y beneficios por las nubes; el dominio de los proveedores y el desamparo de los clientes. Los centros de datos son cada vez más caros; el coste por cada gigavatio de potencia de cálculo aumenta hasta que, en algún momento, ya no resultará rentable.

Incluso empresas como Apple, a las que no concierne el aumento vertiginoso de los costes de los centros de datos,

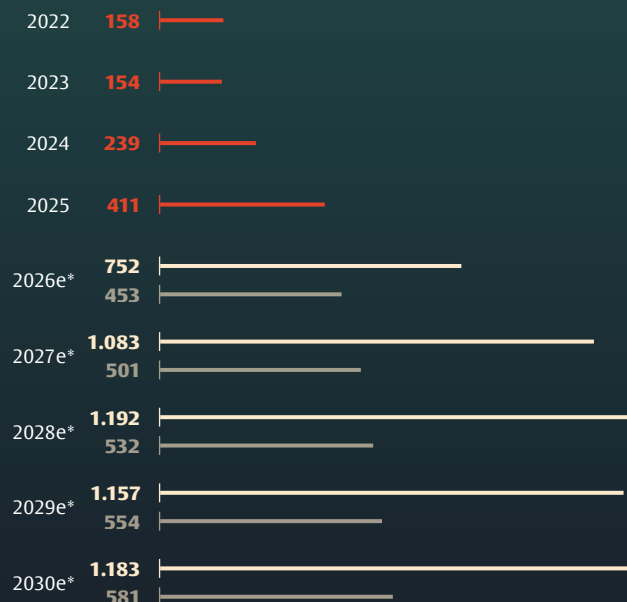


Gráfico 1

Carrera inversora de los hiperescaladores: ¿fiebre del oro o delirio?

Capex (gastos de inversión) en miles de millones de dólares estadounidenses*

- Inversión hasta la fecha
- Estimación a T2 2026
- Estimación a T3 2025

* Estimaciones de consenso de Bloomberg para los años 2026 a 2030. Valores agregados de las empresas Alphabet, Amazon, Meta, Microsoft y Oracle.

El presente documento no constituye una oferta de venta, compra o suscripción de valores u otros títulos. La información contenida no constituye un asesoramiento de inversión ni ninguna otra recomendación. La evolución real puede diferir de las hipótesis aquí presentadas. Las rentabilidades pasadas no son un indicador fiable de las rentabilidades futuras.

Fuente: Bloomberg, Flossbach von Storch, datos a 10 de agosto 2026



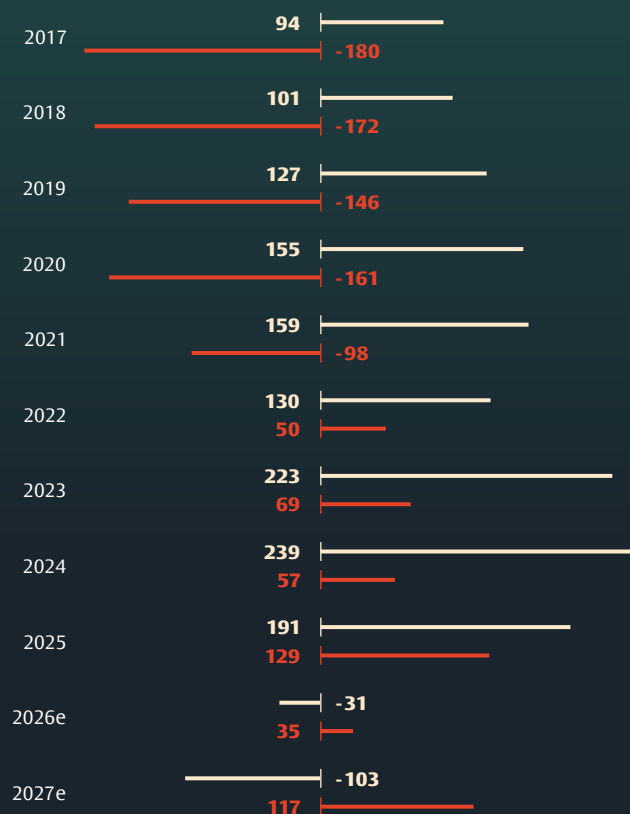


Gráfico 2

El flujo de caja libre cae, la deuda aumenta

Flujo de caja libre y deuda neta de los hiperescaladores en miles de millones de USD*

— Flujo de caja libre
— Deuda neta
incl. compromisos de arrendamiento

* Estimaciones de consenso de Bloomberg para los años 2026 y 2027. Valores agregados de las empresas Alphabet, Amazon, Meta, Microsoft y Oracle.

El presente documento no constituye una oferta de venta, compra o suscripción de valores u otros títulos. La información contenida no constituye un asesoramiento de inversión ni ninguna otra recomendación. La evolución real puede diferir de las hipótesis aquí presentadas. Las rentabilidades pasadas no son un indicador fiable de las rentabilidades futuras.

Fuente: Bloomberg, Flossbach von Storch, datos a 10 de agosto 2026

se ven afectadas y se ven obligadas a subir los precios de sus productos, en algunos casos de forma notable, debido a que los chips son cada vez más caros.

EL EJEMPLO DE LAS TARIFAS DE FLETE

Un claro ejemplo de los efectos de la escasez de recursos sobre los precios de los productos y los beneficios de las empresas fue la explosión de los precios de los fletes de contenedores durante la pandemia (véase el gráfico 3). Los cuellos de botella en la cadena de suministro y la falta de capacidad de transporte disponible quintuplicaron los precios del transporte en contenedores en poco tiempo. Los beneficios de Hapag-Lloyd, una de las empresas que más se benefició de ello, se multiplicaron por veinte en dos años.

Sin embargo, una vez que las cadenas de suministro volvieron a la normalidad y se incorporaron capacidades adicionales al mercado, las tarifas de flete volvieron pronto a sus niveles anteriores. Actualmente se observa una tendencia similar en el mercado de los chips de memoria. La elevada demanda, sobre todo de chips de memoria de gran ancho de banda (una categoría específica de DRAM), se enfrenta a una oferta limitada que no puede ampliarse de la noche a la mañana. También en este caso, los precios se han quintuplicado aproximadamente por cinco, y los beneficios por veinte.

Aunque es probable que la escasez de chips se prolongue durante más tiempo que los cuellos de botella de los contenedores durante la pandemia, resulta ingenuo pensar que se trata de una tendencia duradera. Los fabricantes de chips están acometiendo una enorme ampliación de sus capacidades, bajo la presión de sus clientes e impulsados por programas de inversión estatales (sobre todo en Corea del Sur). Así, SK Hynix, uno de los mayores fabricantes mundiales de chips de memoria, prevé duplicar su capacidad de producción en un plazo de cinco años. Otras empresas siguen su ejemplo.

El «ciclo del porcino» es una de las principales características del sector de los chips (de memoria) y, en las últimas

décadas, ha provocado unos fuertes altibajos en los beneficios y en las cotizaciones bursátiles. El precio de la acción de Micron Technology, el actual gigante de los chips de memoria, cayó en torno a un 99% desde su máximo en el año 2000 hasta su mínimo ocho años después. Hasta 2024 no volvió a superar el récord anterior y, en la actualidad, es el fabricante de chips de memoria de mayor valor del mundo, con una capitalización bursátil de 1,2 billones de dólares estadounidenses.

El elevado valor de mercado se basa en la hipótesis de que, en esta ocasión, el ciclo del porcino será considerablemente más moderado. Micron y otros fabricantes de chips intentan limitar el riesgo de exceso de capacidad y caída de los precios mediante contratos de suministro a largo plazo. Aunque esto permite amortiguar la próxima fase bajista, no cambia en nada el carácter intrínsecamente cíclico del sector. Por tanto, el boom actual ya alberga en sí el germen de la próxima contracción.

Sería presuntuoso intentar predecir con exactitud cuándo terminará el auge de las inversiones en IA. Sin embargo, hay numerosos factores que presagian, como mínimo, una clara desaceleración:

— 1 —

Una nueva tecnología revolucionaria está conquistando el mundo

Nadie puede predecir con exactitud su potencial económico, pero parece enorme. Cuanto más difícil es comprenderlo, menos refutable resulta. La imaginación no tiene límites, porque aparentemente no los hay.

— 2 —

La fiebre especulativa

Cada vez son más los inversores que especulan sin conocer los datos fundamentales de las empresas. La evolución de la cotización se convierte en el factor decisivo. Algo que sube es bueno; algo que se queda estancado o baja, es malo. La trayectoria de las cotizaciones en los últimos meses define la calidad de la acción y de la empresa subyacente. En Corea del Sur, algunos inversores particulares han liquidado o ignorado a gran escala productos seguros de ahorro y basados

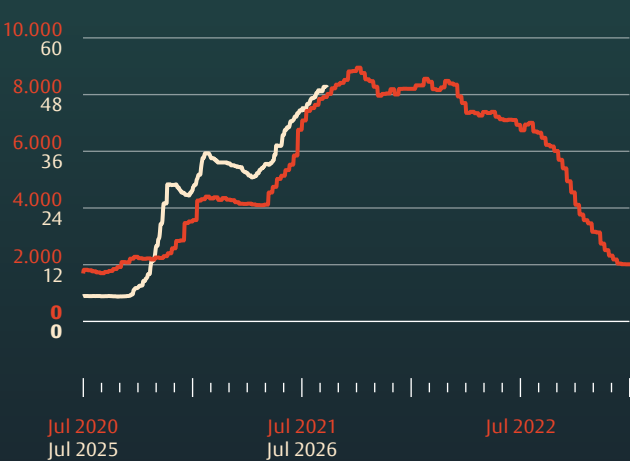


Gráfico 3

Los ciclos de precios determinan la evolución de los beneficios

¿Ayer los fletes, hoy los chips de memoria?

— Precio de los chips de memoria en USD; DDR5 16Gb

— Fletes de contenedores en euros; World Container Index

Las rentabilidades pasadas no son un indicador fiable de las rentabilidades futuras.

Fuente: Bloomberg, Flossbach von Storch, datos a 10 de agosto 2026



*El desarrollo
de la IA seguirá
avanzando,
tal y como ocurrió
con Internet tras
el estallido
de la burbuja
de las puntocom.*

en seguros para invertir el dinero en bolsa, que se compone principalmente de los dos fabricantes de chips Samsung Electronics y SK Hynix. Algunos ETF con apalancamiento múltiple sobre el índice de semiconductores estadounidenses también se encuentran entre las apuestas más populares de los coreanos. En EE. UU., estos instrumentos también gozan de gran popularidad entre los inversores particulares. Según Citadel Securities, una de las mayores plataformas de negociación del país, los inversores particulares estadounidenses están especulando más que nunca con ETF apalancados – centrados en el sector de los semiconductores – y con opciones a muy corto plazo.

— 3 —

La experiencia se convierte en un inconveniente

Las advertencias de los inversores experimentados a menudo se consideran prematuras. Por el contrario, los inversores que actúan sin dejarse influir por las experiencias adversas del pasado se apuntan a la burbuja sin vacilar. El éxito les da la razón. La confianza en sí mismos aumenta hasta hacerles sentir infalibles.

— 4 —

La base de las valoraciones

Los métodos de valoración habituales cada vez más se aplican menos. Durante la burbuja de las puntocom, lo que importaban eran los clics en lugar de la cifra de negocios. Durante la crisis financiera, los productos tóxicos y unos rendimientos del capital propio volátiles. Ahora, se trata de un potencial de ventas difícil de cuantificar de una nueva tecnología que se espera que dé lugar a un auge de la inversión sin precedentes históricos. Esto alimenta las expectativas optimistas de los analistas respecto al potencial de ingresos y beneficios de las empresas que saldrán ganando con la IA. El riesgo de decepciones es elevado.

— 5 —

Aumenta la volatilidad

En junio, las fluctuaciones diarias del índice de semiconductores (Philadelphia Semiconductor Index) se situaron en una media del 4,3%, casi el doble que en los cuatro primeros meses del año.

— 6 —

Las inversiones y la especulación desvían capital de otros sectores

Todo lo que no se beneficia del auge de la IA queda relegado a un segundo plano. Tanto en la economía real como en los mercados financieros, la competencia por el capital escaso se está intensificando. Las empresas que no pertenecen a los sectores populares deben aceptar unos tipos de interés más elevados y tienen más dificultades para obtener capital propio.

— 7 —

Inversión pasiva en índices

La tendencia a invertir en fondos indexados agrava la formación de burbujas. Los fondos que no replican el índice de referencia se han quedado cada vez más rezagados en el mercado alcista de los últimos 15 años impulsado por los principales valores del mercado. Los gestores de carteras con un enfoque parcialmente activo orientan su estrategia de inversión en mayor medida hacia el indicador bursátil. No compran acciones por convicción, sino por su gran ponderación en el índice.

— 8 —

Un tema impulsa los índices

La capitalización bursátil del S&P 500 ha aumentado en unos seis billones de dólares durante el primer semestre. Dentro de este índice, la de los fabricantes de chips y proveedores de equipos para centros de datos ha aumentado en 5,8 billones de dólares (la del sector de semiconductores, en 4,1 billones, y la de otros proveedores de equipos y *hardware*, en 1,7 billones). En la actualidad, la proporción de los fabricantes de semiconductores en los beneficios del S&P 500 ya alcanza un máximo histórico del 10%. Si nos atenemos a las estimaciones de los analistas, esta proporción podría incluso casi duplicarse hasta alcanzar el 19% en 2029.

En caso de que ralentice el auge de las inversiones, las consecuencias serían graves. Las empresas del sector de semiconductores serían las más afectadas, pero también se resentirían otras empresas proveedoras de equipos para centros de datos. Debido a su elevada capitalización bursátil y a su elevada ponderación en los índices, esto también

tendría un fuerte impacto en la evolución general de las bolsas. A esto hay que añadir que una desaceleración del boom inversor afectaría gravemente también a otros sectores o empresas que, a primera vista, parecen tener poco que ver con el sector tecnológico. Un ejemplo es Caterpillar, que suministra generadores diésel de emergencia y generadores de gas natural para centros de datos, y cuya elevada valoración (relación precio-beneficio de 40) se debe principalmente al potencial anticipado de la actividad de los centros de datos. En última instancia, toda la economía se vería afectada, no solo por la disminución de las inversiones, sino también por las importantes caídas de precios en los mercados bursátiles.

Así pues, habría muchos perdedores. Por eso, las partes interesadas en este auge de las inversiones harán todo lo posible para que se prolongue el mayor tiempo posible y para mantener vivo el relato de la fiebre del oro de la IA. Los hiperescaladores, cuyo crecimiento se basa en la IA; los proveedores de modelos de IA que planean salir a bolsa; los bancos de inversión que quieren sacar provecho de ello; los acreedores que financian la construcción de los centros de datos; el presidente de EE. UU., que necesita una economía estadounidense fuerte como indicador de su éxito; y decenas de millones de estadounidenses que invierten, directa o indirectamente a través de sus planes de pensiones, en acciones relacionadas con la IA. Todos ellos desean que el boom inversor continúe indefinidamente.

Es decir, hay mucho en juego. Por eso, las expectativas de los mercados financieros de que el auge se mantendrá hasta la década de 2030 e incluso podría acelerarse deben entenderse más como un optimismo interesado que como una previsión racional. El desarrollo de la IA seguirá avanzando, tal y como ocurrió con Internet tras el estallido de la burbuja de las puntocom. Sin embargo, esto no significa que el superciclo de las inversiones continúe al mismo ritmo. ♦

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



**LOS MAYORES CRACS
DE LA HISTORIA MUNDIAL**

P A R T E
I

Flores Raras

La «fiebre de los tulipanes» está considerada la primera gran burbuja especulativa. Llevó tanto a ciudadanos adinerados como a gente corriente a gastar enormes sumas de dinero. ¿Por qué?



Un día de primavera de 1637, un comerciante neerlandés llamado François Koster pagó la exorbitante suma de 6.650 florines por un par de docenas de bulbos de tulipán: un precio extraordinario en una época en la que una familia entera podía vivir todo un año con 300 florines. (...) Koster los había comprado para revenderlos y estaba convencido de que con esa operación obtendría un beneficio. (...) Los precios llevaban más de dos años subiendo de forma rápida y constante. No había motivo para creer que algo iba a cambiar al respecto.

(«TulipoMania», Mike Dash, páginas 11 y siguientes)

Sin embargo, en las dos semanas siguientes, los precios de la mayoría de los bulbos se desplomaron hasta al 10% de su valor. Así pues, el batacazo de la «fiebre de los tulipanes» fue más rápido que en el crac bursátil de 1929, en el que los precios tardaron dos años en reducirse en un 90%. ¿Cómo pudo el entusiasmo por una flor convertirse en una locura colectiva, precisamente en la República calvinista de los Siete Países Bajos Unidos?

EL DESCUBRIMIENTO: LA BELLEZA EXÓTICA ENCUENTRA UN SUELO FÉRTIL

En 1562 atracó en Amberes un barco con telas procedentes de Estambul. Es probable que entre los fardos se encontraran los primeros bulbos de tulipán que llegaron al norte de Europa. Según cuenta la leyenda, el comerciante de telas asó algunos para su cena y plantó el resto en su huerto. Cuando, la primavera siguiente, las flores se abrieron, se las mostró al comerciante y aficionado a la jardinería Joris Rye, quien conocía al botánico Carolus Clusius. Se dice que este se divertía contando esta anécdota.

En su país natal, Turquía, la receptora de este trato indigino era muy apreciada. Era originaria de una zona situada al norte del Himalaya y viajó hacia el oeste de la mano de los pueblos turcos nómadas. En Persia inspiró a poetas; los otomanos la cultivaban en unos magníficos jardines tras la conquista de Constantinopla en el año 1453. Las variedades raras se consideraban muy valiosas y a los sultanes les gustaba mostrarlas para impresionar.

Cuando llegó el tulipán, Amberes era el puerto más importante de los Países Bajos, gobernados por la dinastía española de la Casa de Austria. Los elevados impuestos y la persecución de los protestantes provocaron en 1568 el levantamiento de las siete provincias del norte, lo que desencadenó la Guerra de Flandes. El río Escalda quedó bloqueado y el centro comercial se trasladó a Ámsterdam. A partir del cambio de siglo, los holandeses comenzaron a dominar el lucrativo comercio de las especias, sentando las bases para su Edad de Oro.

La creciente prosperidad fue fundamental para el tulipán. Los ricos descubrieron que las plantas exóticas y los jardines de flores les ofrecían la oportunidad de hacer alarde de su riqueza sin infringir las costumbres calvinistas. En Holanda del Norte surgieron casas de campo con jardines exquisitamente diseñados. Al principio, los tulipanes los cultivaban e intercambiaban sobre todo los entendidos. Así, Clusius enviaba bulbos y semillas a sus contactos por toda Europa. Clasificó las variedades y fundó el jardín botánico de Leiden. Allí investigó durante más de veinte años su cultivo y reproducción.

Desde el principio, los tulipanes híbridos cultivados fueron muy codiciados, sobre todo las variedades con rayas, como la «Semper Augustus», de color blanco y rojo. Sus llamativos diseños se debían al virus de la rotura del tulipán, que se descubrió posteriormente. Como las plantas infectadas eran más débiles y se reproducían con dificultad, estas variedades eran extremadamente raras. De algunas solo existían una docena de ejemplares, de los cuales algunos propietarios se resistían a desprenderse. A la hora de venderlas, se podía pedir prácticamente cualquier precio. →

ENTUSIASMO Y PRIMEROS MÁXIMOS DE PRECIOS ALCANZADOS

Desde los Países Bajos, el tulipán se extendió a Francia. Hacia 1610, los nobles competían por impresionar a las damas de la corte con flores exóticas. En la boda de Luis XIII, celebrada en 1615, las damas lucían tulipanes en el escote; algunos eran tan valiosos como los diamantes. Se hablaba de 1.000 florines por una flor.

En los Países Bajos, los amantes de los tulipanes no eran aristócratas, sino la clase dirigente. Se trataba de ciudadanos acomodados, como médicos, abogados y comerciantes. Al aumentar la prosperidad y la popularidad de la moda de los jardines, la demanda fue creciendo. Sin embargo, muchos nuevos clientes carecían de contactos para comprar bulbos. Los jardineros y los cultivadores cubrieron este vacío y fueron captando nuevos grupos de clientes, incluso en el extranjero. Pero, ¿cómo podían hacerse una idea de cómo era la flor si solo podían ver el bulbo? Un compendio ilustrado de plantas, publicado en 1612, sirvió de modelo para catálogos posteriores. Gracias a estos, las exportaciones comenzaron a prosperar.

Al principio, los bulbos se vendían por unidades. Más tarde, también se compraban por bandejas o por cestas. Sin embargo, dado que al principio solo los tulipanes selectos alcanzaban unos buenos precios, algunos cultivadores regalaban bulbos de variedades más sencillas a los vendedores ambulantes, quienes, a su vez, buscaban ejemplares especiales por todo el país. Así, los tulipanes llegaron a los mercadillos a

unos precios asequibles y también a las personas con menos recursos. Hacia 1633 había más de 500 variedades. En aquella época surgió un nuevo grupo: los llamados «floristas», que se dedicaban al comercio de bulbos y cuyo principal objetivo era obtener beneficios (rápidos).

EL AUGE PRESENTA NUEVAS OPORTUNIDADES

Si bien al principio solo subieron los precios de algunas variedades seleccionadas, más tarde también lo hicieron los de las calidades más comunes. Varios factores aceleraron un auge. Así, los tulipanes se convirtieron en un medio de pago: en 1633, por ejemplo, en Hoorn, un propietario vendió su casa a cambio de tres bulbos. Además, se impuso la negociación por peso. Dado que un bulbo forma bulbos secundarios a lo largo de una temporada, puede multiplicar fácilmente su peso. Eso prometía beneficios adicionales.

A partir de 1635 se empezaron a vender cada vez más bulbos que aún estaban en la tierra. Se transmitían pagarés por estos, lo que permitía la negociación a

lo largo de todo el año. Se trataba de operaciones a plazo: los compradores se comprometían a adquirir determinados bulbos más adelante a un precio fijo y, a menudo, solo tenían que pagar un anticipo del 10%. Así pues, quien tuviera 50 florines podía adquirir bulbos por valor de 500 florines y especular con la posibilidad de revender el contrato a un precio más alto antes de su vencimiento. Un negocio que, sin embargo, solo salía a cuenta si los precios seguían subiendo.



ACERCA DEL LIBRO

Durante mucho tiempo, no hubo ningún análisis histórico exhaustivo de esta especulación desorbitada. Solo en 1934 se publicó un breve estudio, aunque únicamente en neerlandés. No fue hasta 1999 que el historiador y periodista británico Mike Dash publicó «TulipoMania» (La fiebre de los tulipanes), una narración amena y exhaustivamente documentada de los acontecimientos. Este artículo se basa en dicha obra.

Como era de esperar, incluso al inicio de la Edad de Oro, el comercio de tulipanes atrajo cada vez a más personas, dadas las duras condiciones de la vida diaria de muchas: los flujos de refugiados provocados por la guerra presionaban a la baja los salarios, la vivienda escaseaba y, en el sector artesanal, era habitual trabajar catorce horas al día.

DE LA EUFORIA A LA FIEBRE

A medida que aumentaba el número de compradores, los precios subían cada vez más rápido. A finales de 1634 se había iniciado una aceleración que se mantuvo durante 1635 y que desembocó en unas escaladas extremas durante el invierno de 1636/37. Algunos bulbos duplicaron su precio en una semana. Por ejemplo, una «Generael de Generaelen van Gouda» se encarecía, a partir de finales de 1634, en dos tercios en un periodo de un año; más adelante, subió un 50% más en seis meses, y luego llegó a triplicar su valor hasta enero de 1637.

La negociación solía realizarse en las tabernas. Por ejemplo, los floristas de Haarlem se reunían una o dos veces por semana en el «Goldene Traube». Dado que los nuevos operadores solían entrar en el mercado con productos sencillos vendidos a peso, el precio de estos se encareció drásticamente: un paquete de «Gheele Croons» costaba unos 20 florines en octubre de 1636, pero a finales de enero de 1637 ya ascendía a unos 1.200 florines.

Cuando el subastador anunciaba una puja, los compradores y vendedores anotaban sus precios de referencia en unas pizarras. Un intermediario proponía un valor medio. Si el importe permanecía en la pizarra, el colegio de tabernas registraba la transacción; si se borraba, la transacción no se realizaba. En cualquier caso, había que pagar el vino: los acuerdos se sellaban con una ronda de copas.

EL CRAC: UNA CAÍDA DEL 90 % EN DOS SEMANAS

El primer martes de febrero de 1637 estalló el crac en Haarlem. En una subasta, un prestigioso florista ofreció una libra de «Witte Croons» por 1.250 florines. Nadie se interesó por la transacción. Tampoco hubo pujas cuando el precio bajó a 1.100 y, finalmente, a 1.000 florines. En cuestión de días, la falta de compradores se extendió por todo el país.

¿Qué había pasado? Anteriormente, la demanda había superado con creces a la oferta. Faltaban variedades baratas que permitieran a los nuevos compradores acceder al mercado. Sin embargo, cuando dejaron de llegar nuevos participantes, faltó el siguiente comprador que estuviera dispuesto a pagar unos precios aún más altos.

Tras el crac, muchos lo perdieron todo. La mayoría de los floristas habían empeñado sus herramientas y pertenencias y se habían comprometido a realizar unos pagos elevados en operaciones a plazo. Se enfrentaban a la ruina. Y, sin embargo, esta crisis no provocó una recesión a nivel nacional. Las autoridades y los participantes del mercado reaccionaron con pragmatismo. Los cultivadores de Holanda Septentrional propusieron muy pronto anular los contratos celebrados después de noviembre de 1636 a cambio de un pago del 10%. Aunque la propuesta no se adoptó, en muchos lugares los tribunales apenas persiguieron los casos relacionados con los tulipanes. En Alkmaar se declararon finalmente nulas las operaciones a plazo más recientes; en Haarlem, los compradores podían rescindir sus contratos a cambio de entre el 3% y el 5% del precio de venta, a plazos si era necesario.

El comercio de tulipanes también se estabilizó rápidamente. Las variedades raras siguieron siendo caras y, debido a la especulación, el tulipán se había hecho famoso en toda Europa. Las exportaciones ayudaron a muchos cultivadores a compensar las pérdidas sufridas en el mercado nacional. Y cuando, hacia 1703, se desató también en Estambul una nueva fiebre por los tulipanes, la cuna original del tulipán holandés importaba cada año miles de bulbos desde los Países Bajos. Solo las burlas sobre la «fiebre de los tulipanes» permanecieron durante mucho tiempo. ♦

Las páginas 40 y 42 muestran fragmentos de la obra
«Satire of Tulipmania».

El cuadro fue pintado por Jan Brueghel (el Joven) en 1640, tres años después del desastroso final de la fiebre especulativa de los tulipanes. Nacido en Amberes, Brueghel, al igual que su padre, fue uno de los grandes pintores del Barroco, un estilo que en aquella época se consideraba arte moderno. Conocido por su mirada crítica sobre la sociedad, Brueghel se distingue de muchos maestros medievales, cuya obra estaba marcada por temáticas religiosas o por su dependencia de poderosos mecenas.

*«Para no dar lugar
a malentendidos ...»*



Las acciones relacionadas con la IA siguen subiendo sin cesar, con algunos (pequeños) retrocesos incluidos. En esta entrevista, Kurt von Storch habla sobre el estado de ánimo en las bolsas, sus experiencias y las perspectivas a largo plazo.

Los inversores van sucesivamente a por las acciones de las empresas que se benefician (o podrían beneficiarse) particularmente de la inteligencia artificial; las más recientes han sido las de los fabricantes de chips. Sus acciones se han multiplicado de valor en muy poco tiempo. ¿Cómo se siente un inversor que no «va a por ellas»?

Supone todo un reto, tanto para nosotros como para nuestro enfoque de inversión, nuestra filosofía. Porque, en estos tiempos, la diversificación y la orientación hacia el valor simplemente no dan los frutos habituales. Y entonces uno empieza a darle vueltas al asunto... y a dudar.

¿Y cuál es el resultado de darle vueltas al asunto?

Que el «peor error» sería tirar por la borda a la ligera las propias convicciones y la propia filosofía. Llevamos demasiado tiempo en este negocio y sabemos muy bien lo que puede pasar si se sigue ciegamente al mercado por miedo a perderse algo. No es raro que eso acabe saliendo muy mal.

¿Eso significa que siguen evitando a las empresas consideradas beneficiarias de la IA?

Para no dar lugar a malentendidos: por supuesto, invertimos en empresas que, a día de hoy, se encuentran entre las que se benefician de la IA. Pero, en algunos casos, por otras razones. Y, no menos importante: su peso en las carteras no es tan desproporcionado como en los principales índices bursátiles. Así que somos más cautelosos.

Eso significa que, en cambio, de momento están renunciando a la rentabilidad ...

Lo aceptamos, sí, aunque por ahora pueda resultar doloroso. Sin embargo, mucho más importante que el momento, que los momentos individuales, es la perspectiva a largo plazo, es decir, la suma de muchísimos momentos.

¿Cómo reaccionan sus clientes ante esto?

Depende mucho. La mayoría nos conoce desde hace mucho tiempo y sabe perfectamente lo que hacemos, pero sobre todo lo que no hacemos, y por qué. Y, por supuesto, también hay algunos que se preguntan por qué su patrimonio no aumenta, o lo hace muy lentamente, en medio de un repunte bursátil como este, cuando las cotizaciones de las →

empresas que se benefician de la IA alcanzan un récord tras otro y los índices generales siguen subiendo sin cesar; que están decepcionados. Por lo demás, la pregunta está muy justificada. Si te quedas a la zaga del mercado, tienes que dar más explicaciones de por qué es así.

¿Y cuál es su respuesta a eso?

Tomemos como ejemplo las acciones de los fabricantes de chips, las estrellas del momento. La industria de los chips siempre ha seguido un denominado «ciclo del porcino» y, por lo tanto, unas fluctuaciones muy bruscas de sus beneficios empresariales y sus cotizaciones bursátiles. El precio de la acción de Micron Technology, por ejemplo, cayó en torno a un 99% desde su máximo en el año 2000 hasta su mínimo ocho años después. Hasta 2024 no volvió a superar su récord anterior.

Hoy en día, la empresa es el fabricante de chips de memoria de mayor valor de mercado del mundo ...

Su elevada capitalización bursátil se basa en la hipótesis de que, en esta ocasión, el ciclo del porcino será considerablemente más moderado. Porque el sector está intentando limitar el riesgo de exceso de capacidad y caída de los precios mediante contratos de suministro a largo plazo.

¿Y tiene dudas de que esto funcione?

Esto permite amortiguar en cierta medida la próxima fase bajista, pero no cambia en nada el carácter volátil del sector. El auge actual irá seguido de la próxima caída; la única pregunta es cuándo.

¿Qué cree usted?

Crear no es suficiente. Y adivinar no es una buena estrategia. Simplemente, esto no puede predecirse. Es muy posible que la subida continúe durante un tiempo, pero no puede darse

por sentado. Las valoraciones bursátiles en este sector son ya muy elevadas. «A grandes alturas», dice mi compañero Bert Flossbach. Un motivo suficiente para que seamos más cautelosos.

La suerte favorece a los atrevidos ...

Es posible que así sea en distintos ámbitos de la vida. En la bolsa, yo sería un poco más cauteloso con esa afirmación. Sobre todo porque nuestro cometido no es ser atrevidos.

¿Cuál es su cometido?

Conservar el patrimonio y hacerlo crecer con el tiempo. Como inversores a largo plazo, siempre pensamos en términos de oportunidades y riesgos, y los segundos son, en nuestra opinión, igual de importantes, si no más.

¿Podría explicarlo?

Lo que nosotros valoramos y necesitamos es la fiabilidad. En lo que respecta al mercado de renta variable, esto significa que buscamos empresas cuyas perspectivas de rentabilidad a largo plazo puedan predecirse con la mayor precisión posible. A menudo se trata de empresas de sectores más bien defensivos, como, por ejemplo, los de consumo básico y la salud. Es decir, precisamente aquellos sectores que, en la actualidad, están quedando relegados por muchos inversores. La imaginación se impone a la fiabilidad, al menos estos días. Es muy difícil predecir a largo plazo cómo evolucionarán los ingresos de muchas acciones de altos vuelos de la IA.

Pero la IA va a cambiar el mundo de forma duradera ...

Nosotros pensamos exactamente lo mismo; no nos malinterprete. Y es probable que todos nosotros estemos subestimando con creces ese potencial. No obstante, es imposible predecir quiénes serán, a largo plazo, los grandes ganadores de esta revolución tecnológica.

*«Gestionar el patrimonio no es un esprint,
sino un maratón.»*

Kurt von Storch

¿Compararía usted la actual subida de las acciones relacionadas con la IA con la burbuja de las puntocom de principios de milenio?

En general, me cuesta hacer comparaciones, aunque en este caso sea evidente y se haya debatido mucho últimamente. Hay paralelismos, pero también unas diferencias claras. Lo que sin duda se puede afirmar es lo siguiente: hasta ahora no ha habido ningún boom tecnológico que no haya acabado, en algún momento, en exceso y, finalmente, en un valle de lágrimas. Sobre todo porque aún recordamos muy bien el cambio de milenio.

¿Por qué siguen teniendo tan presente esa etapa, a pesar de que ya ha pasado un cuarto de siglo desde entonces?

Porque nos marcó profundamente como empresa. En aquella época éramos muy jóvenes, y no solo nosotros como empresarios. También la empresa, que por aquel entonces todavía se llamaba Flossbach & von Storch. No hacía mucho que se había fundado. Y luego, se produjo ese boom espectacular. Esas enormes expectativas depositadas en las empresas, incluso en aquellas con solo una relación remota con Internet. Hacerse rico de la noche a la mañana: ese era el deseo de muchos inversores en aquella época, por decirlo de forma un poco exagerada.

¿Cómo manejaron ustedes las expectativas en aquel entonces?

Nos dejamos llevar por ellas, aunque la subida nos parecía inquietante, porque estábamos convencidos de que las cotizaciones bursátiles de muchas empresas eran entonces absurdamente altas, demasiado altas; de que se estaba especulando mucho a base de imaginación. Sin embargo, al ser una empresa joven, no queríamos ahuyentar a los clientes que teníamos en aquellos momentos. ¿De qué

nos habría servido tener razón al final, pero quedarnos sin clientes?

Así que se subieron al carro ...

Yo no lo llamaría «subirse al carro»; nos mantuvimos cautelosos, pero incorporamos unos pocos títulos a la cartera. En algún momento, la burbuja se pinchó. No con un gran estallido — es decir, de forma rápida y dolorosa —, sino que se fue deshinchando muy lentamente, a lo largo de los años. Se sucedieron un mínimo tras otro, y luego la situación fue a peor. Y a peor. Y a peor. Eso fue aún mucho más doloroso. Para todos aquellos que querían hacerse ricos de la noche a la mañana, fue un auténtico suplicio. Pero incluso aquellos que antes habían afirmado que no les importaban las fluctuaciones de precios, acabaron tirando la toalla, completamente desanimados y desilusionados. Es algo que te marca.

¿Por qué?

Sobre todo, te hace sentir humilde.

¿Qué pasó luego?

En esta fase surgió el pentagrama de Flossbach de Storch: cinco directrices o principios que representan nuestra filosofía de inversión. La diversificación es uno de esos principios. La diversificación refleja el reconocimiento del inversor de que no puede saberlo todo, pero de que quiere prepararse lo mejor posible para todo lo que pueda suceder en los mercados bursátiles.

¿No les preocupa que la subida aún continúe, sin ustedes?

No. Las carteras están bien posicionadas. Bien diversificadas. Tienen potencial de recuperación. Confío plenamente en que a largo plazo esto dará sus frutos. Gestionar el patrimonio no es un esprint, sino un maratón. ♦

Kurt von Storch es fundador y propietario de Flossbach von Storch SE.

No sufrir *grandes pérdidas*

La subida de las acciones de IA,
la geopolítica, la caída del oro ...
se están moviendo muchas cosas
en los mercados de capitales.

→ Y esto suscita algunas preguntas.

Hemos recopilado las
que oímos más a menudo e
intentamos responderlas.

→ **¿Por qué Flossbach von Storch no ofrece fondos cotizados en bolsa (ETF)?**

Nuestras raíces se encuentran en la gestión patrimonial clásica: preservar el patrimonio y hacerlo crecer a largo plazo distribuyéndolo entre diferentes clases de activos. Las misiones que nos encomiendan nuestros clientes son muy variadas. Y raramente se pueden cumplir replicando exactamente uno o varios índices. Para nosotros, se trata, entre otras cosas, de la tolerancia al riesgo. ¿Cómo debe estructurarse un patrimonio para que el inversor pueda dormir tranquilo de forma duradera? Para poder llevar a cabo esta misión, hace falta independencia. Y esta independencia implica precisamente no guiarse, o tener que guiarse, por unos índices de referencia a la hora de seleccionar las inversiones. Esta postura no ha cambiado en nada.

→ **¿Sigue siendo necesario contar con gestores de fondos activos?**

Más que nunca, en nuestra opinión. Pero nuestra respuesta no debería sorprender realmente a nadie. Los ETF y los fondos de gestión activa responden a unos intereses y preferencias de los inversores distintos. Los primeros son especialmente adecuados para los inversores que tienen unos conocimientos previos, sobre todo cuando se trata de invertir una cantidad considerable a la vez; aquellos que, ante todo, puedan soportar las fluctuaciones de precios; aquellos que quieran invertir, tal vez de forma totalmente deliberada, en unos mercados o sectores muy concretos. Un fondo de gestión activa es más adecuado para inversores que desean delegar la toma de decisiones; para quienes es importante saber que el gestor del fondo selecciona las empresas en cuyas acciones o bonos invierte según unos criterios específicos y transparentes, con lo que intenta reducir los riesgos potenciales en comparación con el mercado en conjunto, lo que permite a los inversores dormir tranquilos.

En este sentido, hacen falta ambos: el ETF y el fondo de gestión activa. Y siguen haciendo falta.

→ **¿Por qué Flossbach von Storch lleva ya algún tiempo registrando una rentabilidad de sus estrategias (de renta variable y multiactivos) inferior a la del mercado en general, pero también en comparación con la competencia?**

Porque, por diversas razones, no hemos incluido – o no en la misma medida – determinados temas (o sectores) que, en los últimos tiempos, han sido los principales motores de los índices. Un ejemplo es el sector de la defensa, en el que, hasta hace poco, no podíamos invertir por motivos normativos. O los valores financieros (bancos universales), que siempre hemos evitado porque sus balances – a pesar de estar mucho mejor capitalizados que en la época de la crisis financiera – son vulnerables en momentos de tensión. O bien las empresas (supuestamente) beneficiarias de la IA, el gran tema de conversación en los mercados de capitales estos días. El peso de los llamados «hiperescaladores» en los índices correspondientes recuerda un poco a la concentración del mercado que se produjo en un sector durante la época de la burbuja de las puntocom: en cierto modo, la subida alimenta a la propia subida. Aunque también tenemos inversiones en el sector tecnológico, estas son, por motivos de diversificación, mucho menos importantes de lo que «prescriben» los índices.

El sector de la IA está absorbiendo actualmente una gran parte del capital de los inversores. Por el contrario, otros sectores están quedando relegados, como, por ejemplo, el consumo básico y la salud. Hay algunas empresas de estos sectores, con unos modelos de negocio probados, cuya valoración en bolsa está en unos mínimos que no se registraban desde hace diez años. Se trata de sectores que nos gustan por su fiabilidad a largo plazo y a los que, en consecuencia, damos mayor peso en la estrategia.

En este sentido, el problema no han sido solo aquellas empresas en las que no hemos invertido o lo hemos hecho solo de forma moderada, sino también aquellas en las que sí hemos invertido o seguimos haciéndolo.

Sin embargo, dado que sus ingresos y beneficios han registrado una evolución más o menos tan positiva como habíamos previsto, confiamos en que, con la composición actual de la cartera, la estrategia alberga potencial de recuperación y ofrecerá rentabilidades atractivas en el futuro.

→ **¿Por qué las empresas beneficiarias de la IA tienen una ponderación tan baja en las estrategias?**

La diversificación es uno de nuestros principios fundamentales que definen nuestra estrategia de inversión. La calidad es otro de ellos. Por «calidad» nos referimos, sobre todo, a la previsibilidad de los ingresos y beneficios futuros de una empresa.

En ningún sector hay tanta disrupción como en el tecnológico. Las ganadoras de hoy podrían encontrarse entre las perdedoras de mañana. Esto sucede especialmente en épocas de cambios tecnológicos radicales. Las cotizaciones bursátiles de muchas empresas reflejan unas grandes ilusiones y unas expectativas muy altas. Estas aún tienen que cumplirse. En este sentido, somos un poco más cautelosos, sabiendo muy bien que la subida aún puede continuar durante un tiempo.

→ **En cambio, entre sus posiciones se encuentran fabricantes alemanes de automóviles y productores de artículos deportivos. ¿Por qué?**

Sin duda, ambos tipos de empresas son muy cíclicos, por lo que la previsibilidad de sus ingresos futuros no es tan clara como, por ejemplo, en el caso de las empresas de sectores más defensivos.

Al final, como inversores con espíritu empresarial, lo que nos importa siempre es el perfil de oportunidad-riesgo de una posible inversión, es decir, entre otras cosas, su valoración. Y siempre hay fases del mercado en las que precisamente estos modelos de negocio cíclicos se ven castigados en exceso y, por lo tanto, resultan interesantes para el inversor con visión a largo plazo. Además, los fabricantes de automóviles alemanes cuentan con un historial de dividendos que, en los últimos años, ha compensado las fluctuaciones de precios (en algunos casos bastante pronunciadas), y que no debe pasarse por alto a la hora de evaluar la rentabilidad de una inversión.

→ **¿Siguen siendo actuales la filosofía y la estrategia de inversión?**

Estamos firmemente convencidos de que nuestro enfoque activo y prudente desde el punto de vista comercial ofrece un valor añadido a muchísimos inversores, aunque siempre haya fases en las que pueda percibirse como aburrido y obsoleto porque se queda rezagado con respecto al mercado general. Sin embargo, a largo plazo ha dado sus frutos. Y confiamos en que seguirá haciéndolo en el futuro.

Aunque eso no significa que no lo cuestionemos una y otra vez y que, si es necesario, lo adaptemos o lo perfeccionemos.

→ **¿Por qué es tan baja la proporción de renta fija en sus principales fondos multiactivos?**

En última instancia, siempre se trata de evaluar el perfil de oportunidad y riesgo de una inversión o de una clase de activos. Y, en la actualidad, las valoraciones de las acciones «similares a los bonos», es decir, las de empresas de sectores defensivos, son en algunos casos mucho más atractivas que las de sus homólogas en el mercado de renta fija.

Se trata de una situación puntual, que podría cambiar rápidamente si surgieran oportunidades en el mercado de renta fija. La estrategia es lo suficientemente flexible como para poder reaccionar con rapidez ante ello.

→ **¿Sigue siendo el oro un «refugio seguro»?**

En nuestra opinión, el oro (tanto físico como no físico) debería ser y seguir siendo un componente esencial de un patrimonio bien diversificado: un seguro frente a los riesgos conocidos y desconocidos del sistema financiero. A sabiendas de que el precio del oro puede registrar a veces fluctuaciones muy pronunciadas. En este sentido, la necesidad de un enfoque de inversión a largo plazo se aplica probablemente más al oro que a otras clases de activos. A corto plazo, este metal precioso no sirve como protección frente a la inflación ni frente a las crisis. Sin embargo, a largo plazo, siempre ha cumplido su función de reserva de valor.

→ **¿Qué pasaría si se intensificaran las guerras en Oriente Próximo y Ucrania, así como el conflicto en torno a Taiwán?**

Nunca se pueden descartar este tipo de escenarios. Sin embargo, ninguna estrategia de inversión sería debería basarse únicamente en las situaciones catastróficas que podrían darse. Invertir dinero siempre tiene que ser, y seguir siendo, algo constructivo. Alguien que siempre se base en la hipótesis de que va a pasar lo peor al final no podrá mantener el poder adquisitivo de su patrimonio. En este sentido, es fundamental tener una visión constructiva del riesgo. Es decir, diversificar el patrimonio tan ampliamente como sea posible para que los inversores no sufran grandes pérdidas en caso de que se produzcan turbulencias en los mercados de capitales, sin por ello renunciar a todo el potencial de rentabilidad. Para ello, hay que tener cierta tolerancia a las fluctuaciones. ♦



Cuando el mercado sube,
los inversores no deben perder
de vista la realidad. Un ejemplo
de ello son las acciones de los fabricantes
de bienes de consumo.

Fuera del foco

Simon Jäger

Cuando en el escenario todos los focos se proyectan sobre una estrella y el clamor alcanza su punto álgido, puede que merezca la pena echar un vistazo a un lado. Al menos así es en la bolsa, donde constantemente se observan excesos

Actualmente, todas las miradas se centran en la inteligencia artificial. El auge en torno a su crecimiento da paso a la euforia, se ignoran los riesgos y las valoraciones pasan a un segundo plano para los inversores. Estos apuestan por el crecimiento, sin importar lo que cueste o lo vulnerable que pueda llegar a ser un modelo de negocio.

Aunque pueda parecer una actitud titubeante, es precisamente en esos momentos cuando es importante afrontar la realidad. ¿Hasta qué punto son previsibles y duraderos los beneficios de los proveedores del sector de la IA? ¿Cuánto se paga por cada euro de beneficio de estas empresas? ¿Hasta qué punto son seguros sus modelos de negocio de cara al futuro? Cuando resulta difícil responder a estas preguntas, suelen darse oportunidades en otros ámbitos: acciones que pasan desapercibidas en el mercado, pero que quizá sean más predecibles que las inversiones en el sector de la IA.

Un ejemplo de ello son las empresas defensivas de bienes de consumo (Consumer Staples).. Todo el mundo conoce sus productos del supermercado o de la tienda de la esquina. El sector de los productos de consumo básico se sustenta en sus marcas sólidas: el café, la granola o los dulces forman parte de su gama de productos.

LA SELECCIÓN ES LA CLAVE

Las acciones del sector del consumo se enfrentan sin duda a unos vientos en contra que hay que tener en cuenta. Una de estas es, por ejemplo, la demografía. La población mundial crece a un ritmo menor que antes, mientras que la de China está disminuyendo. Las marcas blancas de las cadenas de distribución complican las cosas para las marcas de las empresas de bienes de consumo. Los conflictos bélicos se multiplican y provocan subidas de los precios de la energía,

como demuestra el ejemplo de Irán. Todo ello puede afectar a los beneficios de los proveedores de bienes de consumo.

Al mismo tiempo, las grandes marcas no se quedan estancadas en el *statu quo*. Menos de la mitad de la facturación de Nestlé procede de los alimentos tradicionales. La empresa ha ampliado su oferta y, en la actualidad, también está presente en los sectores del cuidado de animales, la alimentación infantil, la nutrición y café.

Empresas como Unilever o Nestlé apuestan por las ofertas «premium» en su gama de productos en los segmentos de los productos de belleza y cuidado de la piel (Beauty) o de café, cuyos beneficios han aumentado considerablemente. Una población cada vez de mayor edad y con un buen nivel económico podría cambiar sus hábitos de consumo en el futuro. Las personas mayores suelen preferir productos distintos a los de los jóvenes. Las nuevas tendencias exigen agilidad, una cualidad especialmente importante para las grandes empresas. De cara al futuro, el tamaño y la cuota de mercado podrían ser quizás menos importantes que la capacidad de adaptación.

Además de los productos, la gestión sigue teniendo un papel importante. En este aspecto puede marcarse una gran diferencia. Por ejemplo, Nestlé: su exdirector general Mark Schneider emprendió numerosas adquisiciones. En nuestra opinión, esto no solo hizo que la empresa dejara de centrarse en lo esencial, sino que también provocó un aumento importante de los costes y un deterioro del balance. Tras el cambio de dirección, la empresa vuelve a hacer hincapié en las grandes marcas rentables y en la eficiencia operativa.

O Unilever: también en este caso hay un nuevo equipo directivo que vuelve a centrarse en los principales motores del negocio. Estos ejemplos demuestran que, también en el sector de los productos de consumo básico, no todo gira en torno a la oferta de productos. La aplicación concreta y pragmática de una idea en el día a día del negocio es por lo menos igual de importante.



Sin embargo,
dada su previsibilidad,
pueden ser los
«mejores bonos» dentro
de una cartera mixta.

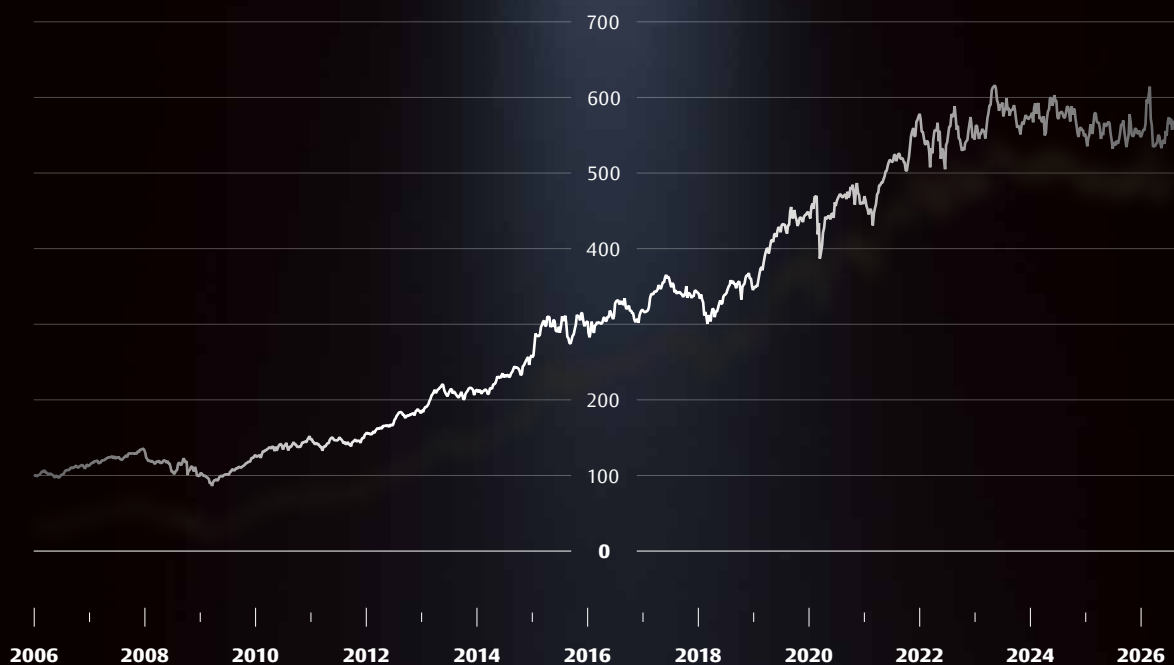
LOS MEJORES BONOS

Las acciones de bienes de consumo defensivas tal vez no ofrezcan la misma rentabilidad que los valores de calidad con un fuerte crecimiento. Sin embargo, dada su previsibilidad, pueden ser los «mejores bonos» dentro de una cartera mixta. Su flujo de caja libre, es decir, el dinero que queda tras todas las inversiones y gastos, se asemeja a un cupón de intereses que los inversores perciben anualmente. Hace muchos años que no se registraba una tasa de rentabilidad tan elevada como los de los últimos tiempos en este segmento. La relación entre el flujo de caja libre anual previsto y la capitalización bursátil actual de algunas empresas es de casi el 6%. Según este cálculo, al cabo de 17 años, el comprador de una empresa de este tipo – o, más concretamente, de sus acciones – habría recuperado el capital invertido. Por supuesto, se trata de un cálculo un tanto simplista, pero pone de manifiesto el atractivo fundamental de este tipo de valores, sobre todo en comparación con los bonos.

El riesgo de fluctuaciones temporales de los precios es secundario para quienes invierten a largo plazo en varias de estas acciones ([véase el gráfico](#)). Las rentabilidades más elevadas ponen de manifiesto su atractivo en comparación con los bonos de calidad similar.

CONCLUSIÓN

Los inversores que, como nosotros, prevean que estas empresas crecerán ligeramente a medio plazo, encontrarán actualmente en el sector de los bienes de consumo oportunidades interesantes que, a diferencia de los bonos, ofrecen, además de una valoración atractiva, protección frente a la inflación. Las ofertas especiales no solo se encuentran en el supermercado, sino también en la bolsa. ♦



Estabilidad en cartera

Evolución indexada de una cesta compuesta por seis valores de consumo
(Nestlé, Unilever, Reckitt, PepsiCo, Procter & Gamble y L'Oréal)
durante los últimos 20 años
(datos en euros, índice base 2006 = 100)

El presente documento no constituye una oferta de venta, compra o suscripción de valores u otros títulos.

La información contenida no constituye un asesoramiento de inversión ni ninguna otra recomendación.

La rentabilidad histórica no es un indicador fiable de los resultados futuros.

Fuente: LSEG Datastream, Flossbach von Storch, datos a 10 de agosto 2026

Lars Conrad

RENTA FIJA LA RECONSTRUYE DE LA

La renta fija vuelve a resultar atractiva para los inversores.
Al menos, si se invierte bien.
Mostramos en tres gráficos por qué.

En los últimos meses se han batido varios récords en los mercados financieros. Aparte de la inteligencia artificial, los chips de memoria y la alta tecnología, una clase de activos en la que se invierte la mayor parte del patrimonio a nivel mundial ha registrado una remontada: los rendimientos de muchos bonos de alta calidad crediticia han alcanzado hace poco su nivel máximo en más de veinte años.

Este es el caso, al menos, de los bonos del Estado de los grandes emisores. La deuda pública alemana a diez años ofrecía últimamente un rendimiento superior al 3%, mientras que los títulos estadounidenses («treasuries») y los británicos («gilts») – alcanzaban incluso cerca del 5%. Se trata de unos tipos de interés que no se veían en el mercado desde hace cerca de veinte años (véase el gráfico 1).

Recientemente, han recibido un impulso adicional debido a una nueva escalada del conflicto de Oriente Próximo. El aumento de los precios de la energía agrava los temores inflacionistas, lo que a su vez eleva las expectativas sobre los tipos de interés. Además, ante el endeudamiento público cada vez más desbordado, aumentan los rendimientos previstos. Incluso Japón, un país que durante muchos años se ha caracterizado por unos tipos de interés en torno a cero e incluso negativos, ha experimentado recientemente un marcado repunte de los rendimientos.

Mientras los ministros de Hacienda se angustian, muchos inversores se ale-

gran de que los bonos de alta calidad crediticia vuelvan a ofrecer unos ingresos corrientes atractivos. Su ventaja es que el rendimiento corriente, también denominado cupón o «carry», puede percibirse sin verse afectado en absoluto por las fluctuaciones de precios a

Al mismo tiempo, las curvas de tipos, que reflejan los rendimientos de los bonos para distintos vencimientos, se han normalizado de nuevo en muchos mercados. Esto genera un potencial de rentabilidad adicional. Es el caso, por ejemplo, del denominado «efecto

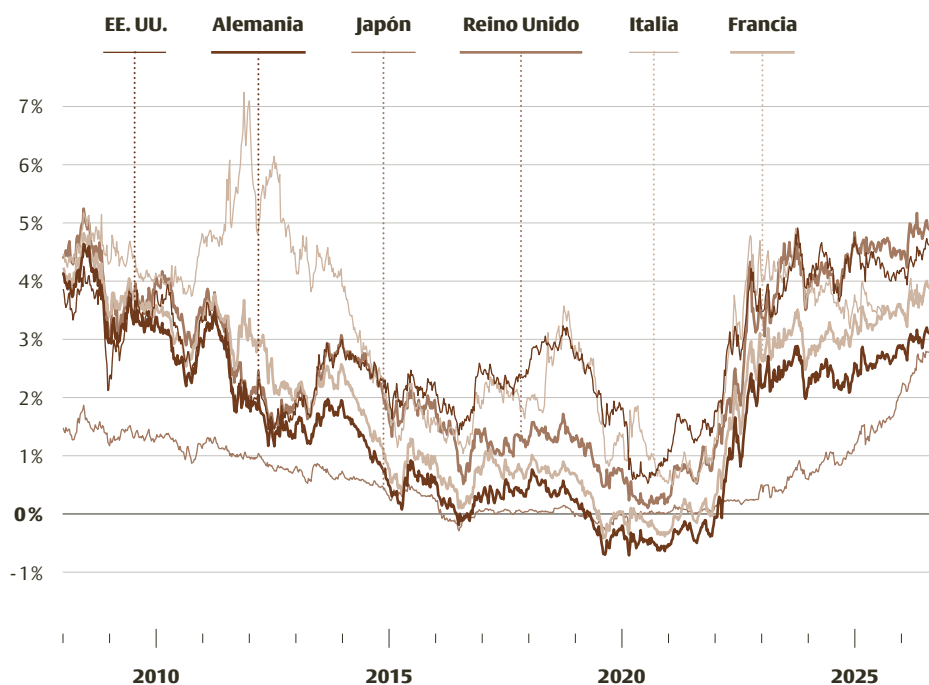


Gráfico 1

Los rendimientos son atractivos en términos históricos desde nuestro punto de vista

Rendimientos nominales de la deuda pública a 10 años

La rentabilidad histórica no es un indicador fiable de los resultados futuros.

Fuente: Bloomberg, Flossbach von Storch, datos a 7 de agosto 2026

corto plazo y es que los bonos se negociaban a diario en los mercados. Cuando cambian las expectativas de los inversores, esto se refleja en las cotizaciones. La buena es que si en algún momento el mercado de renta fija entrara en una fase bajista, el 'carry' ofrece ahora un buen colchón.

roll-down», es decir, cuando los bonos, a medida que avanzan en su vida residual, «se desplazan» a lo largo de la curva de tipos. Si se venden antes de su vencimiento, se obtienen plusvalías de los títulos con vencimiento más largo, ya que ofrecen un interés más elevado que los títulos a corto →

plazo. Estos dos efectos por sí solos mejoran notablemente las perspectivas de rentabilidad a largo plazo en comparación con los años de «sequía» caracterizados por un entorno de tipos bajos.

UNA RELACIÓN ATRACTIVA ENTRE OPORTUNIDADES Y RIESGOS

Si los tipos de interés vuelven a bajar próximamente, habrá potencial de plusvalías adicionales. Y es que parece bastante improbable que los tipos de interés sigan subiendo. Con los niveles alcanzados hasta ahora, aumentan los costes de financiación de los Estados, las empresas y los ciudadanos.

Esta carga supone un enorme efecto de frenado. Las inversiones para las empresas se encarecen, así como los créditos inmobiliarios o al consumo. Los gobiernos también se ven afectados: especialmente en países muy endeudados, como Francia o Italia, el aumento de los gastos por intereses limita cada vez más el margen de maniobra en materia de política fiscal. O, dicho de otro modo: cuanto más altos sean ya los rendimientos, menos posibilidades de alza duradera presentan los tipos de interés.

Hace unos pocos años, los tipos ya subieron considerablemente. Tras la invasión de Ucrania por parte de Rusia, los precios de la energía se dispararon. Sin embargo, en comparación con el conflicto de Oriente Próximo, últimamente ha habido una diferencia importante:

la crisis de los precios de la energía de 2022 se produjo (tras la COVID) en un contexto de inflación notablemente más alta, una política monetaria muy expansiva y unos rendimientos de los mercados de capitales bastante más bajos.

Actualmente, las cifras de inflación son considerablemente más bajas. La postura de política monetaria es mucho más restrictiva y los rendimientos de los bonos ya se sitúan en un nivel elevado. En nuestra opinión, hay varios motivos por los que el riesgo de que se produzca una nueva espiral ascendente de inflación e intereses es bastante más reducido.

Incluso habida cuenta de las recientes tensiones geopolíticas, es probable que, a corto plazo, la atención vuelva a centrarse no solo en la inflación, sino también en la debilidad de la economía. Se trata de un entorno en el que suele haber demanda de bonos de alta calidad.

Recapitulando

Los elevados ingresos corrientes, el potencial de rentabilidad adicional derivado del rendimiento corriente y del efecto «roll-down», así como una relación oportunidad-riesgo atractiva en términos históricos, son actualmente puntos a favor de la renta fija. Al mismo tiempo, los rendimientos ya alcanzados frenan cada vez más de forma natural la posibilidad de que los tipos de interés sigan subiendo de forma indefinida.

La alta calidad ofrece una remuneración atractiva

Sin embargo, no todos los bonos son iguales. Los bonos corporativos ofrecen tradicionalmente unas primas de rentabilidad atractivas con respecto a la deuda pública. Por lo tanto, constituyen un importante componente de rentabilidad en una cartera de renta fija bien diversificada.

Últimamente, los inversores activos han vuelto a obtener unos excedentes de rentabilidad interesantes, sobre todo en el segmento de grado de inversión. Los diferenciales de rentabilidad entre los bonos con muy buena calificación crediticia y los de alto rendimiento se situaban recientemente cerca de los niveles más bajos de los últimos diez años (véase el gráfico 2).

En otras palabras: actualmente, los inversores solo se ven compensados con un excedente de rentabilidad relativamente reducido a cambio del riesgo de impago y de volatilidad bastante mayor que presentan los bonos de alto rendimiento. Una evolución que, en nuestra opinión, ha sido últimamente un gran punto a favor de los bonos corporativos de alta calidad.

Además, la oferta de bonos corporativos de calificaciones más altas ha aumentado considerablemente en los últimos tiempos. Esto se ha debido, entre otras cosas, a las importantes emisiones de bonos realizadas por las grandes empresas tecnológicas para financiar sus inversiones en infraestructuras de IA. En consecuencia, los rendimientos en este segmento han repuntado considerablemente. Así

pues, los inversores pueden obtener actualmente unos ingresos corrientes atractivos, incluso con títulos de empresas que presentan un buen riesgo crediticio y una buena solvencia.

geopolítica y de las fluctuaciones que ha habido en este periodo, los rendimientos de los denominados bonos de alto rendimiento vuelven a situarse ahora cerca de mínimos históricos.



Gráfico 2

Primas de riesgo reducidas de los bonos de menor solvencia

Diferencial de rendimiento de los bonos corporativos a 7 años denominados en euros con calificación BB y AA (datos semanales desde marzo de 2016)

La rentabilidad histórica no es un indicador fiable de los resultados futuros.

Fuente: Bloomberg, Flossbach von Storch, datos a 7 de agosto 2026

MENOS MARGEN EN LOS BONOS DE ALTO RENDIMIENTO

En el otro extremo del mercado de renta fija, el panorama es totalmente diferente. A pesar de la incertidumbre

Esto refleja el optimismo del mercado: al parecer, el riesgo asociado a los títulos de emisores de menor calificación crediticia no se considera especialmente elevado. Así, el mero hecho de que las primas de riesgo volvieran en el futuro a los niveles medios →

históricos podría hacer caer bastante la rentabilidad en el segmento de alto rendimiento.

LA CALIDAD GENERA ESTABILIDAD Y LIQUIDEZ

Por lo tanto, en nuestra opinión, la deuda corporativa de alta calidad no solo ofrece actualmente una relación oportunidad-riesgo más atractiva, sino que también mejora la estabilidad de una cartera. Otra ventaja es que los bonos con buena calificación crediticia suelen tener una mayor liquidez en el mercado, lo que puede suponer una ventaja importante, sobre todo en períodos de volatilidad en la negociación. Si, por ejemplo, en caso de acontecimientos de actualidad excepcionales, se lanzan simultáneamente al mercado muchos títulos de un mismo emisor, debería haber suficientes inversores interesados en comprarlos. En un mercado con poca liquidez, puede haber un riesgo de caídas de precios.

Recapitulando

Los bonos corporativos siguen siendo un componente de rentabilidad atractivo en una cartera gestionada de forma activa. Sin embargo, últimamente hemos observado que el segmento de grado de inversión de alta calidad ofrece el mayor valor añadido. En nuestra opinión, el excedente de rentabilidad de los bonos de alto rendimiento no compensa suficientemente el mayor riesgo en estos momentos.

Más que simplemente el cupón: la rentabilidad proviene de muchas fuentes

La renta fija no es una libreta de ahorro. El rendimiento corriente de un bono es un componente importante de la rentabilidad, pero no el único, ni mucho menos. Precisamente en un contexto marcado por los riesgos geopolíticos, unos ciclos económicos divergentes y unas políticas de los bancos centrales que van en direcciones opuestas, pueden surgir numerosas oportunidades adicionales. Una cartera de renta fija gestionada activamente puede aprovecharlas de manera selectiva y adaptarse con flexibilidad a las nuevas condiciones del mercado.

Las oportunidades más atractivas suelen surgir allí donde los índices de renta fija tradicionales no las reflejan adecuadamente. Los fondos o ETF que siguen un índice de referencia suelen ponderar a los emisores en cartera en función de su volumen de deuda en circulación. Esto hace que los Estados o las empresas con un nivel de endeudamiento especialmente elevado tengan automáticamente un mayor peso. Un enfoque activo puede evitar estas distorsiones y asignar el capital de forma selectiva a aquellos segmentos donde la relación entre oportunidad y riesgo resulte más atractiva.

¿Cómo funciona en la práctica la selección activa de bonos? Se trata esencialmente de explotar todas las oportunidades de rentabilidad que ofrece esta clase de activos. Un factor clave que influye en la rentabilidad de los bonos es la denominada «duración», es decir, la sensibilidad de una cartera a los tipos de interés. Además, si los rendimientos de los mercados de capitales bajan, los bonos también pueden beneficiarse de plusvalías.

La medida en que una cartera se beneficiará de ello vendrá determinada por una gestión activa y selectiva de la duración. La base de esto es un posicionamiento adecuado a lo largo de la curva de tipos. Y es que lo determinante no es solo el grado de sensibilidad a los tipos ante las fluctuaciones del mercado de renta fija, sino también los vencimientos en los que se invierte.

En función de la fase del mercado, los distintos segmentos de la curva de tipos ofrecen unas oportunidades atractivas. Una gestión flexible permite aprovechar las oportunidades de forma selectiva y limitar de forma deliberada los riesgos, por ejemplo, en el tramo a muy largo plazo.

UNA GESTIÓN ACTIVA
PERMITE EXPLOTAR
TODAS LAS FUENTES
DE RENTABILIDAD

Sin embargo, en última instancia, en cualquier situación del mercado se aplica esto: no hay que apostar todo a una sola carta. La selección de las zonas monetarias y los mercados regionales también contribuye de manera significativa a la rentabilidad total. Efectivamente, las distintas economías no suelen evolucionar al mismo ritmo, lo que abre nuevas posibilidades de diversificación. Además, los bonos indexados a la inflación pueden reforzar la solidez de la cartera y ejercer un efecto estabilizador, especialmente en períodos de subida de la inflación.

Las estrategias flexibles también permiten aprovechar las oportunidades que ofrece el mercado a través de otros

componentes de rentabilidad, por ejemplo, mediante el uso selectivo de opciones, la selección específica de bonos corporativos o ajustes de carácter oportunista de los riesgos crediticios. Y aún más: a ello hay que añadir los rendimientos adicionales proporcionados por el denominado «efecto roll-down», que, en caso de estructura normal de las

Recapitulación

Hoy en día, el éxito de una cartera de renta fija depende de mucho más que del cupón. Una gestión activa ofrece numerosas fuentes de rentabilidad adicionales, desde la gestión de la duración y el posicionamiento a lo largo de la curva de tipos, hasta la selección específica de

	Efecto de base	Curva de tipos
Inflación	Prima de riesgo	Liquidez
	Volatilidad	Sensibilidad a los tipos
«Roll-down»	Ingresos corrientes	Divisa

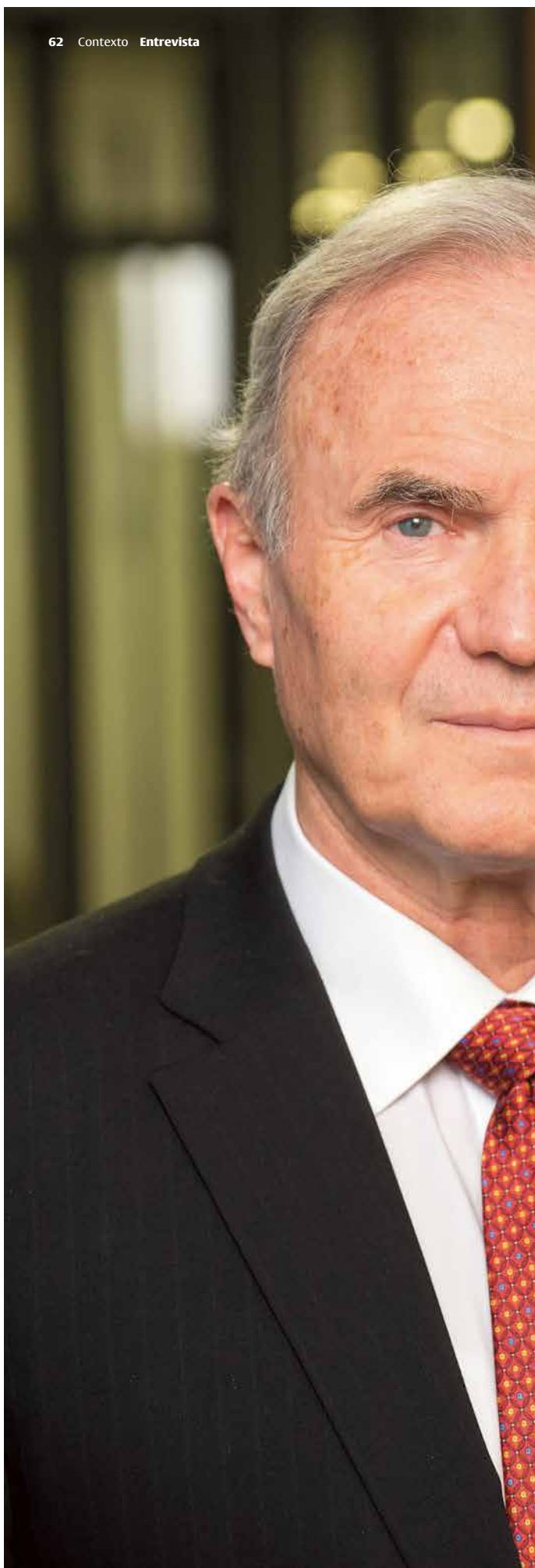
Gráfico 3
Más que simplemente el cupón: la rentabilidad proviene de muchas fuentes

Fuente: Flossbach von Storch

curvas de tipos, puede ofrecer un potencial de rentabilidad suplementario. Solo la combinación de estas diferentes fuentes de rentabilidad hace que una cartera de renta fija gestionada de forma activa sea más resistente y dependa menos de un único escenario de mercado.

países, instrumentos y riesgos de crédito. Precisamente en un entorno de mercado incierto, esta flexibilidad se convierte en una ventaja competitiva decisiva. ◆

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



«¿Es más difícil hoy en día la política monetaria, señor Issing?»

En la época en que se introdujo el euro, Otmar Issing era economista jefe del Bundesbank – el banco central alemán – y luego lo fue del Banco Central Europeo (BCE). En una entrevista con Marius Kleinheyer, Senior Research Analyst del Flossbach von Storch Research Institute, habla de su último libro, *«Von der DM zum Euro»* (*Del marco alemán al euro*). He aquí un extracto.

Profesor Issing, usted contribuyó a sentar las bases para la introducción del euro, primero en el Bundesbank a partir de 1990 y luego en el BCE, entonces recién creado, a partir de 1998. En aquel entonces, algunos pronosticaban el fracaso de la moneda única. Entre estos destacaba especialmente el premio Nobel Milton Friedman, considerado sin duda el representante más importante del monetarismo, con quien usted mantuvo contacto en aquella época.

Sí, teníamos una amistad típica estadounidense, basada en el compañerismo. Con motivo de mi nombramiento en el BCE, me envió una carta en la que decía lo siguiente: «Estimado Otmar: Ya sabes que no me entusiasma el euro. Estoy convencido de que fracasará pronto. Pero como ahora estás en el BCE, durará un poco más». A partir de ahí, fue posponiendo año tras año su pronóstico sobre el fracaso del euro. Independientemente de lo que se piense hoy en día del euro, tras más de 25 años ya no se puede hablar de fracaso.

En junio de 1998 se instaló en su despacho del BCE. A continuación, quedaba aproximadamente medio año para sentar las bases de la política monetaria que debía ponerse en marcha en diciembre. ¿Cómo fue el inicio?

Cuando empezamos, ni siquiera se había colocado aún la moqueta en mi despacho. No había estadísticas. Además, éramos un equipo pequeño, con solo 470 empleados, incluido el ascensorista, frente a los 55.000 empleados de los bancos centrales nacionales. Algunos medios de comunicación críticos, como el Financial Times, se burlaban de esto. Pero queríamos conseguir una moneda estable. Y el presidente Wim Duisenberg me había dado total libertad para desarrollar una estrategia para el BCE. En resumidas cuentas, fue entonces cuando surgió la estrategia de los dos pilares, cuya idea central sigue determinando hasta hoy la política monetaria del BCE: por un lado, está la evolución monetaria; por otro, la evolución de la inflación, los precios y los costes. A continuación, los datos se comprueban mediante lo que llamábamos «crosschecking» y, a partir de ahí, se elaboran recomendaciones. Si los datos coinciden, es fácil. Si los datos se contradicen, hay que decidir a cuál se da prioridad.

En cambio, el objetivo de inflación del BCE ha seguido una evolución interesante. Al inicio del euro, era «por debajo del 2 %»; después, «un objetivo del 2 %». A continuación, pasó a ser «un 2 % de media» ...

... mejor digamos «a medio plazo». «Media» significa que hay que corregir las desviaciones. El origen radica en que los Estatutos del BCE establecen que la función del banco central es mantener la estabilidad de precios. Pero, ¿qué se entiende por eso? Lo normal sería suponer que, si los precios se mantienen estables, el aumento del nivel de precios es nulo. Sin embargo, esto suscita objeciones y la comunidad científica se había puesto de acuerdo, en mayor o menor medida, en que el concepto de «estabilidad de precios» se correspondía con una inflación del 2 % anual. Así que presenté esa propuesta... y en el Consejo de Gobierno todos se opusieron.

Una situación complicada.

Mi ventaja era que había tres grupos diferentes que se oponían a ello. El primero decía: «¿por qué tenemos que fijar un objetivo? Si no lo alcanzamos, seremos objeto de críticas». Y el Bundesbank tampoco tenía un objetivo explícito de inflación. El segundo grupo consideraba que un máximo del 2 % era demasiado ambicioso. De hecho, la tasa de inflación media anual durante los 50 años en los que tuvimos el marco alemán —y fueron exactamente 50 años— se había situado entre el 2,7 % y el 2,8 %. Es decir, ¿queríamos ser más ambiciosos que el Bundesbank? Y el tercer grupo remitía a la tasa de inflación en la zona euro, que en aquel momento se situaba por encima de la cota del 1 %. Teniendo esto en cuenta, podría malinterpretarse el hecho de hablar de un objetivo del 2 %, como si fuéramos a hacer todo lo posible por hacer subir la tasa de inflación. Como solución intermedia, acordamos entonces utilizar la expresión «por debajo del 2 %». Desde el principio tuve claro que, tarde o temprano, habría que corregirlo. Y así fue, y me parece lo correcto.

A pesar de todas las predicciones pesimistas, la moneda única arrancó con una gran estabilidad. Los años siguientes hasta 2006, cuando usted dejó el BCE, transcurrieron sin problemas.

La verdad es que yo no diría eso de «sin problemas». Poner en marcha con éxito el euro fue una tarea sin precedentes en la historia de las monedas. Once países soberanos habían cedido la competencia en materia de política monetaria a →

una institución europea y habían renunciado a su propia moneda. Había muchas cosas que podrían haber salido mal. Sin embargo, teníamos nuestra estrategia y la anunciamos con dos meses de antelación. Estaba convencido de que lo conseguiríamos. Sin embargo, nadie esperaba que todo saliera tan bien. De vez en cuando he recurrido a la imagen del economista de Marte, al que se le proporcionarían todos los datos estadísticos correspondientes a ese periodo. A continuación, debería determinar si encuentra un indicio de algo digno de señalar. Los tipos de interés a largo plazo, las expectativas de inflación... No se produjo ni un salto ni un bache en ningún ámbito.

Sin embargo, tras su salida del BCE, la situación cambió rápidamente. Primero llegó la crisis financiera, luego la crisis del euro y, por último, Mario Draghi con su declaración de «whatever it takes», cueste lo que cueste. ¿Fue ese un momento especialmente audaz? ¿O acaso el BCE aprovechó la crisis para adquirir una cierta relevancia?

Le voy a dar un poco de contexto. En julio de 2012, Draghi afirmó: «Haremos todo lo que haga falta para salvar el euro y lo conseguiremos». Si observamos los gráficos de los tipos de interés a largo plazo de aquella época, vemos que las primas de riesgo — es decir, los diferenciales de tipos de, por ejemplo, los bonos italianos con respecto a los alemanes, pero también de los bonos griegos y españoles, que se habían disparado anteriormente — volvieron a descender precisamente en el momento en que se hizo esa declaración. Desde ese punto de vista, fue la estrategia de comunicación más exitosa que ha existido jamás, y todo ello sin que el BCE tuviera que dedicar un solo euro a ello.

Pero eso no fue lo único que hizo Draghi con esa declaración.

Lo que permaneció es algo muy peligroso. Y es que, con esta declaración, el BCE asumió la responsabilidad política de la integridad de la unión monetaria, conforme al principio de que ningún país debe abandonar la unión. Ese fue el desenlace fatal. Un banco central independiente — una institución que, por su propia naturaleza, es totalmente apolítica — ha asumido una responsabilidad que, en esencia, corresponde a los gobiernos nacionales. Pero los gobiernos de entonces no tenían ni la capacidad ni la voluntad de salvar la situa-

ción. Se trataba de la deuda pública; de los intereses de la deuda pública, que no son de la incumbencia del BCE. Y esa asunción de responsabilidad política supone para mí una carga muy pesada.

¿Diría usted que hoy en día es más difícil alcanzar el objetivo de inflación del 2 % fijado por el BCE que hace 20 años?

Para valorarlo, habría que tener en cuenta varios aspectos. Para empezar, hay guerra en Ucrania y en Irán. Por lo tanto, se plantean algunas preguntas: ¿cuánto tiempo durarán estos conflictos? Y, en relación con esto, ¿cómo seguirá evolucionando la subida del precio del petróleo y, en general, de los precios de la energía? Podría convertirse en un periodo difícil y largo, o quizá no, pero supondría sin duda un golpe temporal.

¿Y qué más?

Se mantiene un elevado nivel de endeudamiento, y es probable que crezca. Además, en las sociedades que envejecen, aumentan los gastos en sanidad y en pensiones y disminuye la población activa. Entonces, la estabilidad de los precios significaría que otros bienes tendrían que abarataarse. A los bancos centrales les espera una época muy difícil. Y, de nuevo, esperemos que esta guerra con Irán sea solo temporal. De lo contrario, supondría un golpe más.

En realidad, se suponía que los criterios de Maastricht acordados iban a ejercer presión en materia de política fiscal sobre los países miembros de la zona euro. Ahora, parece que el BCE está asumiendo la deuda pública de los países europeos.

No, ahora mismo no lo está haciendo. Sin embargo, sí lo hizo en gran medida durante la década de 2010. Las compras masivas de bonos del Estado beneficiaron en aquel momento sobre todo a los países más endeudados. En este punto, debo recordar a Helmut Kohl. Para él, la unión monetaria era un proyecto político. Cuando presentó el Tratado de Maastricht en el parlamento federal alemán en Bonn, dijo que sería descabellado querer crear una unión monetaria sin una unión política al mismo tiempo. En aquel entonces se pusieron en marcha dos proyectos: uno para la unión monetaria y otro para la unión política. Sin embargo, el relativo a la política no llegó a arrancar. Y entonces se puso en marcha la unión monetaria, cuyo aspecto fiscal es el punto débil del sistema.

¿Por qué no ha funcionado el Pacto de Estabilidad y Crecimiento?

En 2003, Alemania y Francia incumplieron el Pacto de Estabilidad. Alemania había superado el límite máximo de déficit del 3% del producto interior bruto. Entonces tuve que ser testigo de cómo Alemania evitó la imposición de sanciones. En aquel momento, el Consejo de Ministros debería haber seguido las recomendaciones de la Comisión Europea y haber aprobado sanciones. Sin embargo, Italia también se enfrentaba a dificultades, por lo que los representantes de los tres grandes Estados bloquearon la mayoría, suspendieron el procedimiento y, en su lugar, se comprometieron a aplicar medidas de austeridad sin que se les impusiera ninguna sanción inmediata. Con ello, el pacto quedó tan menoscabado que nunca volvió a recuperarse. Todas las «reformas» posteriores solo han servido para que todo se haya vuelto cada vez más complicado y para que el Pacto de Estabilidad haya ido perdiendo cada vez más fuerza.

Y luego, la deuda pública se ha disparado, lo que hoy en día también supone un problema para la política monetaria, ya que una subida de los tipos de interés podría comportar dificultades para algunos países.

En la actualidad, el endeudamiento público en todo el mundo es mayor que el que había tras la Segunda Guerra Mundial. Imagínese: desde un punto de vista histórico, los niveles de deuda más elevados siempre se han registrado al finalizar una gran guerra, que a menudo se había financiado imprimiendo billetes. Ahora nos encontramos en esta situación y a ello hay que añadir el envejecimiento de la sociedad.

¿Diría usted que los eurobonos podrían ser una vía o un punto de partida para una unión política?

No. Por el contrario, estoy convencido de que los eurobonos socavan la idea de una unión política. Los eurobonos, tal y como los conciben la mayoría, son, en definitiva, bonos que se emiten para financiar medidas europeas, y que quizá también se distribuyan entre algunos países que no pueden permitírselos. Todos responden de ellos, sin que por ello se renuncie a la soberanía fiscal de los países.

Muchas gracias por la entrevista, profesor Issing.

Puede accederse a la entrevista completa en alemán aquí

(Puedes activar los subtítulos correspondientes)



ACERCA DE LA PERSONA

Otmar Issing

Además de su carrera académica – en particular, el profesor Otmar Issing dirigió, entre 1973 y 1990, el Instituto de Economía, Sistema Monetario y Relaciones Económicas Internacionales de la Universidad de Würzburg –, Issing fue miembro del Kronberger Kreis (Círculo de Kronberg) hasta 1990 y formó parte del Consejo de Expertos. En 1990 fue nombrado economista jefe y miembro del Comité Ejecutivo del Bundesbank. En 1998 asumió las mismas funciones en el recién creado BCE. En 2006 dejó el BCE a la edad de 70 años. A continuación, Issing fue durante muchos años presidente del Center for Financial Studies (CFS) de Fráncfort y fue nombrado doctor honoris causa por la Universidad Goethe. Ostenta una larga lista de cargos como asesor.

Su último libro, «*Del marco alemán al euro*», fue publicado en 2024 por la editorial Vahlen de Múnich y recoge «las memorias del economista jefe», tanto sobre su carrera académica como sobre los cargos que ocupó en ambos bancos centrales.



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.

Bonos de alto rendimiento (high yield) – Bonos que ofrecen cupones más elevados y que, por lo general, son emitidos por entidades con una menor calidad crediticia.

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.

Fondos Europeos de Inversión a Largo Plazo (ELTIF) – Fondos que pueden invertir en capital riesgo (private equity), deuda privada, proyectos de infraestructuras o empresas no cotizadas.

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.

INFORMACIÓN SOBRE EL MATERIAL FOTOGRÁFICO

Derechos de autor: © Markus Taubeneck, Ilustración (página de título, p. 2); © Marc Comes, CHB-P (p. 3); © Lucia Kindernayova, Getty Images (p. 5 arriba); © Jan Brueghel (II), Satire of Tulipmania, c. 1640, Frans Hals Museum, Haarlem (p. 5 central); © Jack Sooksan, Getty Images (p. 5 debajo); © Lucia Kindernayova (p. 6); © Iigora, Getty Images (p. 12); © Jinhe Li (p. 15); © Markus Taubeneck, Ilustración, IA ChatGPT (p. 18–21); © Carolin Euskirchen, Ilustración (p. 22, 24, 27); © Markus Taubeneck, Ilustración (p. 30–39); © Jan Brueghel (II), Satire of Tulipmania, c. 1640, Frans Hals Museum, Haarlem, purchased with the support of the Rembrandt Society (p. 40, 42); © Cavan Images, Frank Schemmann (p. 44–47); © Marc Comes, CHB-P (p. 48–51); © Nastco, Getty Images (p. 52, 55); © Jack Sooksan, Getty Images (p. 56); © Otmar Issing, privado (p. 62); © Marc Comes, CHB-P (reverso)

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 Breidbach, 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: 13 de agosto de 2026

ES 112 0826 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, Dr. Bert Flossbach, Jens Hagen, Simon Jäger, Dörte Jochims, Marius Kleinheyder, Shenwei Li, Julian Marx, Christian Panster, Prof. Dr. Gunther Schnabl, Kurt von Storch, Norbert F. Tofall

Diseño: Markus Taubeneck y Heller & C

Impresión: TheissenKopp GmbH

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



Flossbach von Storch