

# GESTORES

La revista más exclusiva de fondos de inversión

#13 / ABRIL 2025

PORTADA

**LA INCERTIDUMBRE  
POLÍTICA PROVOCA  
EL DESCENSO DE  
LOS BENEFICIOS Y EL  
AUMENTO DE LA PRIMA  
DE RIESGO DE EE.UU.**



## ENTREVISTA

**“EN ALGÚN LUGAR DEL MUNDO,  
HAY UN MERCADO ALCISTA,  
Y ESO SEGUIRÁ SIENDO ASÍ.”**

**Alex Tedder**, corresponsable  
de renta variable de Schroders

## REPORTAJE

**STABLECOINS VS CBDCS.  
LA BATALLA POR EL NUEVO  
ORDEN FINANCIERO MUNDIAL.**

**Ismael Santiago**, doctor en finanzas  
por la Universidad de Sevilla

## OPINIÓN

**FONDOS DE INVERSIÓN Y FONDOS  
DE PENSIONES: MOTORES DE  
FINANCIACIÓN DE LA ECONOMÍA.**

**Ángel Martínez-Aldama**, Presidente  
de Inverco

# TECNOLOGÍA INNOVACIÓN

## ¡Transforma tu negocio digitalmente!

**CIMD Intermoney** te ofrece soluciones innovadoras a través de los mejores profesionales de **Consultoría y Business Innovation**.

Desde el **análisis y gestión de riesgos hasta la adaptación regulatoria**, te brindamos el servicio necesario para ayudarte a aprovechar al máximo las **oportunidades tecnológicas**.

## ¡CONTÁCTANOS HOY MISMO!

91 432 64 62 • [innovacion@grupocimd.com](mailto:innovacion@grupocimd.com)

[intermoneyinnovacion.com](http://intermoneyinnovacion.com)

**cimd intermoney**



## LA RECESIÓN RÁPIDA

Imagina un tablero de ajedrez donde las piezas no son de madera, sino de acero frío, y cada movimiento resuena como el martillo de un herrero golpeando el yunque. Así se siente el panorama económico global en este abril de 2025, con Estados Unidos moviendo sus peones de manera calculada, casi quirúrgica, hacia lo que parece una recesión inducida. No es un accidente ni una sorpresa; es una estrategia que, aunque arriesgada, podría reconfigurar el poder financiero mundial.



HÉCTOR CHAMIZO • DIRECTOR DE GESTORES

**P**rimero, dejemos claro el contexto. La economía estadounidense, ese titán que lleva décadas marcando el ritmo del baile global, está mostrando señales de querer frenar en seco. Scott Bessent, el nuevo Secretario del Tesoro, ha sido cristalino: su prioridad es reducir el rendimiento de los bonos a 10 años. ¿Por qué? Porque un menor coste de financiación le daría al gobierno federal un respiro para refinanciar su deuda a tasas más bajas, aliviando la presión de un endeudamiento que, según el CBO, podría escalar a 50 billones de dólares para 2035. Pero este movimiento no es un simple ajuste técnico; es una declaración de intenciones. Bessent habla de “dolor a corto plazo” por un “beneficio a medio y largo plazo”. Traducción: están dispuestos a sacrificar peones para proteger al rey.

Aquí entra la analogía del ajedrez. Estados Unidos no está jugando una partida amistosa; está en un gambito, esa apertura donde se ofrece una pieza menor para ganar una posición dominante. La pieza en cuestión es la economía misma: inducir una recesión controlada, una “Trumpcession” como ya la llaman algunos analistas, podría bajar los tipos de interés a largo plazo, algo que la Reserva Federal no controla directamente, pero que el mercado sí puede moldear bajo presión. Si lo logran, el dólar se debilitaría, las exportaciones estadounidenses ganarían terreno y el tablero global se inclinaría a su favor. Pero, como en todo gambito, el riesgo es monumental: si el mercado no responde como esperan, o si la recesión se sale de control, el jaque mate podría venir desde fuera.

Pensemos en esto como un cirujano cortando tejido sano para extirpar un tumor. La inflación sigue siendo una bestia que acecha, y la deuda pública, un monstruo que crece alimentado por intereses descomunales. Reducir los tipos largos podría ser el bisturí que necesitan, pero el paciente –la economía– podría no soportar la operación. El gráfico que compartí en mi *newsletter*, mostrando el pago de intereses de la deuda del gobierno disparándose como una acción meme en 2020, no miente: estamos ante una burbuja

de deuda que, de no manejarse con precisión, podría estallar con consecuencias impredecibles.

Y aquí viene la paradoja: mientras Estados Unidos juega a este ajedrez económico, el resto del mundo no es un mero espectador, sino un tablero secundario. Europa, con su crecimiento anémico y su dependencia energética, podría tambalearse si el dólar se debilita demasiado rápido. China, atrapada en su propia ralentización, podría ver una oportunidad para presionar con el yuan, pero también sufriría si las exportaciones globales se contraen. Para países emergentes como los de América Latina, el impacto sería aún más crudo: una recesión en Estados Unidos significa menos demanda, menos remesas y más presión sobre monedas ya de por sí frágiles.

Entonces, ¿qué busca realmente Donald Trump con esta jugada? Algunos dirán que es un visionario, otros que es un tahúr jugando con fuego. Yo diría que es un poco de ambos. Su historial como empresario sugiere que no teme el riesgo si el premio es grande, y este premio –un Estados Unidos refinanciado y competitivo– podría consolidar su legado. Pero la historia económica nos enseña que las recesiones inducidas son como domar un tigre: puedes tener el látigo en la mano, pero el animal siempre puede volverse contra ti.

Para los inversores y ciudadanos de a pie, el mensaje es claro: prepararse para el impacto. Si los bonos a 10 años caen por debajo del 4%, como sugieren algunos estrategas, la rotación de activos será inevitable. Las tecnológicas, esas reinas del tablero en la última década, podrían ceder terreno a los bonos, los alfiles olvidados. Y mientras tanto, el dinero fiat, ese sistema que sostiene nuestras economías, enfrentará su mayor prueba de confianza en años.

En este juego, no hay ganadores garantizados. Estados Unidos puede estar moviendo las piezas con audacia, pero el tablero es global, y las reglas, impredecibles. Como en el ajedrez, la verdadera maestría no está en el primer movimiento, sino en anticipar el contraataque. Y ese, amigos, aún está por verse. **G**

*“Estados Unidos no está jugando una partida amistosa; está en un gambito, ofreciendo una pieza menor –su economía– para ganar una posición dominante en el tablero global.”*

PORTADA

## LA INCERTIDUMBRE POLÍTICA PROVOCA EL DESCENSO DE LOS BENEFICIOS Y EL AUMENTO DE LA PRIMA DE RIESGOS DE EE.UU.



06

REPORTAJES



28

### Stablecoins vs CBDCs. La batalla por el Nuevo Orden Financiero mundial

Las stablecoins han pasado de ser un experimento económico a convertirse en una pieza fundamental del ecosistema financiero global.

### Estrategias para que una cartera de Private Equity versátil permita beneficiarse del mercado actual

En un mercado tan impredecible y volátil, es esencial comprender cómo un planteamiento estratégico y versátil puede ayudar a los inversores...



14

Edita: **Consejeros del Capital Social, S.R.L.**  
 Presidente: Fernando González Urbaneja.  
 Consejero delegado: Javier Arce.  
 Director: Héctor Chamizo.  
 Directora de Publicidad: Lorena Sarmiento.  
 CONSEJO EDITORIAL: Ana Claver Gaviña, Lorenzo González Menéndez, Fernando González Urbaneja, Ángel Martínez-Aldama, José María Martínez-Sanjuán, Enrique Marazuela Cejudo, Manuel Moreno Capa, Mari Pinardo Martín, Gonzalo Rengifo Abbad y Alejandro Scherk Serrat.  
 FOTOGRAFÍA: iStock, Freepik, Pixabay y Unsplash.  
 DISEÑO Y MAQUETACIÓN: Marcela De Gregorio y Alfredo Casaccia.  
 REDACCIÓN, PUBLICIDAD Y SUSCRIPCIONES, Calle de San Hermenegildo, 31-2º D. 28015 Madrid. Teléfono 91 515 57 15.  
 redaccion@revistaconsejeros.es // publicidad@revistaconsejeros.es // suscripciones: info@revistaconsejeros.com  
 D.L.: M. 50.516-2005 ISSN: 1885-6829  
 La revista GESTORES se publica y distribuye conjuntamente con la revista CONSEJEROS.

LA ÚLTIMA FRONTERA

03 **LA RECESIÓN RÁPIDA.** / Por Héctor Chamizo, director de Gestores.

ENTREVISTA

### “En algún lugar del mundo, hay un mercado alcista, y eso seguirá siendo así.”

ALEX TEDDER, Corresponsable de renta variable de Schroders



10

REPORTAJES

18 **La Tokenización desde una óptica de inversión.**

22 **20 Años con las Jóvenes Promesas de la Inversión en España.**

23 **Prioridades regulatorias para fortalecer los mercados de capitales europeos y mejorar la protección de los inversores**

32 **La transformación del sector de la gestión de patrimonios.**

OPINIÓN

25 **La inversión de impacto, clave para una economía sostenible** / Por Juan Pablo Hernández de la Merced.

26 **Un shock de oferta negativo: De los proveedores más eficientes a los más fiables** / Por Enrique Marazuela.

34 **Fondos de Inversión y Fondos de Pensiones: motores de financiación de la economía** / Por Ángel Martínez-Aldama.

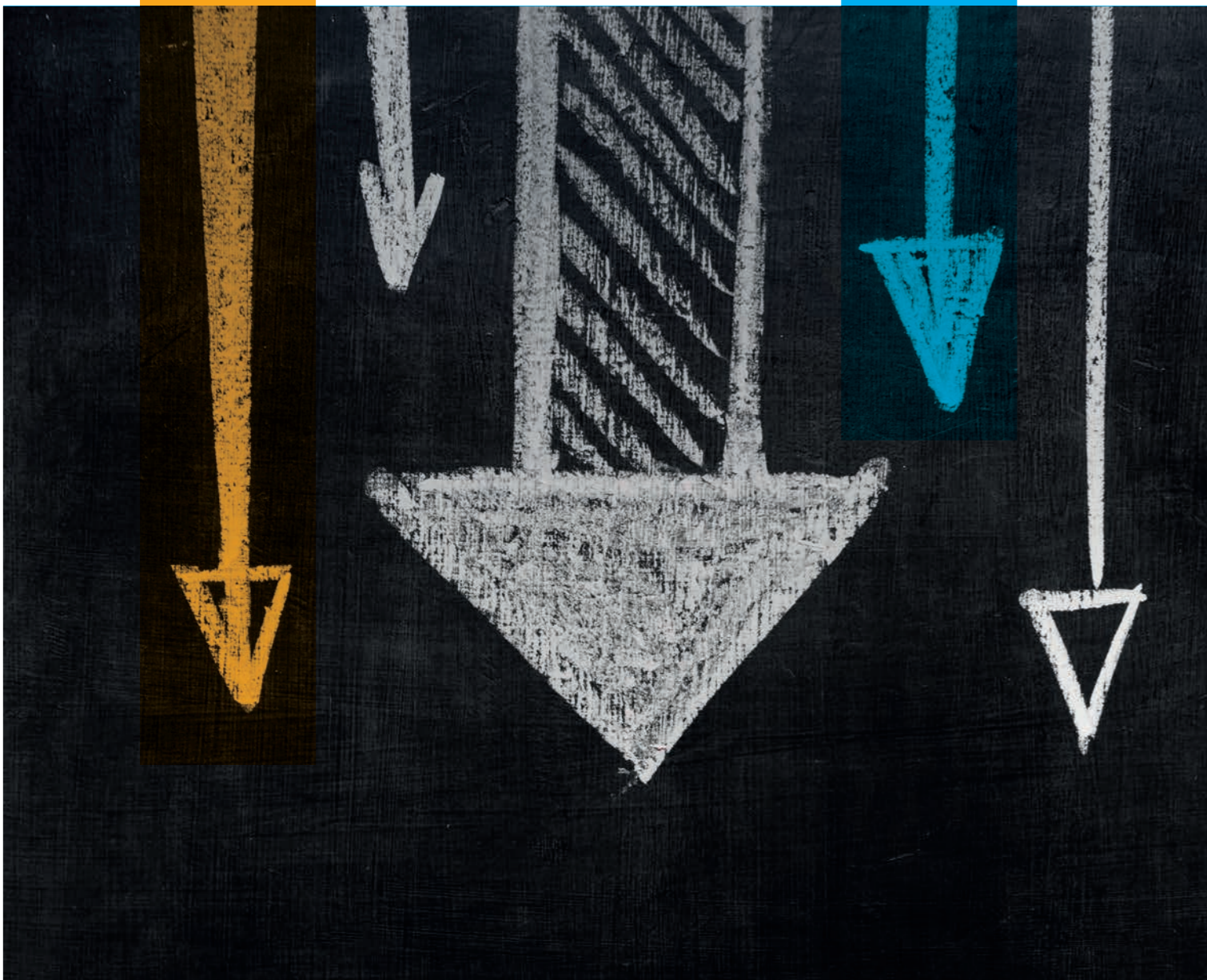
# Cuarenta

Es curioso. Cuarenta, rima con renta. ¿Poesía? No, inversión.

En Mutuactivos cumplimos nuestros primeros 40 años siendo la primera gestora independiente de grupos bancarios.

Y si aún no hemos hecho una rima con futuro, es porque está por escribir. Por supuesto, contigo.





# LA INCERTIDUMBRE POLÍTICA PROVOCA EL DESCENSO DE LOS BENEFICIOS Y EL AUMENTO DE LA PRIMA DE RIESGOS DE EE.UU.

TEXTO **George Brown\***  
ECONOMISTA DE SCHRODERS



**Michele Morganti**, estratega sénior de renta variable de Generali AM, parte de Generali Investments.

\* Michele Morganti es estratega sénior de Renta Variable y Responsable de Investigación de Seguros y Gestión de Activos (IAM) en Generali Asset Management S.p.A (GenAM), parte de Generali Investments. IAM está formado por un equipo de 5 analistas sénior con sede en Trieste y Roma que cubre el negocio de seguros y gestión de activos con informes del sector, previsiones, estudios temáticos y a petición de los altos directivos de GenAM y, especialmente, de Generali Holding. El equipo también imparte activamente formación interna. De 2008 a 2013, Michele trabajó como estratega de renta variable y gestor de fondos para siete fondos de renta variable (clientes institucionales terceros - fondos de pensiones con diferentes índices de referencia y asignaciones geográficas). Fue responsable de la asignación táctica y la selección de valores del fondo, así como coordinador de la cartera modelo de renta variable. Michele es invitado regularmente como ponente a numerosos eventos internacionales, conferencias y reuniones de clientes de TP. Además, realiza regularmente vídeos sobre estrategia de mercado para BG, GenAM y Generali Italia. Hasta mediados de 2015, fue miembro del Comité de Inversiones de BSI (Banca Svizzera Italiana de Lugano). De 1991 a 2000, fue responsable de investigación ascendente y estrategia de renta variable, así como consultor interno para operaciones de fusiones y adquisiciones en el INA (Istituto Nazionale delle Assicurazioni), con sede en Roma. Michele se licenció con matrícula de honor en Economía y Finanzas por la Universidad «La Sapienza» de Roma, donde también fue ayudante de cátedra de finanzas corporativas durante un año.

**S**eguimos siendo constructivos con la renta variable y mantenemos una posición prudente en OW, que rebajamos recientemente en un contexto de mayores riesgos. De hecho, la incertidumbre inducida por Trump está teniendo efectos en la volatilidad del mercado (VIX en 21,7, +25% en lo que va de año) y en la confianza de los consumidores y las empresas, lo que en última instancia puede desencadenar una desaceleración prolongada de la confianza y del S&P 500, y acabar afectando también a Europa (UE).

En nuestra evaluación del mínimo del mercado, que excluye una recesión, un mínimo fundamental para el S&P 500 se sitúa en torno a los 5.220 puntos, es decir, un -9% desde los niveles actuales. El mínimo se evalúa teniendo en cuenta los movimientos adversos en el posicionamiento de los inversores (alcanzando un rango bajo de su banda), el descenso de los beneficios (BPA) coherente con un -1% en las previsiones actuales del PIB, el descenso de las reservas de la Reserva Federal, el debilitamiento del ISM y el aumento de la prima de riesgo debido a la incertidumbre política. Por supuesto, una recesión añadiría más recorrido a la baja al movimiento negativo del índice.

¿Puede Europa desacoplarse? Por supuesto, una caída prolongada o más profunda de la renta variable estadounidense (que no es nuestra hipótesis de base) afectaría en algún momento también al índice europeo.

Mientras tanto, se ha iniciado una rotación fuera de EE.UU. y de las tecnológicas estadounidenses, aunque hasta ahora beneficiando a las grandes capitalizaciones no estadounidenses, la UE y China, más que a las pequeñas capitalizaciones (véase nuestra perspectiva anual del pasado diciembre). El SPX 493 y, en particular, el M7 sufrieron presiones. El SPX 493 perdió un 4,2% (rentabilidad total), superando al M7 en un +6% en el mes y un +16% en lo que va de año.

A su vez, el índice de la Unión Económica y Monetaria (UEM) está superando al SPX 493 (+5,4% en marzo y +10,5% en lo que va de año), impulsado también por las mejores sorpresas macroeconómicas. La debilidad del dólar también respalda el buen comportamiento de los mercados emergentes. China, en particular, disfruta de una mejor competencia en Inteligen-

cia Artificial (DeepSeek), de los estímulos gubernamentales a la economía y, posiblemente, de un toque de fondo en el ciclo de beneficios (BPA).

La zona del euro ha obtenido unos resultados notablemente superiores, impulsada también por las mejores sorpresas macroeconómicas, pero no puede excluirse un retroceso temporal del mercado. Algunos indicadores técnicos y nuestros modelos de aprendizaje automático sugieren que el comportamiento relativo de EE.UU. será especialmente moderado a corto plazo.

No obstante, la rotación de los valores tecnológicos estadounidenses sigue cobrando impulso. Las salidas acumuladas de inversores de la renta variable europea siguen siendo significativas: desde 2022, los flujos netos de ETF hacia la renta variable de la UE son negativos en torno al 2,5% como porcentaje de los activos bajo gestión (AUM), mientras que los de EE.UU. aumentan en torno al 40%.

La tecnología estadounidense muestra una menor brecha de crecimiento de los beneficios relativos (BPA) (crecimiento

“Los flujos netos de ETF hacia la renta variable de la UE son negativos en torno al 2,5% como porcentaje de los activos bajo gestión (AUM), mientras que los de EE.UU. aumentan en torno al 40%.”

menos superior) en relación con el índice de la UE y el impulso de la política económica es positivo tanto en Europa como en China (gastos de defensa de la UE, medidas de infraestructura en Alemania, impulso fiscal y monetario en China). En EEUU, sin embargo, la política de Trump está induciendo una falta de confianza. Además, el PMI de la UEM y el Sentix demuestran resistencia y una tendencia a tocar fondo, y la confianza global muestra recientemente un mejor impulso manufacturero frente al de servicios.

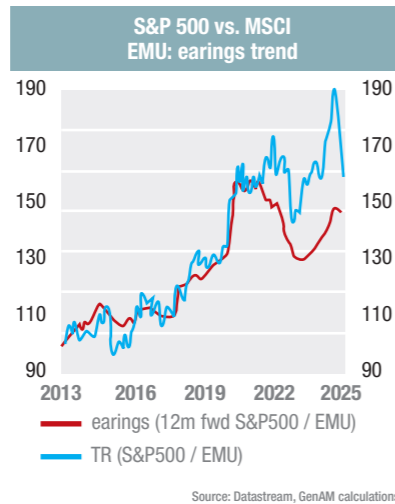
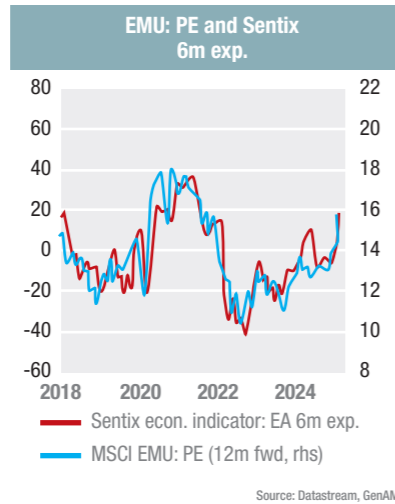
Esperamos que el BPA de la UEM crezca un 9% en 2025 -en línea con el consenso- y un 6% en 2026, prudentemente por debajo del consenso, antes de tener en cuenta el gasto adicional de Alemania y la UE. Se espera que el BPA de la UEM se recupere a partir del 2T25, gracias a la normalización del crecimiento, el repunte de la utilización de la capacidad, la ralentización del crecimiento de los salarios y el gasto adicional de la UE, que debería compensar el riesgo de los aranceles.

El entorno favorable, antes de la escalada arancelaria, se refleja en la resistencia del ciclo económico estadounidense -a pesar de una ralentización temporal en el primer trimestre-, la recuperación de la industria manufacturera en la UEM, la desinflación y la ralentización del crecimiento de los salarios. Esta tendencia se ve confirmada por la encuesta «US firms' say» del cuarto trimestre y la encuesta sobre el acceso a la financiación de las empresas en la zona del euro.

El aumento del ahorro en la UEM también es alentador, además de la tendencia positiva del crédito bancario y los agregados monetarios (M2), así como el impulso de la actividad de fusiones y adquisiciones: algunas estimaciones de los intermediarios prevén una actividad interanual del 15% para esta última en 2025, tras el 18% de 2024.

En cuanto a la política monetaria, el descenso de los salarios y del crecimiento de la inflación provocaría más recortes del BCE. Esperamos un nuevo recorte de -50 pb hasta el 2,0%, pero los riesgos se inclinan hacia recortes algo mayores, sobre todo por los riesgos persistentes de una guerra comercial.

“El impulso fiscal en Europa se acelera gracias al aumento del gasto en defensa por parte de la UE –con la iniciativa ReArm como elemento central– y a un ambicioso plan de infraestructuras en Alemania.”



“Las perspectivas para China muestran una recuperación gradual, apoyada en una combinación de estímulos fiscales y monetarios que buscan sostener el crecimiento. A ello se suman mejoras competitivas en sectores estratégicos como la inteligencia artificial.”

Entre los factores positivos, también vemos algunos exógenos, como la posible desescalada de la guerra (Palestina-Ucrania), el estímulo de China, las políticas de reflación de Alemania y la UE, además de una transición ecológica menos penalizadora para Auto. Por supuesto, los riesgos de ejecución, y por tanto la volatilidad, seguirán siendo elevados a corto plazo.

Alemania parece encaminarse hacia un impulso fiscal histórico en defensa e infraestructuras, en un giro de 180 grados de la política del futuro canciller Merz. El fondo de infraestructuras extrapresupuestario propuesto (500.000 millones de euros) y la exención del gasto militar superior al 1% del PIB del freno de la deuda nacional cambian las reglas del juego. Esto también beneficiará a la zona del euro en su conjunto, compensando los riesgos a la baja de los aranceles que se avecinan en EE.UU. y reforzando los argumentos a favor de una recuperación (aún gradual) en 2025: estimamos que el crecimiento del PIB de la zona del euro será del +0,9% en 2025 y de alrededor del 1,5% en 2026 y 2027.

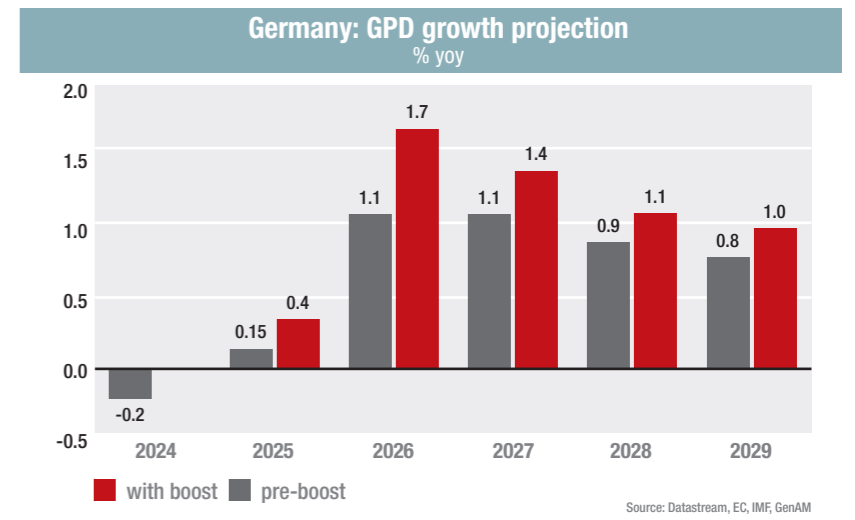
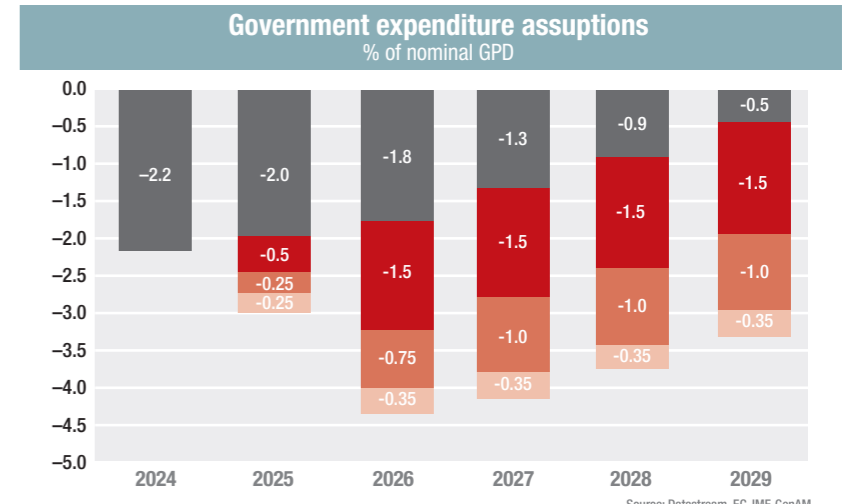
Según nuestras simulaciones, este fondo de infraestructuras impulsará el PIB alemán en 1,5 puntos porcentuales acumulativos durante el periodo 2025-2029 en comparación con el escenario anterior al impulso, mientras que la ratio de deuda se mantendrá prácticamente estable en relación con 2024 (62,7%) gracias al impulso del crecimiento.

Por otra parte, la iniciativa ReArm de la UE propuesta, con un volumen potencial de 800 000 millones de euros en los próximos cuatro años, probablemente

sea la más importante. Por lo tanto, esperamos que las perspectivas de crecimiento de la zona del euro aumenten acumulativamente 0,9 puntos porcentuales en los próximos 5 años.

El gasto común en defensa de la UE podría financiar y reformar el PEC (Pacto de Estabilidad y Crecimiento) y la exención del PEC -para gastos de defensa- podría impulsar el gasto en todas las economías de la UEM. La iniciativa ReArm Europe propone 1. Activación de la cláusula de escape nacional del PEC para los gastos de defensa. 2. Un nuevo instrumento proporcionará 150.000 millones de euros en préstamos que ayudarán a los Estados miembros a agrupar la demanda y a comprar conjuntamente. 3. Utilización del presupuesto de la UE para destinar más fondos a inversiones relacionadas con la defensa. Actualmente se debate con los ministros cuánto tiempo debe durar el margen fiscal adicional. La CE propuso 4 años, pero muchos gobiernos, incluido el alemán, argumentan que los proyectos de defensa duran 10 años o más y que quieren un cambio más permanente de las normas. Además, se discute la posibilidad de financiar comúnmente el dinero de los préstamos para apoyar a los Estados con costes de financiación relativamente altos. Según la CE, esto podría liberar 800.000 millones de euros (650.000 millones de la exención nacional del PEC + 150.000 millones del nuevo instrumento) en los próximos cuatro años.

En general, en comparación con las actuales estimaciones de consenso del PIB, podríamos ver una revisión del PIB de la UEM del 0,4% para los próximos años en el mejor de los casos. Esto se traduciría en un mayor crecimiento del BPA del 2% en los próximos años y un alza similar para el índice de renta variable de la UEM. En tal circunstancia, probablemente, también el valor razonable del PER de la UEM en un año (PER a 12 meses) se movería hacia el nivel de 14,5X frente a nuestro actual 14X (+3,6%). Tanto el aumento del PER como el del BPA añadirían un 5% a nuestro objetivo de rentabilidad justa de la UEM, que actualmente se mantiene en el 10%, hasta alcanzar el 15%. Por supuesto, el camino está lleno de baches y los riesgos, así como la volatilidad, son elevados, pero seguimos siendo positivos con respecto a la renta variable de la UEM, con una prudente sobreponderación general en renta variable.



“Las medidas fiscales previstas en la UE, como el fondo extrapresupuestario de infraestructuras en Alemania y la iniciativa ReArm Europe, podrían aumentar el crecimiento del PIB de la zona euro y elevar el BPA en un 2% en los próximos años.”

En cuanto a los sectores europeos, hemos cambiado a una asignación ligeramente más defensiva, al tiempo que mantenemos en general una inclinación cíclica, centrándonos también en una correlación más débil con el USD. Según nuestro indicador de ciclo, basado en el IPC EA y en el índice Global Leading, seguimos en una fase de mercado de «Ricitos de Oro» en la que los cíclicos suelen obtener mejores resultados que los defensivos. Sobreponderamos Finanzas, A&D, Materiales, Farmacia, Inmobiliario, Semis, Energía y Utilities. **G**

**“En algún lugar del mundo, hay un mercado alcista, y eso seguirá siendo así.”**



**Alex Tedder**  
CORRESPONSABLE  
DE RENTA VARIABLE  
DE SCHRODERS

TEXTO Héctor Chamizo

En un mundo donde las fronteras se difuminan bajo el peso de una globalización imparable, pero al mismo tiempo se alzan murallas de incertidumbre geopolítica, la renta variable global emerge como un faro ambiguo: promesa de riqueza y campo de batalla de volatilidades.

**Alex Tedder, corresponsable de renta variable de Schroders**, nos invita a navegar este océano de oportunidades con una brújula que no tiembla ante los titulares efímeros, sino que se orienta por los fundamentos sólidos de las empresas. En esta entrevista, Tedder despliega una visión que trasciende el ruido de las tormentas políticas –aranceles de Trump, guerras comerciales, ecos de pandemias– para centrarse en un horizonte donde siempre, en algún rincón del planeta, brilla un mercado alcista.

Como si de un relato de Conrad se tratara, donde el marinero afronta la tempestad con la certeza de que el rumbo persiste más allá de las olas, Tedder argumenta que la renta variable global no solo resiste los embates de la coyuntura, sino que encuentra en ellos su propia fuerza. Mientras Wall Street ha reinado como un coloso durante la última década, alzándose desde las cenizas de la gran crisis financiera con una trayectoria casi mítica, el mundo nos susurra que no todo el tesoro yace en una sola isla. La diversificación global, nos dice, es el mapa que desvela joyas ocultas: empresas que, como flores en el desierto, prosperan en la aridez de la incertidumbre, desde Vietnam hasta México, desde la nube de Microsoft hasta los circuitos de NVIDIA.

Hay en sus palabras un eco de paciencia y audacia, una apuesta por mirar más allá del cortoplacismo que ciega a los mercados. La volatilidad, esa danza impredecible de cifras y emociones, no es aquí un enemigo, sino un aliado para el inversor activo que sabe leer entre líneas los fundamentos que el consenso ignora.

En un lienzo donde los acontecimientos macro pintan sombras, Tedder nos propone un arte distinto: el de identificar ineficiencias, esas grietas en el mármol del mercado que esconden el potencial de un crecimiento aún no narrado. La conversación no es solo un análisis financiero; es una expedición hacia las profundidades de

“

**"La volatilidad de los mercados que pueden generar estos acontecimientos a corto plazo puede incluso crear oportunidades que pueden ser aprovechadas por los inversores activos en el largo plazo."**

un mundo interconectado, donde la inversión global se convierte en un acto de fe en la resiliencia humana y en la perpetua renovación de las oportunidades.

**Teniendo en cuenta la incertidumbre geopolítica mundial, ¿es realmente momento para invertir en renta variable global?**

Creo que siempre hay razones de peso para invertir en renta variable global. Hemos tenido una gran racha en el sentido de que el S&P 500 en particular ha sido un mercado espectacular para invertir durante los últimos 10 años. Desde la gran crisis financiera, el S&P se ha mantenido más o menos en línea recta, con la excepción de la pandemia de 2022, que fue un año de corrección para los mercados globales. Pero las rentabilidades de la renta variable global, del S&P en particular, han sido muy, muy fuertes. Lo bueno de invertir globalmente es eso. Vivimos en un mundo globalizado, y eso no va a desaparecer. Tal vez podamos pensar que se van a producir algunos cambios en el panorama de la globalización, pero esto no hará que esta tendencia pierda vigencia. Por ello tiene sentido mirar y pensar globalmente en las inversiones, no centrarse en una región o un sector, sino mirar el conjunto más amplio de oportunidades y buscar las mejores empresas posibles que un inversor puede encontrar sobre una base global. Eso es lo que intentamos hacer. Cada vez que miro este espacio, y supongo que es lo que me mantiene en el sector, es el simple hecho de que siempre hay oportunidades ahí fuera. En algún lugar del mundo, hay un mercado alcista, y eso seguirá siendo así.

**Precisamente, Wall Street ha sido el mercado rey durante muchos años, ¿por qué ampliar la mirada a una inversión global, justo ahora que Donald Trump está alimentando la incertidumbre a nivel mundial?**

Ciertamente, la fuerte rentabilidad de las acciones estadounidenses durante muchos años ha justificado que algunos inversores se centraran en este mercado. En la actualidad, incluso aquellos inversores preocupados por las elevadas valoraciones y la extrema concentración del mercado bursátil estadounidense pueden sentir cierta inquietud a la hora de ampliar su diversificación a los mercados globales, dada la

actual incertidumbre política y geopolítica. Los planes de la Administración Trump de imponer aranceles a varios países suscitan considerable inquietud. ¿Es razón suficiente para que los inversores eviten o minimicen la exposición a la renta variable global? En nuestra opinión, no, y de hecho hay muchas razones para mantener una diversificación global, independientemente de la incertidumbre que genere la política actual o los acontecimientos geopolíticos.

Hay que tener en cuenta que algunas regiones, y empresas líderes dentro de ellas, podrían beneficiarse de la incertidumbre que crean las guerras comerciales. Como prueba de ello, en medio del conflicto comercial entre Estados Unidos y China que se desarrolló durante la primera administración Trump, una serie de «países espectadores» –incluidos Vietnam, Tailandia, Corea del Sur y México– pudieron aumentar sus exportaciones a Estados Unidos ofreciendo sustitutos o productos complementarios para los que China había estado proporcionando anteriormente. Un gestor activo de carteras de renta variable global, sin el requisito de ajustarse a las ponderaciones por países de un índice de referencia, tiene la flexibilidad tanto para aprovechar las oportunidades como para mitigar los riesgos creados por la reconfiguración del panorama comercial global.

#### ¿Podemos obviar los acontecimientos macro cuando invertimos desde una óptica global?

Los datos históricos demuestran que son los fundamentales de las empresas, y no la política local o global, los que determinan la rentabilidad de la renta variable a largo plazo. Las noticias políticas diarias que pueden causar volatilidad a corto plazo en los mercados no determinan las rentabilidades de la renta variable a largo plazo. Lo hacen los fundamentales de las empresas, como los beneficios. Ciertamente es que los acontecimientos globales pueden, por supuesto, influir en los beneficios de las empresas, pero todos los demás factores que pueden influir en la rentabilidad de una empresa –como su posicionamiento competitivo en su sector, la calidad de su equipo directivo y la solidez de su balance– probablemente desempeñen un papel mucho más decisivo en la evolución de cada compañía en medio de unas condiciones de mercado en constante evolución.

Treinta años de historia reciente demuestran que la renta variable global a ha funcionado bien incluso cuando acontecimientos geopolíticos han traído cierta volatilidad a corto plazo para las acciones globales.

#### Entonces, ¿la volatilidad es sinónimo de beneficios para los inversores activos globales?

Sin duda, los entornos políticos inestables y los acontecimientos geopolíticos fomentan la tentación de los inversores de mantener la cautela hasta que pasa la tormenta. Pero la volatilidad de los mercados que pueden generar estos acontecimientos a corto plazo puede incluso crear oportunidades que pueden ser aprovechadas por los inversores activos en el largo plazo. Las actuales con-

“

**“Cuando se trata del futuro y, en particular, del crecimiento futuro, el mercado suele ser bastante ineficiente y ahí es donde encontramos las oportunidades de inversión más interesantes.”**

diciones políticas o geopolíticas no parecen justificar que se pierdan esas oportunidades que pueden obtenerse de carteras que tengan la flexibilidad de buscar las mejores oportunidades del mundo, dondequiera que residan. Así pues, nos esforzamos por garantizar que las estrategias a largo plazo que aplicamos a las carteras de nuestros clientes no se vean desbaratadas por reacciones exageradas a los titulares de los periódicos. En su lugar, nos centramos en los fundamentales de las compañías, al tiempo que consideramos, cuando es pertinente, las tendencias que probablemente tendrán un impacto duradero en países, sectores y empresas.

#### ¿Cómo gestionan las oportunidades de inversión en renta variable global desde Schroders?

En Schroders tenemos una amplia gama de capacidades en renta variable global, que hemos ido construyendo a lo largo de los últimos 15 años. Abarcamos todo el espectro de la renta variable, desde lo sistemático hasta lo fundamental, pasando por lo cuantitativo, lo que nos permite aplicar diversos enfoques. En el ámbito fundamental gestionamos un volumen significativo de activos con un equipo de 25 personas. En el área de renta variable global tenemos una única filosofía de inversión y un único proceso de inversión. La filosofía se basa en identificar las ineficiencias del mercado, que tiende a extrapolar el pasado, a mirar hacia atrás y a ser bastante cortoplacista. Cuando se trata del futuro y, en particular, del crecimiento futuro, el mercado suele ser bastante ineficiente y ahí es donde encontramos las oportunidades de inversión más interesantes. Así ocurre en todo el mundo, incluso en Estados Unidos, que es claramente el mercado más eficiente a nivel global, y en donde están la mayoría de grandes empresas.

Un ejemplo es Microsoft. Los inversores de Wall Street se han quedado atrás a la hora de entender el futuro crecimiento de la compañía, de sus ingresos, del modelo de negocio, el desarrollo de la nube y, más recientemente, por supuesto, de la evolución de la inteligencia artificial. Esas ineficiencias son, en mi opinión, tan frecuentes hoy como lo eran hace 5, 10 o 15 años y es donde nuestro equipo puede añadir mucho valor, centrándonos en esas perspectivas de crecimiento futuro que no son realmente comprendidas por el mercado.

#### ¿Cómo detectan esas ineficiencias en las que basan su filosofía de inversión?

Lo realmente interesante de las ineficiencias es que pueden ser muy generalizadas, como en el ejemplo de Microsoft. Puede pasar mucho tiempo antes de que el mercado empiece a entender realmente lo que está pasando. Ese es particularmente el caso de lo que llamamos “empresas de composición core”, inversiones core. Se trata de empresas que tienen alguna ventaja o fortaleza particular. Puede ser algo relacionado con un producto o de mercado o incluso de gestión que les permite reinvertir y crecer durante mucho más tiempo de lo que el mercado espera. Si tomamos como ejemplo Google, es evidente que la singularidad de ese modelo de negocio está en su propio motor de búsqueda, y la comunidad inversora, de nuevo, ha subestimado la fuerza de esa ventaja durante muchos años.

Identificar este tipo de empresas “core” de manera prematura es muy importante para nosotros. Y dondequiera que miremos alrededor del mundo, en primer lugar, buscamos ese tipo de situaciones en las que se producen ineficiencias en el mercado y que encontramos una y otra vez en diferentes industrias, no solo en el sector tecnológico. En todos los sectores hay empresas que tienen una ventaja competitiva realmente fuerte que se perpetúa mucho más tiempo de lo que la comunidad inversora espera. Una gran parte de lo que hacemos es buscar ese tipo de compañías. Pero al mismo tiempo, también tenemos que reconocer que hay muchas áreas que se ven más afectadas por el ciclo económico, muchas industrias que son inherentemente más cíclicas por naturaleza. Si pensamos en el sector del petróleo o en el de las materias primas, en el industrial o en el financiero, todos ellos se ven muy afectados por el ciclo económico y el número de empresas que realmente compiten durante varios años es bastante reducido. Dentro de esos sectores, las inversiones que hacemos tienden a ser más oportunistas a corto plazo, y basadas especialmente en la idea de una inflexión en la dinámica de crecimiento que el mercado no ha entendido completamente.

Tomemos como ejemplo el sector energético en 2022. Se encontraba entonces en una situación interesante porque, tras la pandemia, el mercado estaba en una situación muy diferente a la que había tenido

también puede ser por un cambio de gestión, de producto, actividad de fusiones y adquisiciones u otros factores que crean la dinámica necesaria para que se produzca un punto de inflexión. Pero el denominador común en todos los casos es la idea de que el consenso a menudo se retrasa y no ve esa dinámica de mejora, no es capaz de apreciar el crecimiento futuro y, como resultado, hay enormes oportunidades que como gestores activos podemos aprovechar.

#### ¿Qué es la «brecha de crecimiento» y cómo ayuda al equipo a descubrir oportunidades en renta variable global?

Es una continuación de la idea de buscar aquellas situaciones en las que el consenso se está quedando atrás, donde no ha visto el potencial de mejora.

La brecha de crecimiento, tal y como la entendemos, es simplemente la diferencia entre lo que creemos que una empresa puede ganar en el futuro y lo que está descontado por el consenso. Probablemente el mejor ejemplo reciente de esto lo encontramos en el sector de los semiconductores, donde tenemos a NVIDIA, una empresa que ha evolucionado enormemente en los últimos tres o cuatro años. Ahora es un nombre familiar, pero hace tres o cuatro años realmente no era una compañía conocida por el mercado. Se consideraba una empresa nicho en el sector de los juegos de ordenador porque su producto principal era un chipset semiconductor diseñado principalmente para los jugadores. Sin embargo, NVIDIA se dio cuenta muy pronto de que la evolución del vídeo y los datos complejos no estructurados, generalmente en internet, darían lugar a la demanda de un tipo diferente de chipset mucho más amplio. Son los llamados chipsets de GPU, o unidad de procesamiento gráfico, que ahora dominan la industria de los semiconductores y se han convertido en la referencia para todas las grandes plataformas que están invirtiendo en inteligencia artificial. En aquel momento, la industria veía a NVIDIA como un actor de nicho. En cambio, nosotros pensábamos que la industria estaba cambiando y que la diferencia de crecimiento en ese caso concreto era muy grande entre lo que creíamos que podía ganar la empresa y lo que se estimaba que ganaría hace dos o tres años. **G**

“

**“Los datos históricos demuestran que son los fundamentales de las empresas, y no la política local o global, los que determinan la rentabilidad de la renta variable a largo plazo.”**

antes. El sector petrolífero había sufrido la falta de inversión durante el Covid y, de hecho, incluso antes de ella. Tras la pandemia, la oferta se vio limitada y, sin embargo, la demanda repuntó con fuerza. Esto provocó una inflexión muy brusca en el crecimiento de los ingresos y beneficios del sector energético y ofreció grandes oportunidades a los inversores que estaban preparados para entrar y pensar en la dinámica de inflexión, como hicimos nosotros.

Como decía, una parte de nuestra cartera invierte en estas situaciones oportunistas, no sólo sobre el ciclo económico,



## Estrategias para que una cartera de Private Equity versátil permita beneficiarse del mercado actual

En un mercado tan impredecible y volátil, es esencial comprender cómo un planteamiento estratégico y versátil puede ayudar a los inversores a sortear desafíos y encontrar oportunidades. En general, los desajustes del mercado han demostrado ser situaciones que pueden aprovecharse en beneficio de los inversores.

**A** lo largo de los años, a la hora de seleccionar un activo para nuestras carteras hemos priorizado factores como nuestra fuerte posición de liderazgo en el mercado, la mentalidad de crecimiento de los equipos directivo, que sus estructuras de capital fueran sólidas, unos equipos de gestión fuertes, que las valoraciones de entrada razonables, así como los criterios de respuesta a la inversión responsables. Estos criterios han sido fundamentales durante los últimos 20 a 25 años y siguen siendo clave en nuestro enfoque.

Sin embargo, un cambio significativo durante los últimos años, especialmente tras el COVID-19, ha sido la evolución del enfoque sectorial. Tras la pandemia, sectores como el industrial parecían difíciles para invertir, por lo que nos centramos en industrias con mayor estabilidad, como la sanitaria, las tendencias de consumo específicas, las empresas tecnológicas y los servicios empresariales. También consideramos imprescindible poner énfasis en las estrategias de buy-and-build.

### **Buy-and-Build: una estrategia clave para la protección frente a las caídas**

Uno de los puntos fuertes del enfoque buy and build es su capacidad para consolidar mercados fragmentados. Pero lo más importante es que también ofrece protección frente a caídas durante momentos de turbulencia en el mercado, como las recesiones. Por ejemplo, si el rendimiento de un activo es peor que el del conjunto de su sector, pero seguimos siendo el actor dominante en el mercado, podemos adquirir actores más débiles durante una recesión, lo que refuerza aún más nuestra posición en ese segmento. Esta estrategia sigue siendo parte central de nuestro enfoque, y seguimos comprometidos con ella.

**"El enfoque buy-and-build ofrece protección frente a caídas durante momentos de turbulencia en el mercado, como las recesiones."**

En el entorno de mercado actual, creemos que el poder de fijación de precios es un factor clave. Las empresas que mantienen posiciones sólidas en nichos de mercado, con capacidad para controlar los precios, están en un punto de salida óptimo para sortear las dificultades económicas. Cuando se combinan con un apalancamiento conservador y un equipo directivo experimentado, estas compañías pueden acceder al capital más rápidamente, mantener un fuerte poder de fijación de precios y lograr unos márgenes brutos superiores. Esto les permite gestionar mejor sus estructuras de costes, ofreciendo en última instancia una protección adicional frente a las fluctuaciones del mercado.



\* Oliver cuenta con más de 25 años de experiencia en capital privado y gestión de inversiones. Antes de unirse a Capital Dynamics, desempeñó funciones en Arthur Andersen, GE Capital y Sal. Oppenheim. Además, presidió durante más de una década el consejo de supervisión de una empresa alemana que cotiza en bolsa y lideró la salida a bolsa de una pequeña compañía farmacéutica en la Bolsa de Fráncfort. Oliver estudió Administración de Empresas en la Universidad de Illinois en Urbana-Champaign como parte de un programa de intercambio y obtuvo un Diplom-Kaufmann (equivalente a un MBA) en la Universidad Philipps de Marburgo.



## Análisis de los fondos de Private Equity

El análisis sectorial en el ámbito de los fondos de Private Equity (PE) se está volviendo cada vez más importante para gestionar exposiciones a distintos mercados y sectores. Como muestra la tabla presentada, la distribución de transacciones sectoriales entre América del Norte, Europa y los mercados de la Unión Europea y mercados emergentes refleja un enfoque en áreas clave que están impulsando la inversión en el presente y que probablemente seguirán siendo cruciales en los próximos años.

### Enfoque descendente para gestionar la exposición sectorial

Por número de transacciones por sector (2021-2023)

	Fondos de PE en América del Norte	Fondos de PE en Europa	Mercado medio directo IV y V	
Tecnologías de la información y TMT	27%	27%	11%	-
Industriales	17%	14%	22%	+
Servicios empresariales	16%	15%	18%	=
Consumo	14%	16%	22%	+
Salud	13%	9%	16%	+
Servicios financieros	10%	8%	4%	-
Otros	9%	11%	7%	=

En América del Norte, el sector de Tecnologías de la Información y Telecomunicaciones (TMT) sigue siendo el más destacado, representando el 27% de las transacciones en fondos de PE, lo que refleja el continuo interés por las innovaciones tecnológicas. En Europa, el sector de TMT también tiene un peso significativo, alcanzando el 22%, aunque la preferencia por otros sectores, como los Servicios Empresariales y la Salud, ha crecido. En contraste, los mercados de la Unión Europea y los mercados emergentes muestran un interés en sectores más variados, con una fuerte inclinación hacia el sector de Servicios Financieros (16%) y un creciente enfoque en sectores como el Consumo.

### Un enfoque único que combina lo mejor de la coinversión tradicional con los fondos de compra directa

Categoría	Compra Tradicional	Inversión Directa de Capital Dynamics	Coinversión Tradicional de LP
Equipo de inversión	Equipo dedicado a la inversión directa	Equipo dedicado a la inversión directa	Se superpone con inversiones primarias
Origen de oportunidades	Proactivo: • Intermediarios • Propietarios de empresas	Proactivo: • GPs respaldados • GPs no respaldados • Patrocinadores independientes • Intermediarios	Pasivo: • Solo con GPs respaldados
Diligencia y evaluación	Exhaustiva	Trabajo independiente riguroso	Revisión superficial de materiales proporcionados por el GP
Documentación Legal	Lidera las negociaciones con todas las partes	Negociación activa con el GP Influencia sobre términos de acuerdos de crédito	Aceptación general de los términos propuestos por el GP
Generación de valor	Generalmente controla el consejo de administración: • Operaciones • Desarrollo de negocio • Fusiones y adquisiciones (M&A)	Participación frecuente a nivel de consejo: • Aprovecha la plataforma global • Sinergias empresas del portafolio	Pasivo

### CÓMO CREAR UNA CARTERA QUE SE ADAPTE A CUALQUIER SITUACIÓN DE MERCADO

Para crear una cartera que sirva para funcionar y comportarse bien en diferentes condiciones de mercado, creemos que son esenciales cuatro ingredientes clave.

#### 1. Amplio canal de transacciones en varias regiones y sectores

El primer elemento, y quizás el más importante, es contar con un amplio canal que permita realizar transacciones en varias regiones y sectores. Esto nos permite comparar operaciones e inversiones potenciales. Por ejemplo, podemos evaluar acuerdos en el sector industrial de Estados Unidos, compararlos con inversiones en atención sanitaria en el Reino Unido, analizar inversiones en servicios empresariales en Alemania o incluso estudiar una empresa de equipos médicos en Asia. La ventaja de un enfoque tan diverso es que nos permite comprender qué inversiones se alinean con nuestra estrategia de inversión y nuestras expectativas de resultados. Este enfoque proporciona una sólida protección contra las caídas, algo que es importante tomarse muy en serio durante el proceso de toma de decisiones. Nosotros lo hacemos.

#### 2. Inversión en empresas sólidas y en crecimiento

Tener una referencia con la que poder realizar comparativas es crucial, pero es un elemento que no basta por sí solo. El siguiente paso es asegurarnos de invertir en negocios con un fuerte potencial de crecimiento. Hemos aprendido que las plataformas de alta calidad rara vez son baratas, pero su valor reside en su capacidad de crecer. Nos centramos una combinación de crecimiento a través de transacciones

"Contar con un amplio canal de transacciones en diversas regiones y sectores permite comparar operaciones e inversiones potenciales."

"La estrategia de creación de valor se centra en el crecimiento orgánico, las adquisiciones estratégicas y la ampliación de los negocios dentro de su nicho."

complementarias. Nuestro objetivo es una tasa de crecimiento de entre el 10 y el 20 por ciento, con un promedio del 15%.

#### 3. Estrategia de salida: planificación para la volatilidad

Un componente que a menudo se pasa por alto en una estrategia exitosa para cualquier situación es contar con una estrategia de salida clara. En mercados volátiles, es esencial invertir en modelos de negocio que puedan venderse a compradores estratégicos u otras empresas de capital privado. Aprendimos la importancia de esto durante la pandemia, cuando ciertos sectores estaban en desventaja y se hizo difícil salir de los acuerdos.

Las estructuras de continuación no son nuestro foco principal, pero en ciertas ocasiones pueden representar una oportunidad, especialmente en el momento de la desinversión.

#### 4. Sólido proceso de selección de operaciones

Es importante operar con un enfoque estratégico y centrado en la selección de operaciones y combinar elementos tanto de los fondos de adquisición tradicionales como de los enfoques de coinversión. Creemos que contar con un modelo basados en datos y un equipo de profesionales especializados, permite saber qué sectores están funcionando bien, cómo les va a las empresas de esos sectores y el rendimiento de fondos específicos en esos sectores.

En nuestro caso, creemos que es importante invertir en las transacciones con mejor rendimiento y evitar las dos terceras partes de las operaciones que, según los datos de mercado, tienen un desempeño por debajo de la mediana en casi todos los fondos. **G**

# Creación de valor: growth y escalado

La estrategia de creación de valor se centra en el crecimiento orgánico, las adquisiciones estratégicas y la ampliación de los negocios dentro de su nicho. A medida que los negocios crecen dentro de sus nichos, tienden a hacerse más grandes y diversificados, lo que en última instancia conduce a múltiplos más altos.

En conclusión, la construcción de una cartera a prueba de todo requiere una combinación de diversificación, una sólida selección de negocios, estrategias de crecimiento proactivas y la flexibilidad para navegar en condiciones de mercado volátiles. Al mantener un enfoque de inversión disciplinado, centrarnos en activos de alta calidad y priorizar la diversificación, estamos bien posicionados para aprovechar las oportunidades que surjan en el mercado actual. Con estas estrategias en marcha, creemos que nuestras inversiones no solo pueden capear la volatilidad del mercado, sino prosperar en él, aportando valor a largo plazo a nuestros accionistas. **G**



# La Tokenización desde una óptica de inversión



TEXTO Jordan Doyle, MIEMBRO DEL CFA INSTITUTE RESEARCH AND POLICY CENTER, y Genevieve Hayman, MIEMBRO DEL CFA INSTITUTE RESEARCH AND POLICY CENTER



Olivier Fines, CFA, Head of Advocacy and Capital Markets Policy Research in CFA Institute.



Luis Buceta, CFA, Presidente de CFA Society Spain.

En 2025, los mercados de criptoactivos se encuentran en un punto de inflexión, impulsados por el auge de la tokenización y el desarrollo de tecnologías clave como los contratos inteligentes y las stablecoins. Aunque el valor total de los criptoactivos sigue creciendo, los desafíos regulatorios y los riesgos inherentes a su implementación siguen siendo una preocupación importante. La evolución del marco legal global y la interoperabilidad de los activos tokenizados jugarán un papel crucial en el futuro de las finanzas digitales.

**S**i el año 2025 va a significar un punto de inflexión en el desarrollo de los mercados de criptoactivos dependerá de varios factores. La convergencia regulatoria, o su ausencia, y el auge de la tokenización jugarán un papel fundamental.

Desde los contratos inteligentes que facilitan la automatización de las operaciones de inversión existentes, hasta el fraccionamiento y digitalización de activos financieros y del mundo real, pasando por la facilidad en la gestión del efectivo y la transferencia de valor que ofrecen las stablecoins, no es descabellado imaginar una industria de la inversión que pronto podría ser muy distinta a la actual. Si a esto le sumamos los avances en aprendizaje automático e inteligencia artificial, la aparición de un punto de inflexión definitivo parece cada vez más plausible.

La capitalización global de todos los criptoactivos alcanzó un nuevo récord en 2024, superando los 3 billones de dólares.

“La tokenización permite la creación de representaciones digitales de activos financieros, reduciendo costes y fricciones al eliminar capas de intermediación.”

El hecho de que sigamos midiendo el tamaño de los criptoactivos en función de su valor en monedas fiduciarias es, en sí mismo, un punto de debate –o quizá de ironía– y nos indica que el mercado no está preparado todavía.

El Bitcoin sigue representando la mayor parte del mercado en términos de valor, con aproximadamente 2 billones de dólares a principios de enero de 2025. Ethereum ocupa el segundo lugar, con más de 400.000 millones de dólares. Así, las 20 principales criptomonedas representan alrededor del 90 % del valor total del mercado.

Pero más interesante, sin embargo, es el desarrollo de las criptomonedas habilitadas para contratos inteligentes y las llamadas “altcoins”, junto con las stablecoins. Hoy en día, estas representan la mayoría de las transacciones con criptomonedas en términos de número. Respaldadas por la tecnología de registro distribuido (blockchain) y algoritmos criptográficos, creemos que esta área es

la más interesante dentro de las finanzas digitales. A través de la descentralización y la automatización de procesos, la digitalización de los servicios financieros podría reducir aún más los costes y las fricciones en comparación con las finanzas tradicionales y sus diferentes capas de intermediación.

Esta fue la premisa de nuestra reciente revisión en CFA Institute sobre el desarrollo de la tokenización, que consiste en la creación de una representación digital de activos financieros o del mundo real mediante tecnología de registro distribuido. Los tokens digitales se utilizan para transferir valor y demostrar la propiedad de activos digitales nativos o del mundo real.

El valor total de los activos tokenizados no ha dejado de aumentar desde su despegue en 2022. Según la plataforma RWA.xyz, su valor total ascendía a unos 17.000 millones de dólares a principios de febrero de 2025. Las fuentes más comunes de activos para la tokenización han sido el crédito privado en diversas formas, así como los valores del Tesoro de EE. UU.

Tomando como punto de partida para nuestro análisis en una serie de entrevistas realizadas en 2024 con empresas involucradas en la tokenización de activos, hemos explorado los beneficios del proceso, así como sus problemas y puntos débiles.

Una primera e importante observación es que, todavía, no existe un método único o dominante para tokenizar activos.

“A pesar de su crecimiento, la tokenización aún enfrenta grandes desafíos, como la falta de un marco legal claro y la interoperabilidad entre modelos de blockchain.”

La variedad de modelos y niveles de complejidad es reveladora. La tecnología utilizada para llevar a cabo estas operaciones aún no está madura, y por lo tanto no es definitiva.

Los modelos de tokenización van desde el uso de las redes blockchains públicas y totalmente descentralizadas que buscan la máxima interoperabilidad, hasta las redes privadas centradas en la seguridad y el control. Por lo tanto, la idea de que todos los procesos que utilizan tecnología de registro distribuido son descentralizados es incorrecta; esto dependerá de las características buscadas para la red y de la relación entre emisores, inversores y usuarios.

Los beneficios más evidentes de la tokenización residen en las partes de la cadena de valor de la gestión de activos más cercanas a las operaciones de middle y back-office; es decir, la compensación, la liquidación y los controles de riesgo. A través de contratos inteligentes, las operaciones pueden automatizarse y codificarse directamente en los tokens, facilitando la conciliación de posiciones entre las partes involucradas en una transacción.

La tokenización también podría facilitar el fraccionamiento de activos, tradicionalmente ilíquidos y sofisticados, como son los fondos privados, las materias primas o, por ejemplo, las colecciones de arte. La tecnología permite crear fracciones (participaciones) de estos activos y su transacción de manera segura mediante tokens.



### SIN EMBARGO, EL PROCESO NO ESTÁ EXENTO DE FALLOS.

Por definición los procesos en línea están más expuestos a riesgos de ciberseguridad y custodia. Es por ello que la industria debe abordar estos riesgos seriamente mediante la definición de estándares regulatorios sólidos. Paradójicamente, la diversidad de modelos híbridos utilizados ha llevado a un bajo nivel de interoperabilidad, lo que genera escasa liquidez para los distintos tokens, y podría derivar en riesgos de mercado e incluso riesgos sistémicos, dependiendo de los vínculos entre las finanzas digitales y tradicionales.

Dos grandes cuestiones deben resolverse. Primero, la dificultad de identificar con certeza la entidad emisora cuando el grado de descentralización es alto, lo que hace que la identificación de la cadena de responsabilidad sea compleja según las circunstancias. Segundo, el marco legal en el que operan estos procesos aún no está lo suficientemente desarrollado para garantizar la aplicabilidad clara de los derechos de propiedad, especialmente cuando se trata de activos del mundo real negociados a través de tokens digitales.

Finalmente, los marcos regulatorios en las principales jurisdicciones aún no están encaminados hacia la armonización. De hecho, el entorno actual tiende más a la desregulación o a la búsqueda de ventajas competitivas.

“El mercado de criptoactivos sigue dominado por Bitcoin y Ethereum, pero las stablecoins y altcoins están ganando terreno en número de transacciones.”

Para una industria inherentemente transnacional, esto significa que la claridad regulatoria global aún tardará en llegar.

La UE fue la primera en actuar con MiCA (Reglamento sobre los Mercados de Criptoactivos -*Markets in Crypto-Assets*-) en 2023, pero dejó partes del mercado sin abordar, incluyendo las finanzas descentralizadas (DeFi) o los activos digitales descentralizados no respaldados, como Bitcoin. Mientras tanto, EE. UU. sigue siendo el mercado más grande para las transacciones en criptomonedas, aunque su marco legislativo aún está en discusión.

Algunos mercados asiáticos, como Singapur, han optado por un enfoque más pragmático, centrándose en las leyes de valores existentes para los activos que presentan características similares a valores.

El mercado de la tokenización de activos financieros y del mundo real es ciertamente interesante y podría proporcionar el impulso adicional y necesario para que el mercado continúe su progresión y maduración. Sin embargo, existen grandes lagunas en este desarrollo, principalmente debido a la falta de armonización regulatoria y a leyes de propiedad que aún no están actualizadas para un mundo digital.

Medir la adopción de activos tokenizados por parte de los inversores tradicionales será clave para determinar si el horizonte de las finanzas digitales está comenzando a despejarse. **G**



# 20 AÑOS CON LAS JÓVENES PROMESAS DE LA INVERSIÓN EN ESPAÑA

POR CFA SOCIETY SPAIN



Global, donde un equipo se consagra como campeón mundial.

En España y según explicaba Luis Buceta, CFA, presidente de CFA Society Spain, más de un millar de estudiantes y futuras promesas de la inversión han participado, aprendido y vivido en primera persona lo que significa estudiar, analizar, evaluar, y tomar decisiones de inversión sobre grandes empresas en un entorno cuasi-real.

Esto ha sido posible gracias a todas las Universidades y Escuelas de Negocios que han participado estos 20 años; Universidad Carlos III, CESTE, CEU, CIFF, CUNEF, EADA, EADE, ESADE, COMILLAS ICADE, IE, IEB, UNED, Un. Complutense, Un. Lisboa, Un. Navarra, UPF Business School, Un. Nebrija, Un. Politécnica Madrid, Un. Pompeu Fabra, y Saint Louis University.

Y por supuesto, a todas las firmas cotizadas del IBEX que durante estos años han aceptado participar y ser analizadas por estos jóvenes profesionales; Abertis, Amadeus, Antena 3 TV, Caixabank, ENCE, Fluidra, Inditex, Indra, Merlin Properties, Naturgy, Prosegur, Repsol, Sacyr, Santander, Sol Melia, Técnicas Reunidas, Telefónica e Inditex”.

Junto a las Universidades y las firmas cotizadas, desde la primera edición en 2006, BME y elEconomista han estado con la CFA Research Challenge, apoyando su desarrollo y haciendo posible la celebración y difusión en la industria financiera y en la sociedad de los valores que un evento de estas características concita. **G**

El concurso de Análisis Financiero Internacional de CFA Institute, CFA Research Challenge, cumple en 2025 veinte años. Se trata de una iniciativa educativa única y que se ha convertido en todo un referente internacional. En España más de un millar de jóvenes estudiantes han participado en las 20 ediciones celebradas de este Concurso de Análisis Financiero Internacional de referencia.

Pero ¿en qué consiste este afamado concurso y por qué es reconocido alrededor del mundo en donde cada año participan más de 100 países con cerca de 1.000 universidades y escuelas de negocios y más de 6.700 estudiantes para lograr llevarse la victoria final?

CFA Institute Research Challenge es una competición global que brinda a los estudiantes universitarios la oportunidad de recibir una mentoría práctica y un entrenamiento riguroso en análisis financiero y ética profesional. Durante el

proceso, los participantes son evaluados en sus habilidades analíticas, de valoración de empresas, redacción de informes y presentación de resultados. La competencia les permite adquirir experiencia real asumiendo el papel de analistas de investigación financiera

## ¿CÓMO FUNCIONA?

Las competiciones a nivel local son organizadas y evaluadas por miembros de las sociedades locales de CFA Institute y voluntarios que actúan como anfitriones en sus respectivos países.

El equipo ganador de cada competición local avanza a la fase subregional. Las competiciones subregionales, regionales y la final global son organizadas por CFA Institute en las siguientes áreas geográficas: América, Asia-Pacífico, y Europa, Oriente Medio y África. Los equipos ganadores de cada fase subregional avanzan a la competencia regional. Posteriormente, los vencedores regionales acceden a la Gran Final



## Prioridades regulatorias para fortalecer los mercados de capitales europeos y mejorar la protección de los inversores

TEXTO CFA Society Spain

En esta breve nota se resume, a partir del “Plan Estratégico de CFA Institute para el Período Legislativo 2024-2029 en la UE”, las principales prioridades regulatorias para los mercados de capitales de la Unión Europea, centrándose en tecnología, sostenibilidad, conducta empresarial y pensiones, e incluye recomendaciones de reforma para mejorar la resiliencia del mercado y la protección del inversor. El plan estratégico de CFA Institute enfatiza la importancia de desarrollar un mercado de capitales sólido en la UE, abordando la fragmentación entre sectores como la banca, la gestión de activos y los seguros. Aboga por reformas integrales que movilicen el capital privado y mejoren la integración del mercado. Ante los rápidos avances tecnológicos, es fundamental contar con regulaciones claras, especialmente en el uso de la inteligencia artificial (IA) y en la regulación de los

criptoactivos. El plan propone equilibrar la protección del inversor con la innovación, estableciendo una supervisión regulatoria proporcionada para las tecnologías que impactan el sector financiero. En materia de conducta empresarial, el informe destaca la necesidad de establecer estándares éticos en las recomendaciones de inversión y en la promoción de productos financieros, con especial atención a la creciente influencia de los “finfluencers” (influencers financieros). Además, desaconseja la prohibición total de incentivos financieros (inducements), ya que esto podría limitar el acceso de los inversores a una oferta diversificada de productos financieros. Respecto a la sostenibilidad, el documento subraya la necesidad de contar con estándares claros y fiables para la presentación de información sobre factores

ambientales, sociales y de gobernanza (ESG). También enfatiza la importancia de formar a los profesionales financieros en la integración de la sostenibilidad en sus procesos de inversión. En cuanto a las pensiones, el plan resalta la urgencia de adoptar medidas que permitan a los sistemas de pensiones europeos adaptarse a las cambiantes condiciones demográficas y económicas.

### RECOMENDACIONES CLAVE PARA LOS REGULADORES DE LA UE

El plan presenta recomendaciones para modernizar y fortalecer el marco regulatorio de la UE, asegurando su capacidad para enfrentar los retos financieros del futuro, proteger a los inversores y fomentar la innovación. Entre las principales propuestas se incluyen:

- Implementar reformas integrales en los sectores bancario, de gestión de activos y asegurador para integrar y desarrollar los mercados de capitales de la UE.
- Colaborar a nivel global para definir el concepto de “recomendación de inversión”, incluyendo su uso por influencers financieros.
- Evitar la prohibición total de incentivos financieros para mantener la diversidad de productos accesibles a los inversores.
- Establecer estándares éticos y medidas de protección para el uso de IA en finanzas.
- Regular los criptoactivos de manera equilibrada, fomentando la innovación sin comprometer la protección del inversor.
- Permitir la gamificación en aplicaciones de inversión, pero introducir mecanismos que fomenten decisiones más reflexivas.
- Homogeneizar las certificaciones para asesores financieros en toda la UE.
- Abordar los problemas de fiabilidad de los datos ESG y los elevados costos de recopilación mediante la creación de estándares uniformes.
- Unificar la definición de pequeñas y medianas empresas (PYMEs) y reducir sus requisitos de divulgación y cotización para fomentar su crecimiento.
- Armonizar los procedimientos de insolvencia en la UE para mejorar la coherencia y previsibilidad. **G**



## ¿Está el nuevo presidente empujando a Estados Unidos a la recesión económica?

**Steven Bell** (Columbia Threadneedle Investments) | Las cifras económicas de Estados Unidos han empeorado recientemente. La confianza de los consumidores se ha desplomado, el gasto de los consumidores fue débil en enero y el índice compuesto de gestores de compras ha caído bruscamente: desde un... +

## China: más señales alentadoras

**Mali Chivakul** (J. Safra Sarasin Sustainable AM) | Recientemente ha habido algunas señales alentadoras de apoyo gubernamental a la economía: el impulso crediticio positivo de los dos últimos meses y el simposio con los principales líderes del sector privado para reforzar la confianza entre las empresas privadas. Este último fue similar al celebrado a finales de 2018, que parecía proporcionar un suelo a la renta variable china... +



## Alemania puede mantener el estímulo fiscal sin hacer peligrar su calificación crediticia AAA

**Mauro Valle** (Generali Investments) | El anuncio por los dos principales partidos alemanes de un programa de gasto fiscal masivo en infraestructuras y defensa ha provocado una subida de 40 puntos básicos de los rendimientos del Bund en apenas dos días, han pasado del 2,5% al 2,9%. El mercado ha revalorizado... +



JUAN PABLO HERNÁNDEZ DE LA MERCED (\*)

(\*) Director del área de sostenibilidad de CaixaBank Asset Management

# La inversión de impacto, clave para una economía sostenible

La inversión de impacto se ha consolidado como una estrategia clave para avanzar hacia una economía más sostenible, al equilibrar la rentabilidad financiera con objetivos sociales y medioambientales. A medida que el mercado global de inversiones de impacto crece, alcanzando más de 1,6 billones de dólares en 2024, la tendencia hacia la integración de criterios sostenibles se ha expandido más allá de los mercados privados hacia los activos líquidos.

**E**l sector financiero es clave para avanzar a una economía sostenible. **Cómo y hacia dónde se canalizan la inversión y la financiación** es crucial para la transformación a una economía descarbonizada y una transición equitativa.

Si hablamos de inversiones, existen **diferentes aproximaciones a la sostenibilidad a través de la inversión responsable**. Desde los productos que aplican criterios éticos mediante listados de exclusiones, hasta la filantropía entendida como inversiones con un objetivo financiero y un fin social o medioambiental determinado, en muchos casos, con menor o escasa rentabilidad.

La inversión de impacto está en un punto intermedio. Sin renunciar a una **rentabilidad financiera competitiva**, estas inversiones pretenden conseguir **objetivos sociales y medioambientales** en ámbitos donde el mercado no llega con sus mecanismos tradicionales de asignación de recursos.

El consenso establece que para que una inversión se considere de impacto debe agrupar la **intencionalidad**, ligada al propósito social o medioambiental de la inversión; la **capacidad de medición**, necesaria para demostrar el logro de ese objetivo, y que mediría el valor añadido de retorno para el inversor, en muchos casos, vinculado a la remuneración de los gestores de estas inversiones; y la **rentabilidad**, imprescindible para competir con otras oportunidades de inversión, también atractivas.

La inversión de impacto comenzó principalmente en el mercado anglosajón con un carácter social dentro de los activos ilíquidos (mercados privados), con pequeños proyectos fuera de la atención de los mercados de activos líquidos. Ahora, con su desarrollo global, **este tipo de inversión superó los 1,6 billones de dólares estadounidenses en 2024**, desde los 1,164 billones estadounidenses en 2022 según el informe GIInsight: Sizing the Impact Investing Market 2022 de Global Impact Investment Network. Pese este **crecimiento del 37%**, se mantiene como una estrategia de inversión minoritaria, considerando que el mercado global de activos financieros supera los 5.000 billones de dólares estadounidenses.

El desarrollo de la inversión de impacto se potencia a través de asociaciones como Global Steering Group para la inversión de impacto (GSG) cuyo brazo español es SpainNAB (Consejo asesor para la inversión de impacto) que preside CaixaBank. Según los últimos datos publicados **la inversión de impacto en España alcanzó los 1.517 millones de euros en 2023**, mientras que la financiación de impacto fue 1.740 millones

de euros, en gran parte ligada a microcréditos, destacando MicroBank, el banco social de CaixaBank, que concede uno de cada cuatro en Europa.

El Reglamento de Divulgación de Finanzas Sostenibles (SFDR), dentro del Plan de acción de la UE sobre finanzas sostenibles, y la definición de aquellas instituciones de inversión colectiva que persiguen un objetivo medioambiental y/o social (coloquialmente, los fondos de artículo 9) avivó el debate sobre si los fondos de inversión en activos líquidos podían ser considerados de impacto. Esto ampliaría el marco de operaciones **al considerarse que los activos líquidos contribuyen a generar impacto positivo**, y no solo los activos de capital privado.

Así, ensanchar la definición de impacto permite que las compañías cotizadas en todo el mundo puedan ser vistas por su contribución global a la sociedad a través de ese enfoque de adicionalidad y la posibilidad de medición de sus impactos. Por ejemplo, si se desarrolla un proceso que abarata la producción de un medicamento para mejorar la accesibilidad de la población menos favorecida, se considera como un impacto positivo. Igualmente, hay productos de capital riesgo que invierten en energías renovables o fondos temáticos de agua o de biodiversidad. Es decir, **las compañías cotizadas producen impacto**.

Bajo este criterio, **CaixaBank ha desarrollado la gama de fondos SI Impacto**, que representa más de la mitad del volumen de patrimonio gestionado de fondos de inversión clasificados bajo el artículo 9 del SFDR lanzados en España. Esta gama complementa la oferta de productos de capital privado con finalidad de impacto que se ofrece a nuestros clientes conforme a su perfil inversor.

Los avances de la inversión de impacto y las metodologías para su medición prosiguen con iniciativas como las cuentas financieras de impacto. Esta iniciativa, liderada por la Universidad de Harvard y la Impact Economy Foundation, persigue **homogeneizar la medición del impacto** positivo y negativo de las compañías, llevando a números comparables esa incidencia.

El **crecimiento de la inversión de impacto del 26% en 2023 en España** no garantiza futuros incrementos de volumen similares, pero las expectativas de crecimiento son elevadas. Entre los vehículos de capital privado y los fondos de inversión tradicionales, se espera que la inversión de impacto gane cuota de mercado durante los próximos años, por su **atractivo de generar valor positivo rentable, es decir, que aúnan impacto y rentabilidad**.

## GESTORES "Nuestras noticias destacadas en la web de Consenso del Mercado, para seguir el día a día y profundizar en la realidad del mundo de los Gestores"

**El oro en 3.000 dólares: La demanda de refugio supera los factores tradicionales**



**El NorgesBank sigue siendo el único banco central que no ha comenzado aún con los recortes: mantiene los tipos en el 4,50%**

**Se acabó la comida gratis: impacto del aumento de los tipos de interés en el capital privado**



**Los bancos españoles cotizan a un PER a 12 meses de 6x, muy por debajo de la media histórica, con una rentabilidad por dividendo de dos dígitos**

ENRIQUE MARAZUELA

CFA, CAd; Director Asuntos Económicos de la Universidad Pontificia Comillas



# Un shock de oferta negativo: De los proveedores más eficientes a los más fiables

Tras la reunificación de Alemania, el tablero geopolítico mundial ha sufrido transformaciones profundas que hoy se reflejan con fuerza en la economía global. La pugna por el liderazgo internacional ha desplazado al libre comercio como eje central, dando paso a una lógica marcada por la seguridad y el proteccionismo. Las cadenas de suministro se redibujan, el equilibrio económico se reacomoda y los costos del conflicto —aranceles, rearme, tensiones militares— comienzan a impactar de lleno en el crecimiento y la inflación.

**L**a nueva situación geopolítica dista mucho de la que nació tras la caída del Muro de Berlín en 1989. Ya no tenemos una potencia global hegemónica sin rival alguno, Estados Unidos, sino que ha emergido otra, China, que reivindicada, sin prisa pero sin pausa y con firmeza, su primacía mundial. Junto a ellas, Rusia ha resurgido de sus cenizas y, si bien no busca ocupar el papel que desempeñó durante la Guerra Fría, sí reclama una posición muy distinta a la que ha ocupado en las últimas décadas.

La caída del Muro de Berlín y la revolución tecnológica permitieron un desarrollo casi explosivo del comercio mundial que, como todo shock de oferta positivo, cristalizó en un mayor crecimiento y una menor inflación, así como una reducción nunca vista de la pobreza extrema, tal y como lo atestiguan los datos del Banco Mundial.

Este entorno favorable al comercio mundial se ha resentido mucho en el último lustro, especialmente con los conflictos bélicos de Ucrania y de Gaza. Esto ha generado una conciencia de necesidad de rearme en los países de Occidente, a excepción de EE.UU., aplicando el famoso aforismo acuñado por los romanos *si vis pacem, para belum*, que afirma que la mejor manera de evitar la guerra es la disuasión.

Esto tiene también trascendencia en el comercio mundial, ya que requiere revisar la cadena de suministros y desviarla desde los proveedores más eficientes hacia los más fiables en el caso de un conflicto. Esta reasignación del proveedor más eficiente al más fiable supone un shock de oferta negativo, con las conocidas consecuencias económicas: menos crecimiento y más inflación.

Pero éste no es el único shock de oferta negativo al que nos enfrentamos, pues esperamos otro y de mucho más impacto, el derivado del aumento de aranceles entre países, que da lugar a que se sustituya el bien importado, más eficiente, por otro, doméstico, más caro o de menor calidad. Si bien los efectos en alza de inflación son claros, las consecuencias en crecimiento doméstico no parecen tan evidentes, pero sí son nocivos. Aunque a corto plazo la sustitución de importaciones por producción doméstica pueda suponer un empuje a la economía nacional, a la larga genera una pérdida de competitividad que suele tener funestas consecuencias y la historia económica está llena de ejemplos.



*“La reconfiguración de las cadenas de suministro, impulsada por la necesidad de cambiar de proveedores eficientes a los más fiables debido a la incertidumbre geopolítica, está generando un shock de oferta negativo.”*



Pero el cambio en el tablero geopolítico tiene otra consecuencia negativa: el rearme. Con independencia de su calificación moral, el rearme trae a colación el dilema popularizado por el premio Nobel Samuelson: mantequilla o cañones, que nos refleja que la fabricación de armas tiene un coste de oportunidad. Además de lo anterior, el rearme ha de ser financiado y ello solo puede hacerse por una de estas tres vías: más impuestos, menos gasto público o más emisión de deuda, o una combinación de los tres, que es lo que probablemente ocurrirá. En todo caso, supone una merma del bienestar social, que no será recuperable porque el nuevo paradigma implica que hemos perdido el llamado dividendo de la paz.

Desde un punto de vista geográfico, los ciudadanos occidentales, y especialmente los europeos, somos los que estamos más expuestos y menos preparados frente a una amenaza rusa, y, por lo tanto, los que tendremos que hacer el mayor esfuerzo. No negamos las externalidades positivas que la inversión en defensa tiene en la actividad industrial y el avance científico, pero esta externalidad positiva solo compensa parcialmente, e insistimos en el término parcial, el esfuerzo que supone.

Todo lo anterior altera el panorama económico que teníamos frente a nosotros. La economía global creció un 3,2% en 2024 y se espera que crezca algo menos, pero por encima del 3,0% en 2025 y 2026. La inflación, y aquí nos circunscribimos al entorno de países de la OCDE, fue de un 3,6% en 2024 y se espera un ligero repunte hasta el 3,8% en 2025 para posteriormente descender hasta el 3,2% en 2026.



*“La política de rearme en Europa, aunque puede tener efectos positivos en la industria y la ciencia, conlleva altos costos sociales y económicos, además de una merma en el bienestar general.”*

Si hay un riesgo actualmente es que revisemos a la baja el crecimiento y al alza la inflación, lo cual hace más difícil la bajada de tipos de interés por parte de los bancos centrales. Las casas de análisis prevén todavía en 2025 una bajada de tipos por parte de la Fed hasta el 4,0% y del BCE hasta el 2,0%; es difícil que se materialicen si sigue la dinámica actual y es probable que si bajan los tipos rectores de estos dos bancos centrales lo hagan por la mala razón, caída del crecimiento, y no por la buena, reducción de la inflación.

La nueva llegada de Trump a la presidencia ha tenido consecuencias en los mercados un poco contradictorias. Por una parte, la bolsa norteamericana, que se veía como la gran ganadora, ha quedado estancada, y la europea ha rebotado, perdiendo su condición de eterna Cenicienta. Parece que el rearme en Europa puede ser el estímulo que necesitaba Europa, especialmente Alemania, para salir de su largo letargo. Este movimiento no solo se justifica por el cambio de expectativas, sino por la previa situación de valoración, muy desfavorable con este lado del Atlántico y excesivamente optimista con la otra orilla.

En el mundo de la renta fija también ha habido consecuencias, pues los bonos de referencia a 10 años han experimentado una relajación en EE.UU. desde cerca del 4,8% hasta el 4,3% actual y en Europa, y tomamos como referencia el *Bund* alemán, un repunte desde el 2,4% hasta el 2,8% actual. También atribuimos este movimiento a una combinación de cambio de expectativas y de estrechamiento de diferenciales.

¿Tendrán razón los mercados que han reflejado el cambio de situación geopolítica con estas reacciones? Solo el tiempo lo dirá porque la política es lo suficientemente impredecible actualmente como para hacer un juicio mínimamente basado. **G**

# Stablecoins VS CBDCs.

## La batalla por el Nuevo Orden Financiero mundial



Las *stablecoins* han pasado de ser un experimento económico a convertirse en una pieza fundamental del ecosistema financiero global. Su adopción sigue en ascenso, con una mayor integración en sistemas tradicionales y la promesa de regulaciones más claras tanto en EE.UU. como en Europa. Donde destacan las palabras del actual Secretario del Tesoro estadounidense, Scott Bessent, que ha reiterado que EE.UU. utilizará las monedas estables como un mecanismo clave para garantizar que el dólar siga siendo la principal moneda de reserva global. La capacidad de EE.UU. para consolidar la primacía del dólar en el criptomercado será clave en los próximos años, especialmente frente a intentos de otros países de crear sus propias alternativas digitales respaldadas por bancos centrales.

**TEXTO** Ismael Santiago,  
doctor en finanzas por la Universidad de Sevilla

### ¿QUÉ SON LAS CBDCS?

Las monedas digitales de bancos centrales (CBDC) son versiones digitales de la moneda fiduciaria emitida y regulada directamente por los bancos centrales, ofreciendo estabilidad y respaldo gubernamental en el sistema financiero. A diferencia de las *stablecoins* privadas, las CBDC tienen curso legal y están diseñadas para modernizar los sistemas de pagos sin depender de intermediarios financieros tradicionales. Actualmente, las CBDC más relevantes incluyen el yuan digital (e-CNY) de China, que ya está en uso en varias ciudades y en pruebas internacionales, y el euro digital, en fase de desarrollo por el Banco Central Europeo. Otros países como Nigeria han lanzado el eNaira, pero sin demasiado éxito.

Como decíamos, el euro digital es el proyecto del BCE para ofrecer una versión digital del euro físico. En fase de desarrollo desde 2020, la iniciativa busca garantizar una alternativa pública a los sistemas de pagos digitales dominados por empresas privadas. No obstante, su implementación plantea preocupaciones sobre privacidad y supervisión gubernamental.

### ¿QUÉ SON LAS STABLECOINS?

Las *stablecoins*, o monedas estables, han emergido como un pilar clave en el ecosistema financiero digital, proporcionando estabilidad en un entorno cripto caracterizado por su volatilidad. Diseñadas para mantener su valor estable mediante su

vinculación a un activo de reserva, estas monedas digitales combinan la eficiencia de la blockchain con la fiabilidad del dinero fiduciario. Además, estos criptoactivos han sido adoptados ampliamente en mercados emergentes, donde la inestabilidad monetaria ha incentivado su utilización como reserva de valor y medio de intercambio en economías afectadas por alta inflación.

### LOS PRINCIPALES TIPOS DE STABLECOINS INCLUYEN:

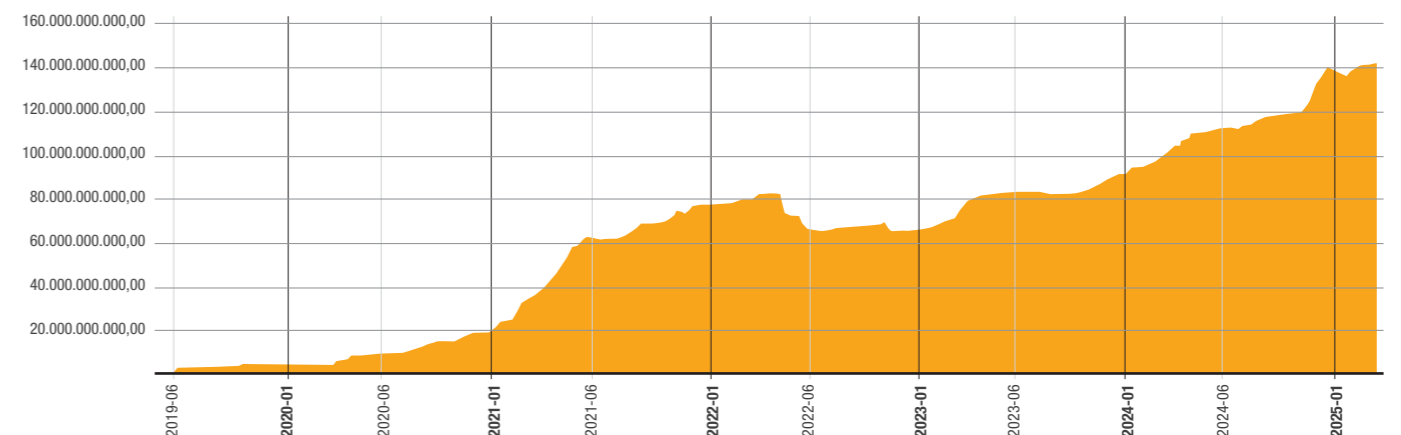
- **Respaldo en Moneda Fíat:** USDT (Tether), USDC (USD Coin).
- **Respaldo en Commodities:** PAX Gold (PAXG), ligado al oro.
- **Respaldo en Criptomonedas:** DAI, respaldada por Ether (ETH).
- **Stablecoins Algorítmicas:** Frax (FRAX), que mantiene su valor sin reservas directas.

Tether (USDT) es la *stablecoin* más utilizada en el ecosistema cripto, respaldada teóricamente en una proporción 1:1 por dólares estadounidenses y otros activos líquidos, lo que la convierte en un pilar clave para la liquidez del criptomercado. Su popularidad radica en su amplia aceptación en exchanges y su uso en transacciones transfronterizas rápidas y económicas. Sin embargo, su principal problemática radica en la falta de transparencia sobre sus reservas, ya que ha enfrentado múltiples investigaciones y sanciones por presuntas inconsistencias en sus informes financieros y la composición real de sus activos de respaldo.

“El Reglamento MiCA de la Unión Europea busca establecer un marco legal unificado para las *stablecoins*, exigiendo transparencia y solvencia de los emisores.”

TETHER (USDT) / Evolución Market Cap Estimado (USD)

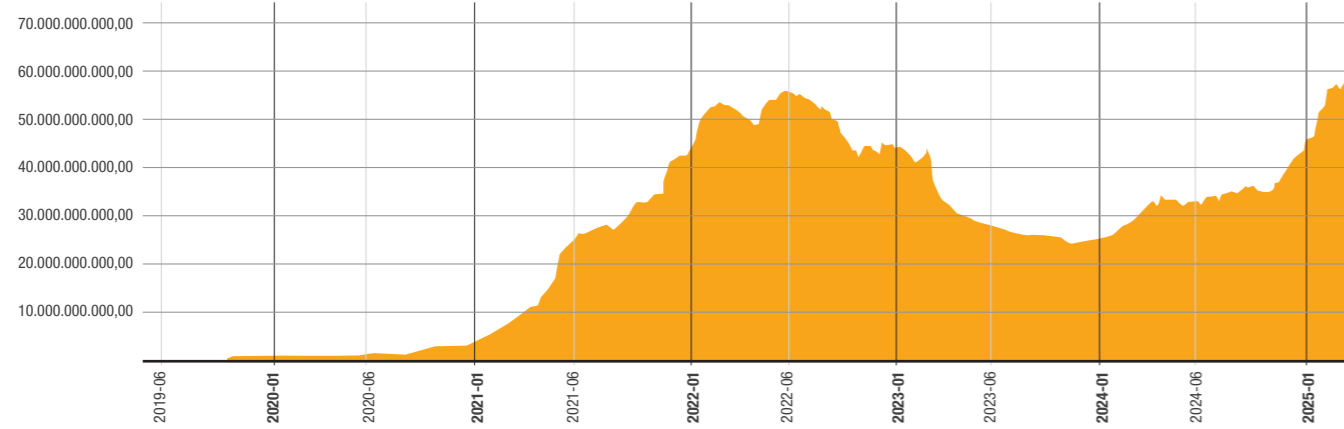
GRÁFICO 1



Fuente: Coinmetrics.io y Propia.

### USDC / Evolución Market Cap Estimado (USD)

GRÁFICO 2



Fuente: Coinmetrics.io y Propia.

### Diferencias entre Stablecoins y CBDCs

Aspecto	Stablecoins	CBDC
Emisor	Entidades privadas	Banco central
Respaldo	Criptomonedas, fiat, commodities y algoritmos	Moneda fiduciaria oficial
Privacidad	Variable, algunas anónimas	Supervisión estatal
Interoperabilidad	Compatible con DeFi y cripto	Integración con sistemas bancarios
Regulación	Sujetos a normativas de emisores	Regulado directamente por gobiernos
Curso legal	No tienen curso legal	Es moneda de curso legal

TABLA 1

USD Coin (USDC) es la seguidora directa de Tether. Emitida por Circle y respaldada por reservas totalmente auditadas compuestas principalmente por efectivo y bonos del Tesoro de EE.UU., lo que le ha otorgado una reputación de mayor transparencia en comparación con USDT. Es ampliamente utilizado en pagos digitales, trading y aplicaciones descentralizadas debido a su estabilidad y cumplimiento normativo. Sin embargo, en marzo de 2023, el USDC se enfrentó a una crisis cuando se reveló que Circle tenía 3.300 millones de dólares en reservas depositadas en el Silicon Valley Bank (SVB), que colapsó inesperadamente. Esto provocó que USDC perdiera temporalmente su paridad con el dólar, cayendo hasta 0,87 USD antes de recuperarse cuando las autoridades estadounidenses intervinieron para garantizar la liquidez de los depósitos bancarios.

Por otra parte, si bien las *stablecoins* presentan ventajas como la estabilidad y bajos costes de transacción, también existen riesgos relacionados con la transparencia de las reservas y posibles esquemas financieros insostenibles. La falta de regulación clara en muchos países también ha generado incertidumbre sobre su viabilidad a largo plazo, lo que ha llevado a diferentes gobiernos y organismos internacionales a analizar cómo incorporarlas en el sistema financiero global sin generar riesgos para la estabilidad económica.

“Las monedas digitales de bancos centrales (CBDC) son versiones digitales de la moneda fiduciaria, ofreciendo respaldo gubernamental y estabilidad en los sistemas de pagos.”

En tabla 1 podemos ver las diferencias entre *Stablecoins* y CBDC

### EVOLUCIÓN DEL MERCADO DE STABLECOINS

Para *Visa*, en 2024 el mercado de *stablecoins* superó los 225.000 millones de dólares, donde monedas estables como USDT y USDC dominaban con el 87,33% del mercado respaldado en dólares. Cuando hacíamos este artículo, el 15 de marzo de 2025, según datos facilitados por *coinmarketcap.com*, la capitalización de mercado de todas las *stablecoins* era de 232.991.587.971 \$, donde claramente destacaban Tether (USDT) con un market cap de 143.485.566.503 \$ y USDC con 58.679.383.597 \$. Ambas suponían un 86,76% del mercado total de monedas estables.

La evolución de estas criptomonedas ha sido impulsada por su adopción en el sector financiero y tecnológico. Empresas como Stripe, PayPal y *Visa* han integrado *stablecoins* en sus ecosistemas de pagos digitales, facilitando transacciones globales sin necesidad de intermediarios bancarios.

Investigaciones recientes de *Harvard Business Review* y *Visa* destacan el impacto de las *stablecoins* en las remesas, los pagos transfronterizos y la descentralización financiera. También, un estudio del Bank of America considera que las *stablecoins* serán fundamentales en la evolución del sistema financiero, combinando la estabilidad del dinero fiduciario con la eficiencia de la tecnología blockchain. Para lograrlo, deberá superar barreras regulatorias, generar confianza y colaborar con reguladores y empresas tecnológicas para garantizar un ecosistema financiero seguro, transparente y eficiente.

Por su parte, para Fidelity, las *stablecoins* podrían superar a los sistemas tradicionales de pagos en volumen de transacciones en los próximos años. En 2023, las *stablecoins* liquidaron 3,7 billones de dólares en transacciones, y en 2024 esta cifra superará los 5,2 billones, acercándose al volumen anual de *Visa* (13,2 billones de dólares en 2024).



“Las *stablecoins* han pasado de ser un experimento económico a convertirse en una pieza fundamental del ecosistema financiero global, con una adopción creciente en sistemas tradicionales.”

Según un informe de Reuters, Rusia ha recurrido al uso de la *stablecoin* USDT (Tether) y Bitcoin para facilitar el comercio de petróleo con China e India, esquivando así las sanciones internacionales. En esta operativa, las empresas petroleras rusas han empleado intermediarios financieros: un comprador chino paga en yuanes a un tercero, quien convierte esos fondos en criptomonedas y los transfiere a una cuenta intermedia. Posteriormente, estos criptoactivos son enviados a una cuenta en Rusia, donde finalmente se liquidan a través de exchanges locales. Este mecanismo ha permitido realizar transacciones de forma ágil y eficiente, lo que indica que el uso de criptomonedas en el comercio energético podría mantenerse incluso en un escenario sin sanciones.

También es reseñable la noticia donde la Comisión de Bolsa y Valores de EE.UU. (SEC) aprobó el lanzamiento de YLDS, una *Stablecoin* con rendimiento emitida

por la entidad Figure Markets, lo que marca un cambio en la postura regulatoria estadounidense.

### REGULACIÓN DE STABLECOINS: MICA Y LA LEY GENIUS EN EE.UU.

El Reglamento de Mercados de Criptoactivos (MiCA) es la iniciativa regulatoria de la Unión Europea que busca establecer un marco legal unificado para las *stablecoins* y otros criptoactivos en los países miembros. En vigor desde junio de 2024 y con implementación total en 2026, MiCA impone estrictos requisitos de transparencia y solvencia para los emisores de *stablecoins*. Entre sus principales disposiciones, exige que los emisores estén debidamente autorizados, mantengan reservas suficientemente líquidas para garantizar la paridad con la moneda de referencia y cumplan con normativas de supervisión financiera y prevención de blanqueo de capitales. Asimismo, prohíbe las *stablecoins* algorítmicas y establece límites en la emisión y circulación de *stablecoins* respaldadas por fiat dentro de la UE para evitar riesgos financieros sistémicos.

En EE.UU., la propuesta de ley GENIUS (Guiding and Establishing National Innovation in U.S. *Stablecoins*) busca definir un marco regulatorio para las *stablecoins*, diferenciando a los emisores según su tamaño y nivel de impacto en el sistema financiero. La ley establece que los grandes emisores deberán estar bajo la supervisión de la Reserva Federal si son bancos, mientras que los emisores no bancarios estarán regulados por la Oficina del Controlador de la Moneda. También impone estrictos requisitos de reserva, exigiendo que las *stablecoins* estén respaldadas en un 100% por activos líquidos como depósitos en efectivo o bonos del Tesoro.

### CONCLUSIÓN

El futuro del dinero digital se debate entre *stablecoins* y CBDCs. Mientras las primeras dominan el mercado por su eficiencia y flexibilidad, las segundas ofrecen un marco regulado con respaldo gubernamental. Lo único seguro es que el panorama financiero está cambiando rápidamente, y quienes se adapten a esta nueva realidad digital liderarán la economía del futuro. **G**





# La transformación del sector de la gestión de patrimonios

TEXTO Héctor Chamizo

En un contexto global marcado por la incertidumbre económica y los cambios geopolíticos, los gestores de patrimonios enfrentan desafíos y oportunidades en 2025. La adopción de la inteligencia artificial y el enfoque en activos privados son las principales estrategias para impulsar el crecimiento de los activos bajo gestión (AUM).

**E**l panorama global de la gestión de patrimonios se encuentra ante una etapa de transformación acelerada, marcada por avances tecnológicos, desafíos geopolíticos y una evolución en las preferencias de los clientes. Según los últimos datos de la encuesta de Natixis Investment Managers (Natixis IM), los gestores de patrimonios están apostando por la inteligencia artificial (IA) y los activos privados como los principales impulsores del crecimiento en los próximos años.

En un contexto marcado por la incertidumbre económica y los cambios políticos, el sector está adoptando nuevas estrategias para mantenerse competitivo y satisfacer las crecientes demandas de los inversores.

## UN FUTURO PROMETEDOR

Los gestores de patrimonios han experimentado un crecimiento notable en los últimos

años. Los activos bajo gestión (AUM, por sus siglas en inglés) aumentaron un 20% a nivel mundial en los últimos cinco años. A medida que nos adentramos en 2025, las expectativas siguen siendo optimistas, con una proyección de crecimiento del 13,4% en los AUM a nivel global y un 16,7% en España. Este crecimiento se ve impulsado por la demanda de los clientes y la diversificación de las carteras, en un contexto en el que los gestores buscan aumentar la rentabilidad y mitigar los riesgos asociados a un entorno económico incierto.

A pesar de las perspectivas positivas, los gestores de patrimonios se enfrentan a una serie de desafíos. La volatilidad macroeconómica, los nuevos conflictos geopolíticos y la inflación son las principales preocupaciones. La encuesta revela que, aunque el 73% de los gestores globales (88% en España) se muestra optimista sobre sus perspectivas para 2025, la incertidumbre sigue presente. En particular, los nuevos conflictos geopolíticos se consideran la mayor amenaza económica, seguidos por la inflación y la intensificación de las guerras en curso.

## EL ROL DE LA INTELIGENCIA ARTIFICIAL

Uno de los aspectos más destacados de la encuesta es el papel que la inteligencia artificial (IA) desempeñará en el futuro del sector. El 79% de los gestores globales cree que la IA tiene el potencial de acelerar el crecimiento de los beneficios en los próximos diez años. En España, esta cifra asciende al 68%. La IA se está integrando en varias áreas clave: la mejora del proceso de inversión, la evaluación de riesgos y la optimización de las operaciones comerciales. De hecho, el 69% de los gestores globales asegura que la IA mejorará su capacidad para descubrir oportunidades de inversión ocultas, mientras que el 61% la considera una herramienta esencial para evaluar los riesgos del mercado.

Sin embargo, la adopción de la IA no está exenta de desafíos. A pesar de que el 58% de los gestores globales ya están utilizando herramientas de IA en su proceso de inversión, una parte significativa de los encuestados muestra preocupaciones sobre los riesgos que implica el robo-asesoramiento y la obsolescencia de las empresas que no integren la IA. A pesar de estos temores, la mayoría considera que la IA puede ofrecer una ventaja competitiva significativa al mejorar la diversificación y la eficiencia operativa.

## LOS ACTIVOS PRIVADOS

A medida que los gestores de patrimonios buscan satisfacer las demandas cambiantes de sus clientes, los activos privados siguen siendo un área clave de enfoque. Aunque los activos públicos siguen siendo la base de la mayoría de las carteras, los gestores están incrementando su exposición a activos privados, como el capital privado y el crédito privado. El 92% de los gestores globales tiene previsto aumentar o mantener su oferta de crédito privado, mientras que el 91% tiene la intención de hacer lo mismo con el capital privado.

**“En 2025, los gestores de patrimonios proyectan un crecimiento del 13,4% en los activos bajo gestión a nivel global, con España destacando con un 16,7%”**

Sin embargo, este enfoque en activos privados no está exento de desafíos. Un 26% de los gestores globales (28% en España) considera que la falta de acceso a estos activos es una amenaza para su negocio. Además, la falta de comprensión sobre la liquidez de los activos privados por parte de los clientes es otro obstáculo importante.

A pesar de estas barreras, los gestores continúan apostando por los activos privados como una estrategia a largo plazo, especialmente en el contexto del ahorro para la jubilación. **G**

## La visión española del sector

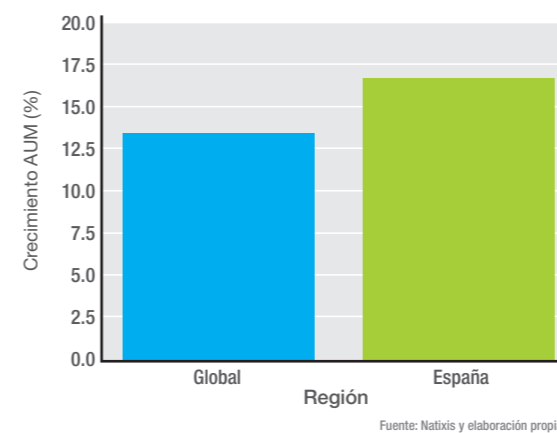
**España se posiciona** como un mercado destacado dentro de la encuesta, con un 88% de los gestores que se muestran optimistas sobre las perspectivas del mercado en 2025, un porcentaje considerablemente más alto que el global del 73%. Este optimismo se ve reflejado en las proyecciones de crecimiento de los AUM, que para 2025 alcanzan un 16,7% en comparación con el 13,4% global.

Sin embargo, a pesar de este optimismo, las preocupaciones son similares a las del resto del mundo. En particular, la geopolítica y la inflación son factores que generan incertidumbre. El 44% de los gestores españoles considera los nuevos conflictos geopolíticos como la principal amenaza económica, seguido de la inflación (20%). En este contexto, los gestores están atentos a los cambios en las políticas gubernamentales y las elecciones de 2024, que podrían tener un impacto significativo en la economía global y en la disposición de los clientes a asumir riesgos.

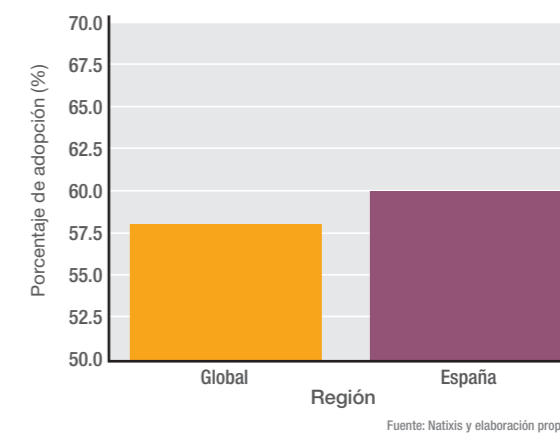
En cuanto a la adopción de la inteligencia artificial, España se presenta como un mercado avanzado. Un 60% de los gestores españoles ya ha implementado herramientas de IA en su proceso de inversión, y la mayoría considera que la IA será clave para descubrir nuevas oportunidades de inversión y evaluar los riesgos del mercado. Sin embargo, existe un temor generalizado a que el robo-asesoramiento y la falta de interacción humana puedan restar valor a la experiencia del cliente, un aspecto que los gestores deberán manejar con cautela.

Los activos privados continúan siendo una prioridad para los gestores españoles. La encuesta muestra que el 91% de los gestores españoles planea aumentar o mantener sus inversiones en capital privado, y el 92% lo hará con el crédito privado. Los gestores siguen apostando por ellos como una estrategia sólida a largo plazo, especialmente para aquellos clientes interesados en diversificar sus carteras y mejorar la rentabilidad a través de inversiones no cotizadas. **G**

• Crecimiento proyectado de los AUM en 2025



• Adopción de herramientas de la IA en la gestión de patrimonios



ÁNGEL MARTÍNEZ-ALDAMA (\*)

Presidente de Inverco



## Fondos de Inversión y Fondos de Pensiones: motores de financiación de la economía

En un contexto europeo que exige movilizar inversiones masivas hacia sostenibilidad, digitalización y defensa, el sector de gestión de activos español se perfila como actor estratégico. Con más de 860.000 millones de euros gestionados, necesita un marco normativo y fiscal ambicioso que impulse la inversión a largo plazo.

La relevancia del sector de gestión de activos (Fondos de Inversión y Fondos de Pensiones, se manifiesta en que gestionamos el ahorro de 14 millones de españoles, con 33 millones de cuentas, que totalizan más de 860.000 millones de euros). Además, solo los Fondos domésticos financian la economía española con inversiones de más de 148.000 millones de euros (11% del PIB), y la inversión con estándares de sostenibilidad suponen más de 182.000 millones de patrimonio. Y ambos vehículos canalizan a los mercados financieros 1 de cada 5 euros ahorrados por las familias españolas

Estamos en un momento crucial para el futuro de la Unión Europea, con la reciente renovación del Parlamento y la del Colegio de Comisarios, y con unos acontecimientos geopolíticos impensables solo hace unos meses.

El debate europeo actual está centrado en como transformar la economía europea hacia la sostenibilidad, la digitalización y ahora la defensa, con una necesidad de inversión anual cifrada en 800.000 millones de euros anuales (informe Draghi), sin incluir los gastos en defensa. Los informes Letta, Noyer, Draghi, así como las 20 recomendaciones de ESMA apuntan a la imprescindible potenciación de los mercados financieros como condición indispensable para esta transformación desde la óptica de la autonomía estratégica europea.

Además, y referido a España, en diciembre pasado la OCDE presentó su informe de mejora de la competitividad de los mercados financieros españoles, informe elaborado a propuesta de CNMV, en el que se puso de manifiesto la urgencia de impulsar los Fondos de Pensiones como motor ideal de dinamización de los mercados financieros, al ser inversores institucionales a largo plazo.

Pero este reto mayúsculo para Europa (en el que se insiste reiteradamente en los informes mencionados), y en especial para España, requiere de un impulso decidido de los vehículos de ahorro, con un marco fiscal mucho más estimulante, para así revertir el déficit crónico de nuestro saldo exterior en balanza de pagos, además de incrementar nuestra autonomía estratégica para decidir las inversiones.

Sin duda hemos tenido recientes mejoras normativas positivas en Fondos de Inversión, y nuestra regulación se va alineando poco a poco con la europea, al ir eliminando varias divergencias. No obstante, y para poder seguir ayudando en el cumplimiento de los grandes objetivos de política económica (financiación de la transición digital y sostenible, con especial financiación a pymes), hay que acelerar el ritmo para que nuestra legislación llegue a esa alineación con las normas europeas en tres líneas estratégicas:

- Inversiones en activos alternativos. Para ello debería eliminarse la actual doble tributación de los partícipes en Fondos de Inversión a largo plazo (FILPES/ELTIFS),
- Inversiones en Pymes y sostenibles, regulando una fiscalidad favorable para los partícipes de Fondos en cuya cartera haya un peso mínimo de inversión en Pymes o en inversiones sostenibles, equipando la fiscalidad ya existente para el ahorrador en depósitos o seguros de ahorro a cinco años.
- Inversores institucionales, regulando los Fondos Institucionales a partícipes que sean contrapartes elegibles y con un número máximo (no mínimo) de partícipes

Finalmente, quiero destacar cuatro reformas imprescindibles para impulsar decididamente los Fondos de Pensiones:

- Impulsar los Fondos de Pensiones en las empresas para que sean un complemento real al sistema de reparto, recuperando íntegramente los estímulos fiscales que tenían las empresas, y estableciendo estímulos no fiscales, y así facilitar en la negociación colectiva la constitución de los Planes de Pensiones, incluso con sistemas de adscripción automática de trabajadores con opción individual de exclusión (*autoenrolment*).
- Reconstituir los límites de aportación a Planes de Pensiones individuales, recuperando total o parcialmente el límite de aportación existente hasta 2020. En las Diputaciones Forales vascas el límite anual está en 5.000 euros. En los 4 últimos años las familias no han podido ahorrar en Planes de Pensiones 10.500 millones de euros, con muy escasas aportaciones adicionales en Planes de empleo.
- Estimular el trasvase del ahorro inmobiliario de las familias españolas al ahorro financiero destinado a la jubilación, con exención fiscal de plusvalías en las ventas de inmuebles (hasta 240.000 euros) si el importe se destina a un Plan de Pensiones para el cobro de prestaciones sólo en forma de renta financiera a largo plazo, al igual que ya existe para las rentas vitalicias, dando así más opciones a los ahorradores.
- Beneficiar el rescate del ahorro financiero de las familias españolas, especialmente el destinado a la jubilación, distinguiendo en la prestación la parte de la aportación (tributación como rendimientos del trabajo) de la parte del rendimiento (tributación a la escala mínima de la base del ahorro), al igual en la reforma que se está tramitando en las 3 Diputaciones Forales vascas. **G**



CONSEJEROS

www.revistaconsejeros.com



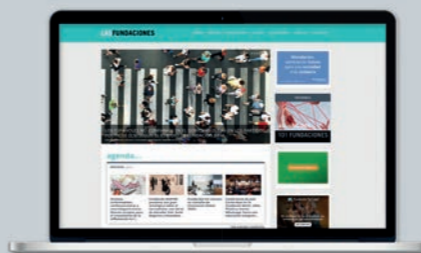
Consenso del Mercado

www.consensodelmercado.com



THE CORNER

www.thecorner.eu



LAS FUNDACIONES

www.lasfundaciones.com

# GRUPO CONSEJEROS



Revista  
CONSEJEROS



Revista  
GESTORES



Revista  
EMISORES



Anuario  
101 FUNDACIONES

# MEJOR BANCA PRIVADA EN ESPAÑA

CaixaBank, elegido de nuevo por *Euromoney* en el 2025 **Mejor Banca Privada** en España y también **Mejor Banca Privada para Altos Patrimonios** y **Mejor Banca Privada en Servicios Family Office** en España.

**Gracias a clientes y empleados por hacerlo posible.**

