

ANÁLISIS Y ESTRATEGIA:  
**ARTÍCULOS  
EXCLUSIVOS  
QUE MARCARON  
2025**

**CARLOS ARENAS**



Durante el segundo semestre de 2025, los mercados financieros han vuelto a demostrar que invertir no consiste en predecir el futuro, sino en interpretarlo con criterio, método y contexto. En un entorno marcado por cambios macroeconómicos relevantes, tensiones geopolíticas, avances tecnológicos y nuevas oportunidades de inversión, el análisis riguroso se ha convertido en una herramienta imprescindible para el inversor.

En este documento recopilamos todos los artículos publicados por nuestro Responsable de Fondos, Carlos Arenas, durante la segunda mitad de 2025.

Análisis de mercados, economía global, sectores, activos financieros y tendencias de inversión que han permitido a nuestros lectores comprender mejor qué estaba ocurriendo y, sobre todo, por qué estaba ocurriendo. Cada artículo es una pieza más de un enfoque independiente, contrastado y orientado a la toma de decisiones informadas.

Si quieres acceder al documento completo con los 203 artículos publicados a lo largo de todo 2025, te invitamos a suscribirte a nuestro servicio Premium. La suscripción te dará acceso no solo al documento completo sino a todos los contenidos exclusivos, herramientas avanzadas y el acompañamiento necesario durante un año para invertir con una visión global, coherente y profesional.

## CAZADORES DE TENDENCIAS EN BOLSA

¡Consíguelo gratis  
con tu suscripción  
premium!



**SUSCRÍBETE AQUÍ**



## Índice de artículos 2semestre 2025

Introducción .....	5
1. ¿Pobre o rico? No solo depende de tu sueldo, sino de cómo lo gastas .....	7
2. Porqué los bancos se forran .....	12
3. Cómo batir de forma consistente al S&P. Miedo y psicología.....	15
4. Las grietas económicas de una sociedad que se fragmenta .....	18
5. Madre e hija destacan en la gestión de fondos en España .....	22
6. Los sueldos no suben, pero los impuestos sí. ¿Quién me ha robado mi queso?.....	24
7. ¿Por qué los salarios reales en España llevan 30 años estancados? .....	27
8. ¿Y si el mejor momento para invertir es cuando más miedo tienes?.....	31
9. El arma secreta del inversor paciente.....	34
10. La inflación no es un fantasma .....	38
11. Porqué los bancos se forran.....	41
12. ¿Cómo afecta a España el nuevo arancel del acuerdo Europa-EE.UU? ..	45
13. El crecimiento real de España .....	47
14. El IBEX 35 en máximos .....	51
15. ¿De dónde viene el objetivo del 2% de inflación? Una estupidez supina	56
16. Vivir por encima de nuestras posibilidades .....	59
17. La estrategia perfecta para batir a los índices y ser más rico .....	63
18. ¿Bajará tipos de Fed a la vuelta de verano? Parte 1 .....	67
19. ¿Bajará tipos la Fed a la vuelta de verano? Parte 2 .....	70
20. La inflación y la M2, una relación no tan sencilla.....	73
21. ¿Por qué el coste de financiación de Francia y Alemania se dispara mientras el BCE baja tipos? .....	77

22.	¿Gestión activa o pasiva? Depende de ti.....	80
23.	Mejores y peores países del mundo en impuestos, España mal... ..	83
24.	¿Me va a quitar el trabajo la IA? .....	87
25.	¿Pagas impuestos... o te los quitan? .....	90
26.	Por qué la decisión de la Fed afecta directamente a tu bolsillo con la hipoteca .....	95
27.	¿Pueden quebrar Japón o Reino Unido? .....	98
28.	Bancarrota del Estado del Bienestar .....	101
29.	¡Despierta, inversor! Vuelve el momento de Asia .....	105
30.	El IPC engaña, pero el carro del súper no miente.....	109
31.	Claro que se puede ahorrar ¿Netflix o libertad financiera?.....	113
32.	En defensa de la gestión activa, otra vez.....	116
33.	Qué han comprado y vendido los inversores este verano .....	122
34.	¡Sí, puedes ser millonario con un sueldo medio! .....	126
35.	¿Sigue siendo el sector salud una apuesta ganadora?.....	130
36.	En defensa de la libertad financiera y la memoria de Charlie Kirk .....	134
37.	El mercado está en máximos, por eso precisamente invierto en <i>Quality Dividend</i> .....	137
38.	La paradoja del oro, por qué puede seguir disparándose mucho más..	140
39.	¿Por qué mi fondo USA va plano si el S&P 500 sube un 14%? .....	143
40.	Quizá tú café te esté costando 425.000 euros y tú, sin saberlo .....	148
41.	Entendiendo los tipos de interés .....	151
42.	¿Cuánto pagamos (realmente) en impuestos sobre el sueldo en España? 155	
43.	Datos que revelan la falta de educación financiera, parte 1 .....	159
44.	Datos que revelan la falta de educación financiera, parte 2 .....	162

45.	Por qué el inversor gana menos que su fondo (no son las comisiones)	165
46.	Ni aunque lo hagas fatal: el mercado premia a quien se moja.....	169
47.	¡No invertir es el verdadero riesgo! .....	173
48.	Shutdown en EE.UU. ¿Qué es y por qué (no) me importa? .....	176
49.	Prepárate para la siguiente subida de impuestos .....	180
50.	La idea que podría salvar el sistema de pensiones.....	183
51.	¿Trabajar menos? Sí, pero solo si trabajamos mejor .....	187
52.	¿Burbuja?.....	191
53.	El nuevo patrón oro silencioso .....	196
54.	¿Millonario sin grandes cantidades? Sí, por favor. La historia de Irene y Sofía	199
55.	Caer para subir, el poder de las correcciones de mercado .....	202
56.	El nuevo sistema de cuotas de los autónomos .....	206
57.	¿Hora de volver a las <i>small caps</i> ? .....	209
58.	Luz verde para la Fed y el dato de la inflación .....	215
59.	Lo que cambia con el nuevo pacto comercial entre EE.UU. y China .....	218
60.	Los metales que sostienen el mundo .....	221
61.	¿Has ahorrado 1 millón? Hacienda se lleva 300.000 razones para que lo repienses.....	225
62.	La señal más clara de las caídas que vienen .....	228
63.	Siempre invertido... pero a tu manera .....	231
64.	Cómo viajar a Bora Bora de forma muy, muy, muy barata .....	234
65.	¿Otro mercado alcista más? Motivos para subir... y para salir .....	236
66.	¿Cómo calcular mi rentabilidad?.....	239
67.	¿Demasiada concentración en el S&P 500? No tan rápido... ..	242
68.	¿Qué activos están dejando atrás a los índices en 2025? .....	246

69.	¿En dónde inviertes cuando inviertes en EE.UU.? .....	250
70.	Escala lineal vs. escala logarítmica: la gran trampa visual .....	253
71.	Nvidia y sus pocos amigos: ¿fortaleza o talón de Aquiles? .....	256
72.	¿Está cara la bolsa americana? No como piensas. Comparándola con Europa .....	260
73.	¿Qué sectores usan la IA y la robótica? Quizá no son los que piensas... 263	
74.	Esto es lo que vas a ganar si inviertes 3.000 euros al año a partir de los 30 años	267
75.	¿Cuánto te gastas en café en toda tu vida? .....	269
76.	Por qué es tan importante la variación del precio de la vivienda en Estados Unidos y cómo afecta al mercado.....	272
77.	Por qué las grandes del S&P 500 vuelan mientras las pequeñas no tiran	276
78.	Cuando hay liquidez, los mercados tiran .....	281
79.	¿Por qué no deberías temer a las caídas del mercado? .....	284



## Introducción

Presentamos aquí el tercer compendio de artículos de *Estrategias de Inversión* en nuestra línea de tratar de impulsar la educación financiera y de hacerla accesible a todos.

Aquí encontrarás varias docenas de artículos sobre diferentes temáticas. Hemos eliminado los artículos relacionados con fondos concretos, centrándonos en aquellos que son más de economía y que pueden servir para entender algunos aspectos del mundo que nos rodea.

En este segundo semestre seguimos viendo impulso de la inteligencia artificial, deuda y enorme volumen de liquidez, lo que queda reflejado en varios de los artículos. No se trata de adivinar el futuro, sino de entender mejor el presente para articular una caja de herramientas conceptual que nos ayude a tomar decisiones de inversión más fundamentadas.

Como en los anteriores compendios no se trata de un manual, sino más bien de una guía de consulta, en caso de que alguno de los temas interese al lector. Encontrarás algunos artículos de cosas más puntuales o temporales y otros más estructurales sobre conceptos de finanzas. En cualquier caso, puede ser una ayuda para repasar o leer sobre algún tema concreto que toquemos en este compendio.

Volvemos a realizar el esfuerzo de aunar un nutrido grupo de artículos para presentarlo en *Estrategias de Inversión*, para intentar ayudar a nuestros usuarios. La educación financiera no termina y queremos ayudar a que, cada vez más personas, se animen a recorrer este apasionante camino con nosotros.

Con que te sirva para ojear algún artículo o lo puedas tener para buscar algún concepto, el esfuerzo ha valido la pena sobradamente.



## **1. ¿Pobre o rico? No solo depende de tu sueldo, sino de cómo lo gastas**

Se suele pensar que es rico quien gana mucho dinero. Y eso es falso. Vamos a ir paso a paso para explicarlo. Muchos ya lo saben, pero siempre viene bien que nos lo recuerden.

Ser rico no es cuestión de ingresos (no solo). Es cuestión de disciplina y hábitos, fundamentalmente. Más importante que los ingresos, sí. Podrás pensar que estoy exagerando, pero no es así.

Un rico puede cobrar 1.000 euros al mes y vivir. Claro, no saldrá mucho a cenar por ahí, probablemente comparta cuenta de Netflix (que no paga él) y su cuenta de Spotify del plan familiar lo paga su hermana. No se va a esquiar a las Rocosas, no. Pero vive en el primer mundo. No va a clases de hípica los domingos; no.

Un pobre, en cambio, puede ingresar 5.000 y seguir sufriendo estrés financiero, deudas y ansiedad. Pero por simplificar, vamos a suponer que ambos cobran lo mismo.

El primero gasta 750 euros al mes, el segundo, que también cobra 1.000 euros, se gasta todo. Resulta que ambos tienen una subida de sueldo. De los 1.300 que tienen ahora, el primero sigue con un presupuesto de gasto de 750 euros. El falso rico incrementa su gasto hasta los 1.300 euros, porque puede. Es más, pide un crédito para comprarse un coche de una buena marca. Se compra un móvil de gama alta, empieza a salir a cenar por ahí, mejores vacaciones, unos caprichos adicionales de ropa, eso sí, en rebajas...

Como ambos son buenos trabajadores, les vuelven a subir el sueldo a 1.400 euros. Y se repite el mismo patrón. Ahora resulta que, quien ahorra, es capaz de guardarse 650 euros al mes. El otro vive un poco angustiado porque apenas le llega para pagar el crédito del coche una vez reservadas sus vacaciones en una casita en la montaña.

Pasados 3 años, reciben en la empresa un curso de formación financiera. Allí les explican la importancia del ahorro y la inversión. Y nuestro amigo más hormiguita se da cuenta de que tiene 27.000 euros ahorrados. Le han explicado que el ahorro no es acumular, sino que se trata de invertir en libertad. Que ahorrar no es meter monedas en una hucha como hacía su abuela. Es posponer un consumo hoy para poder elegir mañana. Es, en definitiva, comprar tiempo y tranquilidad. Le dicen, con enfado de su jefe, que el ahorro bien invertido está comprando decir que no a su jefe. Es, en lenguaje de lucha de clases, el empoderamiento financiero; así que decide ponerse manos a la obra.

Invierte los 27 mil euros y decide hacer un ahorro periódico de 400 euros, para aprovechar e incrementar su nivel de vida en 300 euros mensuales.

A medida que van creciendo en la empresa, van cobrando un poquito más. Poco, pero algo van mejorando. El hormiguita va subiendo su gasto en función de sus escuetos incrementos salariales porque ha decidido que con ese ahorro invertido mensualmente ya es suficiente.

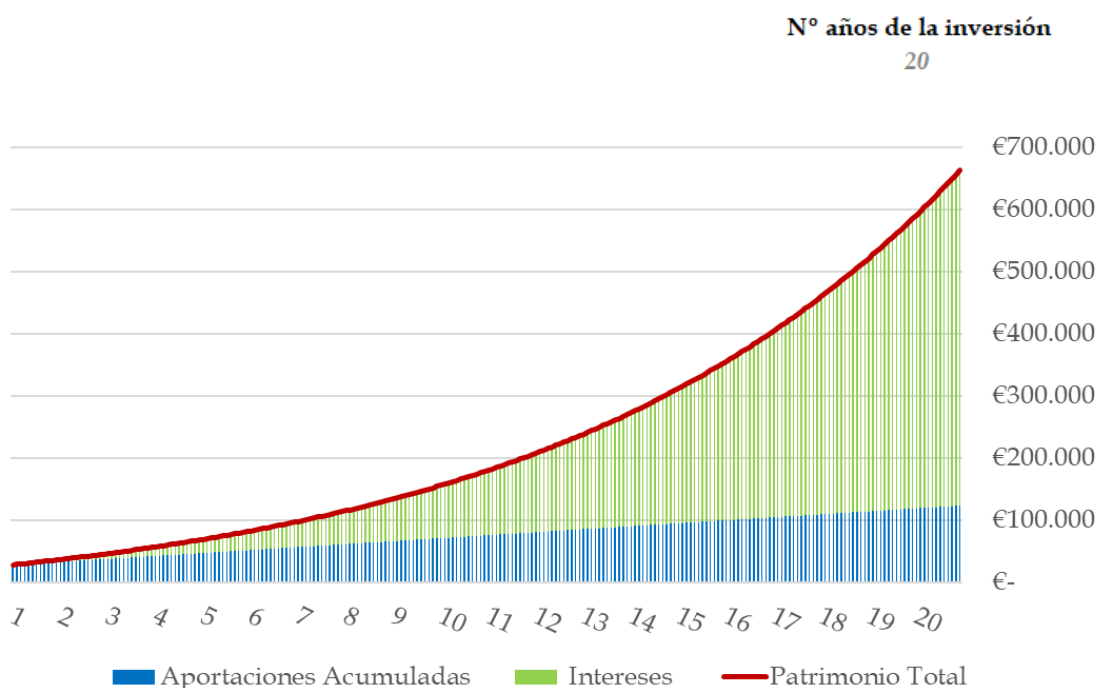
El otro, en cambio, sigue con su tren de vida. Y ambos transitan su vida hasta que, 20 años después, reciben una nueva formación en un curso de inversiones.

El menos disciplinado observa su cuenta. Cero. Eso sí, sus cenas de los jueves en un conocido restaurante de Madrid no se las ha quitado nadie. Ni tampoco sus suscripciones ni sus móviles de alta gama, ni su coche, que con tanto esfuerzo y desvelos consiguió pagar finalmente.

El disciplinado mira su cuenta. Estaba invirtiendo en el S&P 500, porque se lo había dicho un amigo. Y se encuentra con que tiene 663 mil euros acumulados.



Fondo / Índice	Tipo de fondo	Gestora	Rentabilidad anualizada € (28 feb 2015-28 feb 2025)
S&P 500 NR USD	Índice USA	Standard & Poors	12,37%
			Cantidad inicial
			27.000 €
			Ahorro periódico mensual
			Año 1 400 €
			Año 2 400 €
			Año 3 400 €
			Año 4 400 €
			Año 5 400 €
			Año 6 400 €
			Año 7 400 €
			Año 8 400 €
			Año 9 400 €
			Año 10 400 €
			Año 11 y sigs. 400 €
Patrimonio Total			
662.998,63 €			
Aportaciones Totales*			
123.000 €			
*incluye la cantidad inicial si la hay			
Intereses generados			
539.998,63 €			



Ya tenemos a un rico y a un pobre. Muchos hogares viven en un ciclo de ingresos → gasto → estrés → deuda → ingresos. Cuando no hay margen, cualquier imprevisto se convierte en drama: se rompe la lavadora, y toca tirar de tarjeta. Sube la hipoteca, y ya no llegas. Se vive al día, pero ese día siempre parece una cuesta.

Esto no se arregla solo con más dinero, sino con más disciplina. Si suben tus ingresos y suben tus gastos al mismo ritmo, no has ganado nada. Quizá puedas pasar de una bici a una moto, pero cuidado porque es una moto sin frenos.

En el fondo, todo pasa por saber cómo se ahorra. Tenemos la mala costumbre de ahorrar lo que nos queda al final de mes. Y nada de eso. El ahorro es lo que apartamos cada mes, nada más empezar. Y ya con ese presupuesto, habiendo quitado la parte que queremos ahorrar, es lo que tenemos para gastar.

Una estrategia práctica es esta: en cuanto cobres, aparta un 10-20% para ti. No para el banco, ni para el alquiler, ni para el ocio. Para ti. Para tu yo del futuro. Ese al que le gustaría no tener que seguir trabajando a los 70. Al que le gustaría ayudar a sus hijos. Al que le gustaría tener una jubilación anticipada o una en condiciones. Es lo que hacen quienes construyen patrimonio. Se “pagan” primero, y luego viven con lo que queda. La mayoría hace lo contrario: vive, y si queda algo, ahorra. Aunque casi nunca queda.

Y cuidado, no se trata de cantidades absolutas, sino de actitud. A veces el primer paso es pequeño: 10 euros a la semana, menos cafés fuera, una suscripción menos. Pero ese gesto cambia el chip. Te obliga a mirar tus gastos. A cuestionarte.

Lo importante no es cuánto puedes ahorrar hoy, sino construir el hábito. Porque ese hábito, con el tiempo, se convierte en capital. Y el capital, bien invertido, es libertad.

Ahorrar no es para tacaños, ni para ricos. Estoy un poco cansado de la publicidad de “te mereces este capricho”. Soy más de “me lo construyo” que de “me lo merezco”. No es que no me dé un capricho de vez en cuando, por supuesto. Pero el chip es otro. No se trata de vivir como un anacoreta. Sentido común.

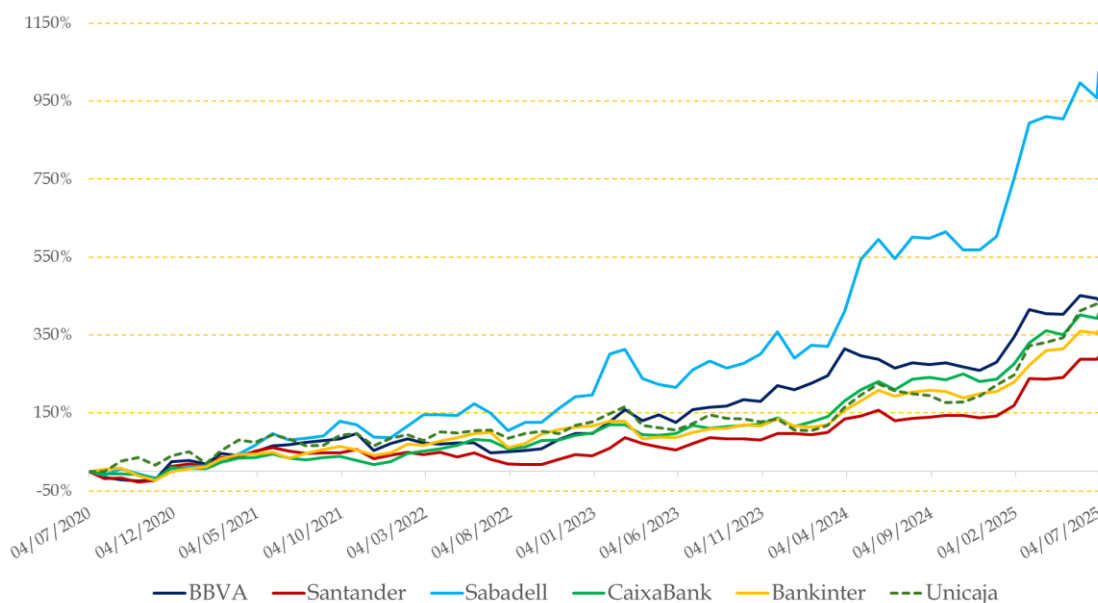
Esta es la mejor inversión que puedes hacer, y la única que está al alcance de todos, sin importar tu sueldo. Por supuesto, el sueldo influye, esto es solo una historieta, pero creo que se entiende el concepto. Que los sueldos son bajos, la vivienda cara, la inflación... Por supuesto, pero sé sincero contigo mismo. Conozco casos de familias con escasos ingresos y más de 7 hijos que consiguen ahorrar.

La próxima vez que te suban el sueldo, hazte una sola pregunta: ¿quieres ser el que acaba siendo rico o el que se compra otro capricho más y sigue igual de pobre?

## 2. Porqué los bancos se forran

Durante los últimos trimestres, la banca europea y estadounidense ha sorprendido al alza con sus resultados. No es magia financiera ni gestión impecable, necesariamente. A menudo, el verdadero motor de los beneficios bancarios se encuentra en algo mucho más mundano: los tipos de interés.

Imagina que tienes una hucha que da intereses. Si el banco central sube los tipos, tú — como banco — puedes colocar tu dinero en esa hucha y ganar más sin hacer nada. Eso es exactamente lo que sucedió en 2022: los tipos subieron con fuerza y los bancos, que **aparcen parte de su liquidez en los bancos centrales**, empezaron a cobrar mucho más por ello. De hecho, pasaron de pagar por esos depósitos a recibir intereses. Solo por eso, los bancos empezaron a ganar mucho. Esto es lo que se conoce como **tipo de interés de facilidad de depósito**; también conocido como **tipo depo**. Es la tasa a la que los bancos comerciales pueden depositar su **exceso de liquidez en el Banco Central Europeo** a un día, y esta tasa generalmente establece un suelo para los tipos de interés del mercado interbancario. Si el banco pasa de pagar un -0,5% a recibir un 2%, imagina el “pelotazo”.



Fuente: Carlos Arenas Laorga



Claro que **no todo es color de rosa**. Cuando los tipos suben, las deudas a largo plazo en balance —bonos comprados cuando los tipos eran bajos— pierden valor. Por eso vimos quiebras durante la agresiva subida de tipos en el 2022, como el First Republic Bank y algunos bancos regionales más. Pero mientras esas **pérdidas sean latentes** y el banco no tenga que vender esos activos, el impacto contable es limitado. En otras palabras, mientras no tengas que vender tu casa, poco importa si hoy vale algo menos que ayer.

Eso sí, hay un requisito: **estar bien capitalizado**. Un banco con colchones suficientes puede permitirse convivir con esas pérdidas latentes sin temblores. Si no, puedes quebrar.

Ahora estamos entrando en una fase diferente: la de los **recortes de tipos**. Y, paradójicamente, esto también **puede ser muy beneficioso para los bancos**.

**Primero**, porque vuelve el **apetito por el crédito**. Las hipotecas, préstamos personales y financiación empresarial se reactivan. Y cada nuevo crédito es una fuente de ingresos vía **intereses y comisiones**. Nada nuevo. Pero hay una parte menos conocida y quizá más rentable.

**Segundo**, porque el **pasivo del banco** —sus depósitos y deudas— se vuelve más **valioso** porque muchas entidades emitieron bonos y asumieron deudas a tipos altos. Justo lo contrario a lo que hemos explicado antes. Con los tipos bajando, el coste de financiación desciende y esos pasivos son ahora más rentables para el banco o más baratos de mantener. Vamos, que sus bonos a largo plazo ahora valen más.

Y es que los bancos hacen una cosa que otros negocios no pueden hacer. Se trata de **endeudarse a largo plazo y financiarse a corto**. Un chollo (no exento de riesgos). Me financio con los depósitos a la vista, por los que apenas pago y me endeudo a largo, con bonos e hipotecas a 30 años, por los que cobro unos intereses mucho más elevados. Este mecanismo tiene un nombre en la jerga bancaria: **descalce de plazos**. Consiste, como acabamos de explicar, en captar fondos a corto plazo (depósitos de clientes) y prestar o invertir a largo plazo.

Mientras los tipos estén bien gestionados, esta estrategia puede ser muy rentable.

**Cuando los tipos suben, los bancos ganan más por su liquidez. Cuando bajan, prestan más y sus pasivos valen más.** Y si entre medias han sabido cubrir sus riesgos de tipo (con derivados o gestión de balance), el resultado es una situación en la que, pase lo que pase con los tipos, pueden ganar.

Por supuesto, como decimos, **hay riesgos**. Un entorno de tipos bajísimos y márgenes muy estrechos puede acabar erosionando la rentabilidad. Y si el crédito se deteriora —porque los clientes no pagan—, los beneficios se pueden evaporar. Pero hoy por hoy, con la economía creciendo a ritmo lento pero estable y la inflación moderándose, **el escenario sigue siendo favorable**.

Los bancos están obteniendo grandes beneficios no por arte de magia, sino porque han sabido jugar con las reglas del sistema monetario. Los tipos, ya suban o bajen, les ofrecen oportunidades si saben adaptarse.

Y cuando el entorno acompaña, como ahora, el negocio vuela.

### 3. Cómo batir de forma consistente al S&P. Miedo y psicología

Ayer tuvimos una “primada” en la que estuvimos algo más de 50 familiares. Nada mal. Y alguien me decía que una prima mía estaba conociendo a un chico que tenía “muy buena pinta”. Y me añadió, “quien no arriesga, no gana”. Obviamente no me pude resistir y la conversación acabó girando entorno a la inversión.

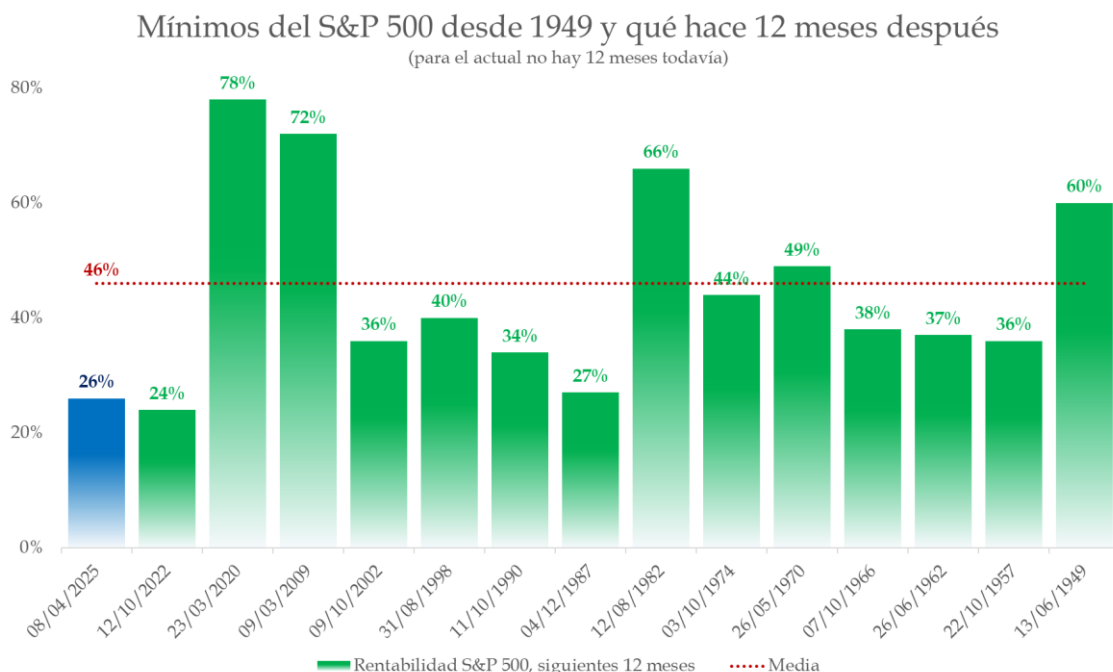
Por desconocimiento y **sesgos psicológicos**, tendemos a invertir cuando los mercados ya llevan una subida interesante y **solemos deshacer posiciones cuando sufrimos caídas**. Y sabemos que, en general, eso es la peor estrategia del mundo. Y lo repetimos una y otra vez. No es que tropecemos dos veces con la misma piedra, es que lo hacemos con cada piedra. Y eso que, en la mayor parte de los casos, conocemos la teoría.

Ya sé que es un poco feo decir lo que voy a decir. Pero me ha alegrado que los mercados hayan caído durante algunos meses este año. Cada cierto tiempo, agradezco esto. Es como las **rebajas** de verano. Aprovechas y te compras unas zapatillas para tirar las viejas, unos pantalones especialmente baratos para el invierno, y te sale con un 60% de descuento. Pues eso ha pasado estos meses. Los **inversores hemos tenido la oportunidad de acceder a ciertos activos con descuentos del 20%**. Lo aprovechas y, en muy poco tiempo (apenas 2 meses y medio), ya tenemos rentabilidades superiores al 15%. Y quien acertó de pleno en el S&P 500, más de un 25%. Pero suponiendo que no acertamos de pleno, es fácil haber sacado, en estas rebajas, más de un 10% extra regalado.

Siempre digo que **no se puede hacer teoría de la historia, pero cuando invertimos, debemos jugar con las probabilidades a nuestro favor**. Y cuando el S&P 500 cae, suele tener unas **rentabilidades más que considerables los siguientes años**. De hecho, **a 12 meses desde la caída, la media de subidas desde 1949, es del 46%**. No está mal. Te llevas un 10-15% extra y luego subes un +46%.

Claro, si esto sucede cada 2 o 3 años, te estás llevando una rentabilidad “por la patilla” que no está nada mal. Así no solo obtienes la rentabilidad de un índice tan bueno como el S&P, sino que lo superas sin apenas hacer nada.

Es una estrategia que puede hacer absolutamente todo el mundo. El que tiene muy poco conocimiento financiero también. Recuerdo que el verano pasado convencí a un amigo para que se abriese una cuenta. Y me dijo que le aconsejase ciertos asuntos y que le dijese cuándo pasar del ahorro periódico a meter un poco más cuando llegasen estas “rebajas”. Le dije que ya se daría cuenta él. Sorprendido, me contestó que, siendo profe de mates en primaria, no seguía mucho el “tema inversiones”. Cuando llegó el mal llamado día de la Liberación Fiscal y comenzaron las caídas, no tardó una semana en llamarme muy nervioso para decirme que qué hacía, si desinvertía todo. Y aquí es cuando le recordé que, en efecto, se daría cuenta de cuándo venían momentos así. Lejos de sacar el dinero, le dije que invirtiese parte de la liquidez, y en junio, me llamaba para decirme que esto de invertir no era tan complejo.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

Seamos sinceros. Fácil tampoco es. Pero sí **hay 3 cosas básicas que son tremendamente sencillas y que hacen que cualquier persona (repito,**



**cualquier persona) pueda batir al S&P 500 de forma consistente.** Y es una ventaja que tenemos los “*retail*” y que no pueden hacer los gestores. Pues vamos a aprovecharla...

Sigue con tu **ahorro periódico**. Del cual, una pequeña parte va a un monetario o renta fija a corto plazo. Y **cuando lleguen estas caídas, traspasa a renta variable**. Como dirían en algunos programas de televisión: fácil, sencillo, y para toda la familia. Eso sí, deja de lado los miedos de tu cabeza, que son normales, pero échalos. Fíate. Mira lo que ha pasado en la historia. Quien no arriesga, no gana.

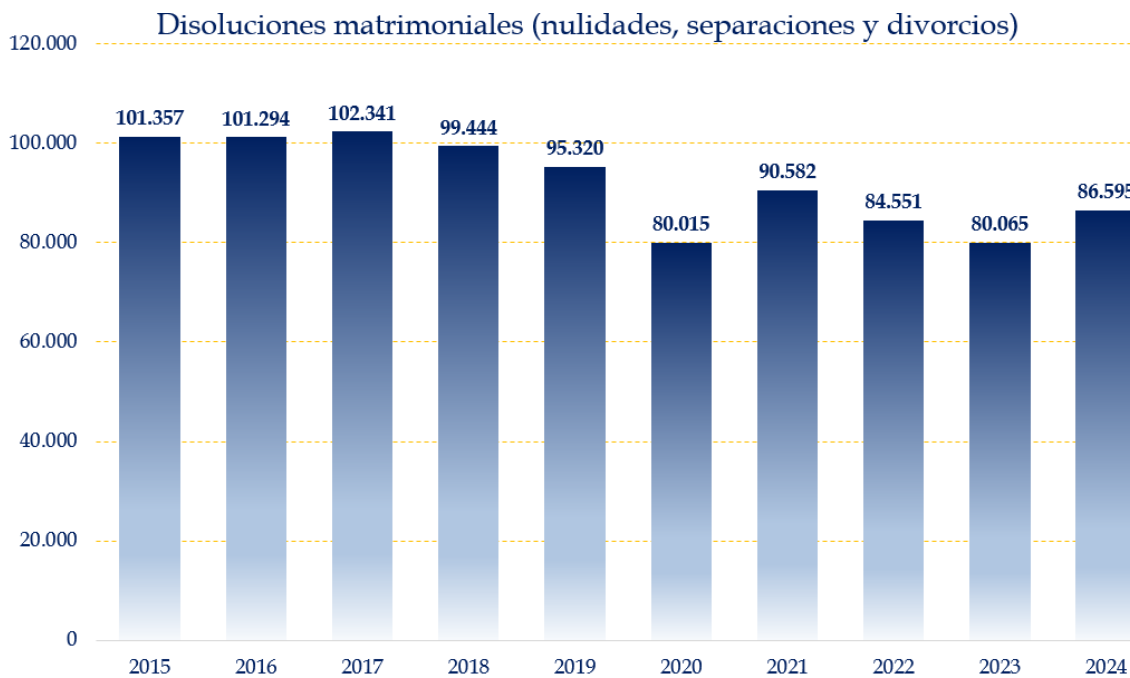
**Siempre deberás estar dentro de tu perfil de inversión**, con tu horizonte marcado, y tu umbral del sueño claro. Pero esto va de *slow finance*. Va de largo plazo. Va de hacerse rico, pero no de dar pelotazos. Es paciencia, esfuerzo, constancia. Y aprovechar las caídas (que hasta el profe de mates que no le gusta la inversión se da cuenta de cuándo pasan cosas) para mejorar nuestra rentabilidad.

#### **4. Las grietas económicas de una sociedad que se fragmenta**

En 2024 se produjeron en España 86.595 disoluciones matrimoniales. Suena mucho. Porque lo es. El número de divorcios, que ascendió a 82.991, ha crecido un 8,2% respecto al año anterior, y no es una anécdota estadística. Es un fenómeno social de largo recorrido con consecuencias macroeconómicas que apenas se debaten, pero que importan —y mucho— a la hora de entender dinámicas como el aumento del precio de la vivienda, la presión fiscal sobre el Estado o la creciente atomización de los hogares.

Cada divorcio implica, en términos económicos, una duplicación parcial de estructuras de consumo. Donde antes había una vivienda, ahora pueden ser dos; donde había una nevera, puede que hagan falta dos. No es simplemente una cuestión sentimental o legal, es una transformación de la estructura productiva. Si los recursos son escasos, y los hogares se multiplican, el coste de vida se incrementa por simple presión de demanda.

Los datos del INE nos dicen que la tasa de disoluciones matrimoniales ha alcanzado ya los 1,8 por cada 1.000 habitantes, con una duración media de 16,4 años por matrimonio. En el 46% de los casos no hay hijos, pero en la otra mitad sí, lo que implica además un complejo entramado de custodias, pensiones alimenticias y reorganización patrimonial.



Fuente: Carlos Arenas Laorga, datos del INE

Todo esto tiene una consecuencia directa: más hogares unipersonales o monoparentales y, por tanto, más demanda residencial. Y, con una oferta rígida —especialmente en zonas urbanas tensionadas—, eso se traduce en presión al alza sobre los precios de la vivienda. Divorciarse puede ser emocionalmente liberador aun con el sufrimiento que conlleva, pero en términos de coste por metro cuadrado, es un lujo que la sociedad paga en conjunto y que pocos se pueden permitir. Por eso, también están aumentando las uniones de conveniencia económica y hay menores separaciones por este mismo motivo. Es triste, pero es lo que hay.

El divorcio tiene dos consecuencias importantes y nocivas en términos económicos. La primera y más importante es la desestructuración social. La familia es la unidad básica de la sociedad. Es lo que la célula al cuerpo. Una destrucción de la cohesión y los valores sociales deriva en consecuencias nefastas. Consecuencias en las que no vamos a profundizar, pero que analiza Hayek en el orden social, básico para el desarrollo de cualquier civilización.

En 2024, un 13,8% de los divorcios se formalizaron ante notario: mayor judicialización general del proceso familiar. Y con ella, un incremento de costes

legales y burocráticos que engrosan las estadísticas, pero también los presupuestos públicos.

A su vez, los divorcios con custodia compartida —que ya alcanzan casi el 50%— implican no solo un reparto equilibrado del tiempo con los hijos, sino también duplicación de enseres, dormitorios y rutinas. En términos económicos: más consumo, pero no por mejora del bienestar, sino por duplicidad forzada. Esta es la segunda consecuencia. Menos importante, pero no despreciable.

Cuando hablamos de gasto público, solemos pensar en pensiones, sanidad o educación. Pero los divorcios también tienen un coste fiscal indirecto. Pensemos en subsidios de vivienda, ayudas a familias monoparentales, pensiones compensatorias, o asistencia judicial gratuita. Todo ello, en su conjunto, erosiona recursos que podrían destinarse a inversiones productivas.

Y aún hay más: si el 80% de los divorcios son entre cónyuges españoles, en su mayoría en edad entre 40 y 49 años, hablamos de una generación laboralmente activa que, tras una ruptura, suele ver mermada su capacidad de ahorro e inversión. Esto afecta directamente a la acumulación de capital privado, a la compra de vivienda en propiedad y, por tanto, al sistema de pensiones futuras.

En otras palabras: más divorcios hoy pueden suponer menos ahorro e inversión mañana.

No es solo una crisis emocional o de valores, es una transformación económica. No es solo el incremento de la presión sobre la vivienda. Y mucho menos se trata de juzgar el divorcio. Pero lo que no podemos hacer es ignorar su impacto emocional (lo cual no es objeto de este artículo) ni el económico.

Detrás de cada decisión individual hay consecuencias colectivas. El divorcio no es solo una decisión íntima, sino una reconfiguración del tejido económico y social.

España necesita repensar su arquitectura social desde una perspectiva de eficiencia económica y justicia intergeneracional. ¿Deberían las políticas de vivienda contemplar el aumento de hogares postdivorcio como una variable

clave? ¿Cómo afecta esto a la presión sobre los alquileres, los precios de la energía o la movilidad urbana?

La unidad básica, como hemos dicho, es la familia, pero la estamos cambiando por el individuo. Las consecuencias de esto no son pequeñas. Para el ahorro y la inversión, esto tiene también repercusiones que deberíamos plantearnos. No es un tema sencillo, ni agradable, pero no por eso hay que dejarlo de lado.

## **5. Madre e hija destacan en la gestión de fondos en España**

Hay dos fondos muy buenos en España que están gestionados por personas que son familia directa. Madre e hija. La primera, además de directora del Instituto Español de Analistas, es una reconocida gestora. La segunda, quizá más desconocida por su no tan dilatada experiencia sigue los pasos de la excelencia de su madre.

Estrategias de Inversión se caracteriza por ser un medio que no es de prensa financiera rosa, sino dedicado al análisis. Pero no me he resistido a hacer este artículo. Y, es que, acabamos de publicar una serie de artículos sobre los fondos más rentables de las distintas gestoras españolas en este 2025. Pues bien, resulta que dos de estos fondos están gestionados por madre e hija. Me refiero al Santander Small Caps y al Renta 4 Megatendencias Medioambiente, respectivamente. El primero, gestionado por Lola Solana y el segundo por su hija Beatriz Pérez Solana.

Son fondos que no tienen nada que ver, salvo por su brillante gestión. El fondo de Santander, como hemos explicado en algún artículo previo, es un fondo centrado en España, que trata de dar valor a las compañías pequeñas. Como dice Lola, dar visibilidad a este tipo de compañías es fundamental. En primer lugar, porque se capitaliza un mercado que debería ser más profundo, aportando financiación a proyectos entre los que podríamos encontrar a los futuros nombres del IBEX 35. Esto no solo es de utilidad al partícipe del fondo, que logra unas rentabilidades extraordinarias, sino que permite a estos proyectos crecer de manera orgánica, mejorando la compañía en muchos aspectos. Además, se da visibilidad a compañías poco conocidas y se capitaliza la economía española. Es una simbiosis entre el partícipe, la compañía y la economía española. Sin buenas compañías, no hay fondos rentables. Y sin partícipes, no conseguimos ni una, ni otra.

El fondo de su hija Beatriz es un fondo de megatendencias sobre medio ambiente. Beatriz trabaja en Renta 4 gestionando un fondo que no sencillo por su acotada temática y porque en los últimos años no han acompañado los flujos

en este sector. Aun con todo, es un fondo sobresaliente. Artículo 9 según el Reglamento SFDR, buscando un impacto positivo con la gestión. El fondo que gestiona Beatriz es de creación relativamente reciente y no podemos hacer un análisis como nos gustaría, pero seguro que sigue el éxito de su madre.

El de Small Caps de Lola si tiene suficiente histórico para recordar que es primer cuartil, siempre. Que a 15 años tiene una rentabilidad anualizada de más del 9% y que este mismo año alcanza más del 36% de rentabilidad.

Es impresionante, sí. Y seguro que su hija llegará a esos éxitos. Desde luego, va por el camino.

La educación financiera es clave, pero viene rodeada de unos valores poco comunes hoy en día. La virtud, sobre la que hemos hablado, es esencial en este sector. Y la educación en casa es más que probable que haya hecho su trabajo de ir horadando la piedra como hace la gota poco a poco. Paciencia, esfuerzo, trabajo, cultura, sobriedad, educación, saber estar, y servicio son las primeras de muchas virtudes que se me vienen a la cabeza. Un gestor con esto ya tiene mucho ganado.

Tampoco puedo dejar de hacer mención a una estupenda, aunque dura, novela que lleva por nombre *La cruz de madera* y como autora a la mismísima Lola. Sí, sacar tiempo para escribir una novela y dirigir el Instituto Español de Analistas mientras se es gestora de un fondo tan exitoso es un enigma reservado a unos pocos elegidos.

Nuestra más sincera enhorabuena a esta familia. Madre e hija son un ejemplo del que podemos aprender los analistas, pero creo que el ejemplo profesional se queda corto en este caso.

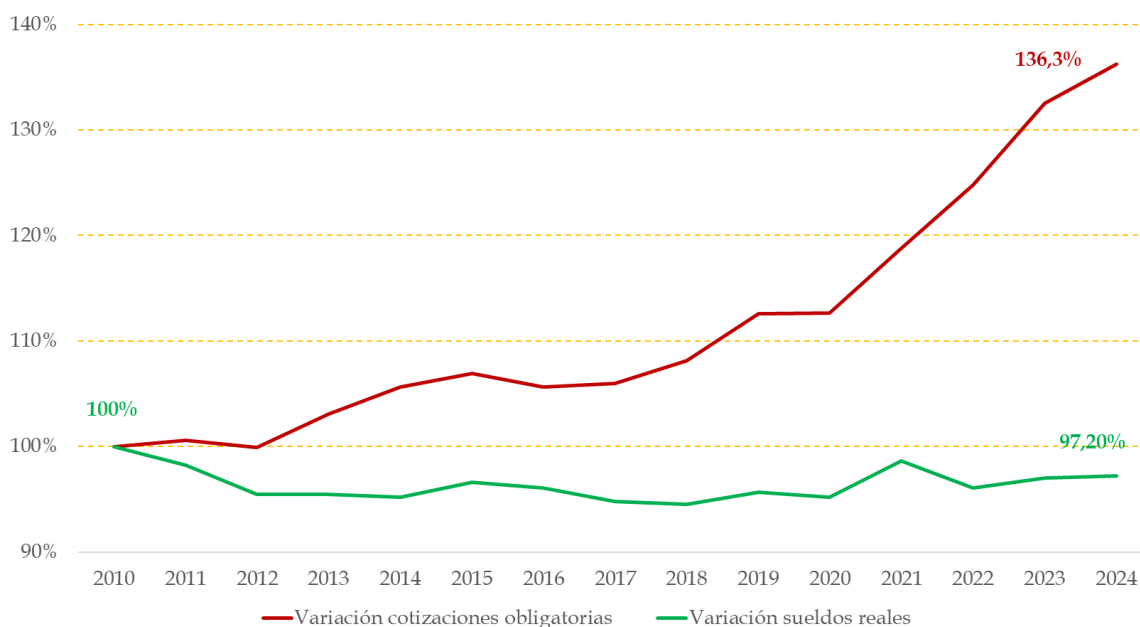


## 6. Los sueldos no suben, pero los impuestos sí. ¿Quién me ha robado mi queso?

El mismo día que tu empresa te paga el sueldo Hacienda aparece con una sonrisa y una mano extendida. Trabajas más, cobras lo mismo, pero contribuyes cada vez más al Estado. Es exactamente lo que le ha pasado al trabajador medio español desde hace 30 años.

Aunque molesten, los datos son los que son. Según la gráfica que acompaña este artículo, desde 2010 (aunque la realidad es que nos podíamos remontar a 1994) los costes laborales totales solo de las cotizaciones obligatorias han subido un 30,6% acumulado. Pero los salarios netos —lo que realmente llega a tu bolsillo— han decrecido. ¿Dónde se ha quedado el resto? En una palabra: fiscalidad.

En términos reales, estamos peor. El poder adquisitivo no solo se ha visto lastrado por la inflación, sino que los impuestos sobre el trabajo han absorbido casi toda la mejora salarial bruta. El Estado se ha comido la tarta antes de que nos llegara siquiera el tenedor.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

Este fenómeno no es simplemente un desequilibrio técnico entre sueldos e impuestos. Es una manifestación clara de una política económica que ha priorizado el crecimiento del gasto público sin una reflexión seria sobre su eficiencia.

Desde la Gran Recesión España ha optado por una estrategia fiscal que podríamos resumir así: si no puedes cuadrar las cuentas con crecimiento, hazlo exprimiendo al contribuyente. A falta de reformas estructurales, hemos alimentado al Estado no con productividad, sino con presión fiscal.

Si el pastel productivo no crece, pero el apetito del Estado sí, alguien va a salir con hambre. Y ese alguien eres tú, el trabajador medio, el autónomo, el joven que busca su primer empleo. El Estado ha hecho de Robin Hood... al revés: quitando a muchos para sostener un sistema hipertrofiado que ni redistribuye bien ni promueve el crecimiento.

Cuando hablamos de fiscalidad laboral, no nos referimos solo al IRPF. Hay un mundo paralelo que pasa más desapercibido: las cotizaciones sociales. En España, estas suponen más del 35% del coste laboral total. Es decir, por cada 1.000 euros que una empresa está dispuesta a pagar por tu trabajo, tú puedes acabar recibiendo poco más de 650.

Esta cuña fiscal desincentiva la contratación, especialmente de los perfiles menos cualificados o más jóvenes. Además, dificulta la negociación de subidas salariales: cualquier aumento bruto se ve en parte anulado por el incremento de impuestos. Una trampa perfecta para estancar sueldos y frenar la competitividad.

Que habrá empresas malas que no suban sueldos porque son cutres, seguro. Pero muchas de ellas no pueden porque es mantener sueldos o cerrar.

España no sufre (tanto) de bajos salarios como de alta fiscalidad. Y no de cualquier fiscalidad, sino de una que grava con especial dureza el trabajo y el ahorro, mientras mantiene agujeros, duplicidades y derroche en muchas áreas del gasto público. Esto tiene nombre y apellido: mala calidad institucional.

Mientras tanto, los países que más crecen en Europa (Irlanda, Países Bajos, incluso Portugal en algunos tramos) han optado por aligerar la carga sobre el empleo y fomentar la inversión productiva. Aquí seguimos creyendo que subir impuestos es una forma mágica de arreglar desequilibrios estructurales, como quien cree que tomar café cura el insomnio.

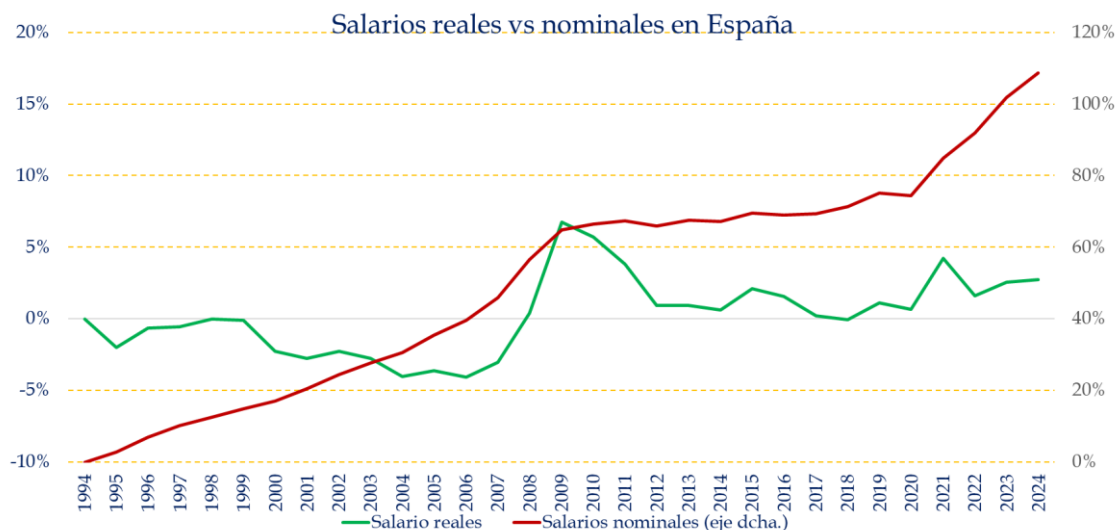
Lo que muestra la gráfica no es una simple anécdota contable, sino una alerta política. Si los salarios netos no crecen al ritmo del esfuerzo productivo, estamos condenando a una generación a la frustración económica y a la baja productividad, entre otras cosas. ¿Por qué pagar tanto a un Estado que no devuelve en servicios lo que exige en tributos? El ciudadano siente que trabaja más y vive peor. Y tiene razón.

Es hora de abrir el melón del modelo fiscal, no para subir más impuestos — como algunos plantean con tono mesiánico —, sino para repensar qué Estado queremos y qué coste estamos dispuestos a asumir por él. Porque si seguimos así, no solo no subiremos los sueldos: acabaremos perdiendo también la ilusión.

## 7. ¿Por qué los salarios reales en España llevan 30 años estancados?

Productividad raquítica, impuestos obesos y un mercado laboral encorsetado lleno de cargas regulatorias. Así se puede resumir la respuesta. Pero vamos a explicarlo un poco más.

Muchos trabajadores españoles se han hecho esta pregunta: ¿Cómo puede ser que trabaje más que nunca y no haya mejoras en mi bolsillo?" Y no es una sensación, es una realidad. Los salarios reales en España llevan prácticamente estancados desde mediados de los años 90. En 30 años los salarios han subido un 2,7%, frente a un 30,9% de la media de la OCDE.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

Es estructural. Y como todo lo estructural, tiene raíces profundas. Mucho cuñado sabe como arreglarlo, eso seguro. Pero antes de entrar en el cuñadismo, vamos a ver los datos, porque quizá nos den pistas, nos gusten o no.

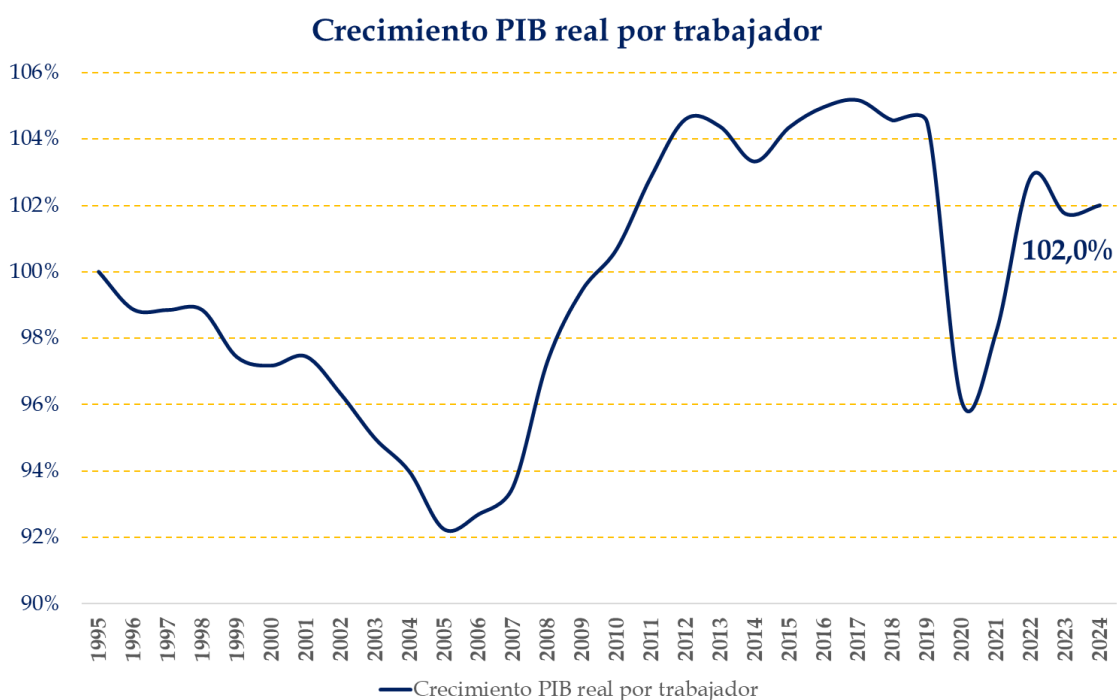
**Dos son las grandes culpables de esta larga modorra salarial: una productividad del trabajo que apenas despegua, y una fiscalidad sobre el empleo que actúa como una mochila cargada de piedras.** Insisto, puede gustarnos o no, pero es lo que hay.

La teoría económica más básica lo deja claro: los salarios reales no pueden crecer de forma sostenible si no lo hace la productividad del trabajo, es decir, lo que cada trabajador es capaz de producir por hora.

Y aquí, el panorama español es desolador. Según los datos, mientras países como EE. UU., Alemania o incluso Italia han logrado avances razonables, en España la **productividad por hora trabajada** apenas ha crecido en tres décadas. Literalmente, producimos lo mismo que en los 90, pero con más titulaciones y más ordenadores. Algo falla.

Las causas de la no mejora en la productividad pueden ser variadas. Me atrevo a decir algunas posibilidades, pero no afirmando que sean estas. Es solo mi opinión. Lo que no es mi opinión, es que la productividad es causa importante de este estancamiento.

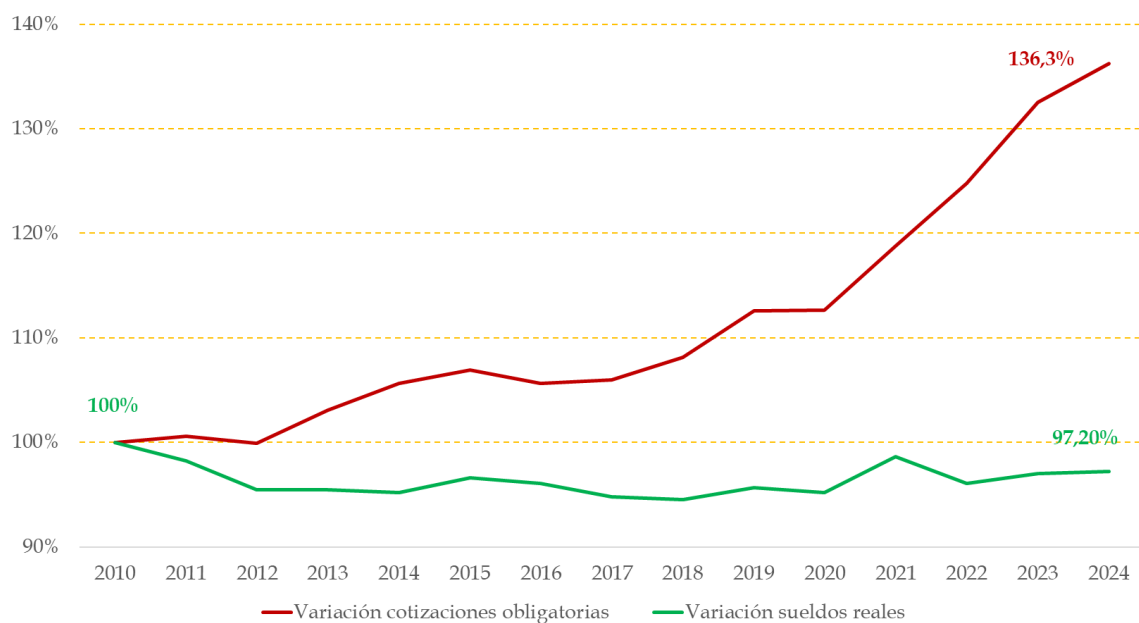
**Demasiado empleo en sectores de bajo valor añadido:** turismo, hostelería, comercio minorista... **Tamaño empresarial raquítico:** pymes pequeñas, microempresas familiares, estructuras poco escalables... Un tejido empresarial fragmentado que impide invertir en tecnología, formación o procesos eficientes. **Capital mal asignado:** décadas de desvío masivo de ahorro hacia ladrillo y sectores improductivos. **Regulación laboral rígida y disuasoria:** contratar, formar y despedir cuesta demasiado. El miedo al coste de equivocarse lleva a no invertir en el talento.



Fuente: Carlos Arenas Laorga. Ya es malo que el PIB per cápita sea negativo desde 2008 (es decir, por cabeza, somos más pobres), pero que el PIB por trabajador también sea tan ridículo, es un fenómeno muy peligroso.

La otra gran losa es fiscal. Y aquí entra en juego un fenómeno menos visible pero igual de tóxico: la cuña fiscal sobre el trabajo. El porcentaje que se pierde entre lo que una empresa paga por un trabajador y lo que éste realmente cobra neto en su cuenta. En España, esta cuña es de las más altas de Europa, superando en muchos casos el 40%. O dicho de otra forma: por cada 100 euros que la empresa paga, el trabajador ve menos de 60.

España está en el podio de los países que más gravan el empleo (contando con las cotizaciones sociales). Esto genera un doble efecto perverso. **Para el trabajador:** subir el salario bruto no se traduce en una mejora proporcional del neto. Si me suben 100€, me llegan 55€. Eso desincentiva la productividad y el esfuerzo extra. **Para la empresa:** subir sueldos implica un coste brutal en cotizaciones sociales. Resultado: se frena la inversión en talento y se recurre al subempleo o a figuras más precarias.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

Desde los años 90, España ha tenido fases de fuerte crecimiento económico, pero sin mejoras claras para la mayoría de trabajadores. Y eso no es sostenible.

Un país puede crecer a base de endeudarse, inflar burbujas inmobiliarias o tirar de empleo precario. Pero eso no genera salarios reales sostenibles. Sin productividad, no hay pastel que repartir. Y sin una fiscalidad sensata, el poco pastel que hay se lo lleva el Estado antes que el trabajador.

La clave está en transformar el modelo productivo, sí, pero también en revisar la estructura fiscal. Porque si penalizamos lo que queremos fomentar (trabajo, productividad, ahorro e inversión), el resultado es el que tenemos: una economía atrapada en el bajo rendimiento y unos salarios reales que no avanzan.

La respuesta no es fácil, pero se me ocurren algunas propuestas. Eso sí, esto también es subjetivo.

1. Fomentar el crecimiento empresarial, eliminando trabas absurdas para crecer y contratar.
2. Incentivar fiscalmente la productividad, premiando el valor añadido, no castigando el empleo.
3. Reformar el sistema impositivo del trabajo: menor carga en cotizaciones y un IRPF más neutral (más bajo, vaya).
4. Y sobre todo, dejar de pensar que subir salarios por decreto es la solución. Si fuera tan sencillo, ya lo habríamos hecho con éxito.

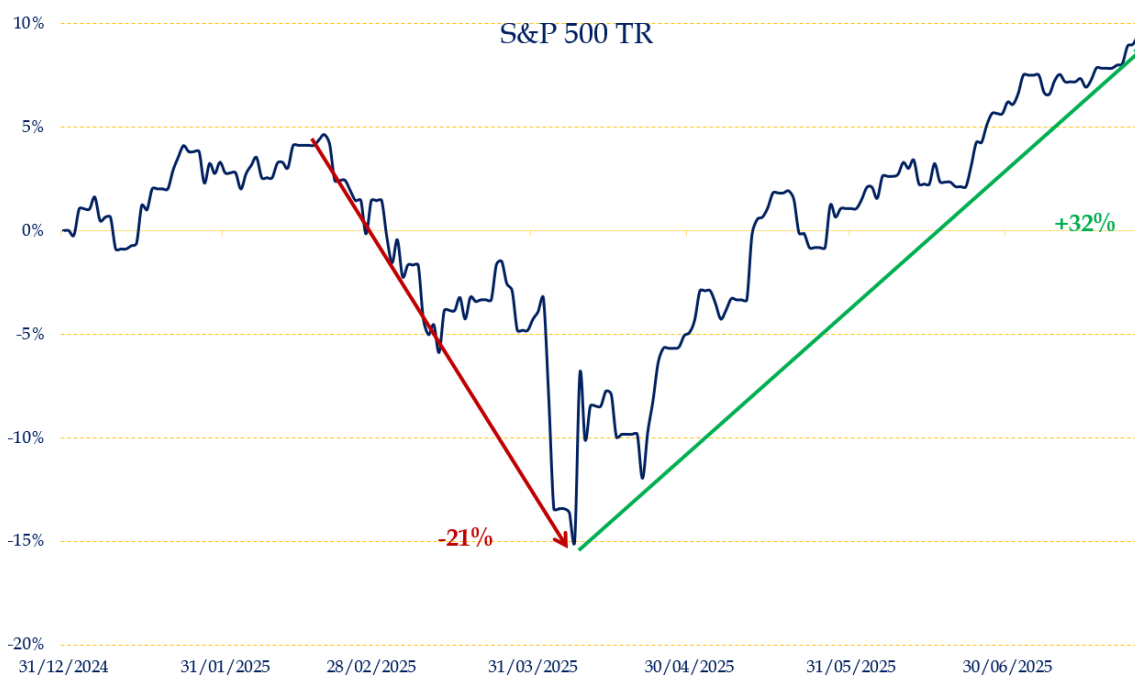
**El salario real es el reflejo de la riqueza que se genera en una economía. Si no hay riqueza, no hay salario que aguante.** Y en España, el problema no es que falte esfuerzo, sino que sobran obstáculos.

## 8. ¿Y si el mejor momento para invertir es cuando más miedo tienes?

En el mercado hay días de vino y rosas y días de vértigo. La gráfica que ponemos en este artículo nos recuerda una verdad poderosa: las mejores oportunidades no se presentan cuando todo va bien, sino cuando el miedo domina al inversor promedio.

A finales de marzo de 2025, los mercados tocaron fondo con una **caída del -21%** acumulada en pocos meses. La **sensación era de caos**: ruido arancelario, datos macro en retroceso y una sensación generalizada de esto no ha hecho más que empezar. Y, sin embargo, desde ese momento de pánico, **el índice se disparó un +32%**. No solo recuperó la caída, sino que la superó ampliamente.

Invertir cuando todo cae es contraintuitivo. **Nuestro cerebro está programado para huir del peligro**, no para correr hacia él. Pero el mercado no premia a los más prudentes, sino a los más racionales. **Como decía Warren Buffett: “Sé codicioso cuando otros son miedosos”**. La gráfica lo deja claro: quien aguantó o, mejor aún, quien invirtió en el peor momento, obtuvo una rentabilidad espectacular en apenas tres meses. **El precio del miedo es la rentabilidad del que se atreve.**





Fuente: Carlos Arenas Laorga

Pongámoslo en perspectiva: **una subida del +32% desde mínimos equivale a tres años de rentabilidad media histórica** del mercado en solo un trimestre. ¿Cómo? Comprando cuando nadie quería hacerlo. O al menos, sin vender cuando el pánico era total.

En el fondo, **las caídas forman parte del ciclo natural de los mercados**. Como los inviernos en la naturaleza: duros, fríos, pero necesarios. En el caso de esta caída reciente, hubo motivos reales: desaceleración económica, tensiones geopolíticas, inflación aún persistente, riesgos arancelarios... pero también hubo ruido, sobre reacción y titulares que vaticinaban casi el fin del mundo.

**El problema no es la caída. El problema es no tener una estrategia para cuando llega.**

Y aquí es donde entra **el poder de la inversión sistemática, diversificada y paciente**. El inversor que tenía un plan y lo ejecutó, no solo evitó vender en el peor momento, sino que probablemente aumentó posiciones, comprando más barato activos de calidad que simplemente estaban de oferta.

No es casualidad que las grandes rentabilidades a menudo coincidan con los momentos más incómodos emocionalmente. Es justo ahí donde el mercado ofrece sus gangas. ¿Por qué? Porque nadie las quiere.

El inversor que sabe mirar más allá del titular del día y se fija en los fundamentales, **en el largo plazo y en la historia de los mercados**, entiende que esas caídas son puntos de entrada privilegiados.

**Un -21% no es solo una caída: es una invitación. Y un +32% posterior es la recompensa por haber aceptado el reto.**

Te invito a **reflexionar** sobre algunos puntos que considero importantes de las lecciones que nos deja este primer semestre.

**El mercado se recupera. Siempre.** A veces tarda más, a veces menos, pero la historia es clara. **La rentabilidad se cocina en el miedo.** No cuando ya es

evidente, sino cuando todavía escuece. **La paciencia y el control emocional son tan importantes como el análisis. Tener liquidez y una estrategia de entrada escalonada te permite aprovechar oportunidades. Invertir no es adivinar el suelo, es participar del ciclo completo.**

No se trata de lanzarse sin red en cada bajada, sino de **tener una mentalidad a prueba de sustos**. El gráfico de hoy es un espejo: muestra lo que pasa cuando uno se mantiene firme, incluso cuando todo invita a salir corriendo.

**El mercado siempre acaba premiando a quienes, pese al miedo, decidieron seguir invertidos.**

La próxima vez que veas una caída de doble dígito en tu cartera, recuerda: ahí está el germen de la próxima gran subida. Si te mantienes, si compras, si confías... la recompensa puede llegar antes de lo que imaginas.

## 9. El arma secreta del inversor paciente

Si alguien te dijera que hay una herramienta de inversión que convierte 10.000 \$ en más de 11 millones de dólares en un siglo (y más de 210 millones sin ajustar a inflación), ¿le creerías?

Puede sonar a broma o a marketing financiero de brocha gorda, pero es la pura aritmética del interés compuesto aplicado a largo plazo. Es lo que sucede cuando se mezcla tiempo, rentabilidad y constancia.

Siempre decimos que vivimos en una cultura donde lo urgente desplaza a lo importante y lo inmediato devora nuestras decisiones. Por desgracia, la inversión a largo plazo parece una especie en extinción. Pedir algo por una app y que llegue en dos días es mucho esperar. Pero los datos no mienten: el S&P 500, ajustado ya a inflación, habría multiplicado por más de 1.150 veces una inversión de 10.000 \$ en los últimos 100 años. ¿Quién necesita unicornios cuando se tiene paciencia?

Lo del interés compuesto merece un adjetivo que no es adecuado para un artículo. Dejémoslo en que es una auténtica pasada. Con y sin inflación.

Veamos algunos ejemplos que deberían estar colgados en las aulas de todos los colegios e institutos y también en la puerta del frigorífico de cada familia. A modo de resumen, la tabla que debería estar impresa.

	<b>Invertir 10.000 \$ en el S&amp;P 500</b>	
	Descontando ya la inflación	Sin descontar inflación
<b>hace 10 años</b>	\$ 25.286,74	\$ 34.073,25
<b>hace 20 años</b>	\$ 44.177,03	\$ 72.978,84
<b>hace 30 años</b>	\$ 90.703,24	\$ 191.001,28
<b>hace 40 años</b>	\$ 250.958,90	\$ 748.070,60
<b>hace 50 años</b>	\$ 410.224,74	\$ 2.448.603,26
<b>hace 60 años</b>	\$ 367.567,32	\$ 3.718.769,17
<b>hace 70 años</b>	\$ 931.028,58	\$ 11.136.029,48
<b>hace 80 años</b>	\$ 2.903.502,78	\$ 51.031.011,18

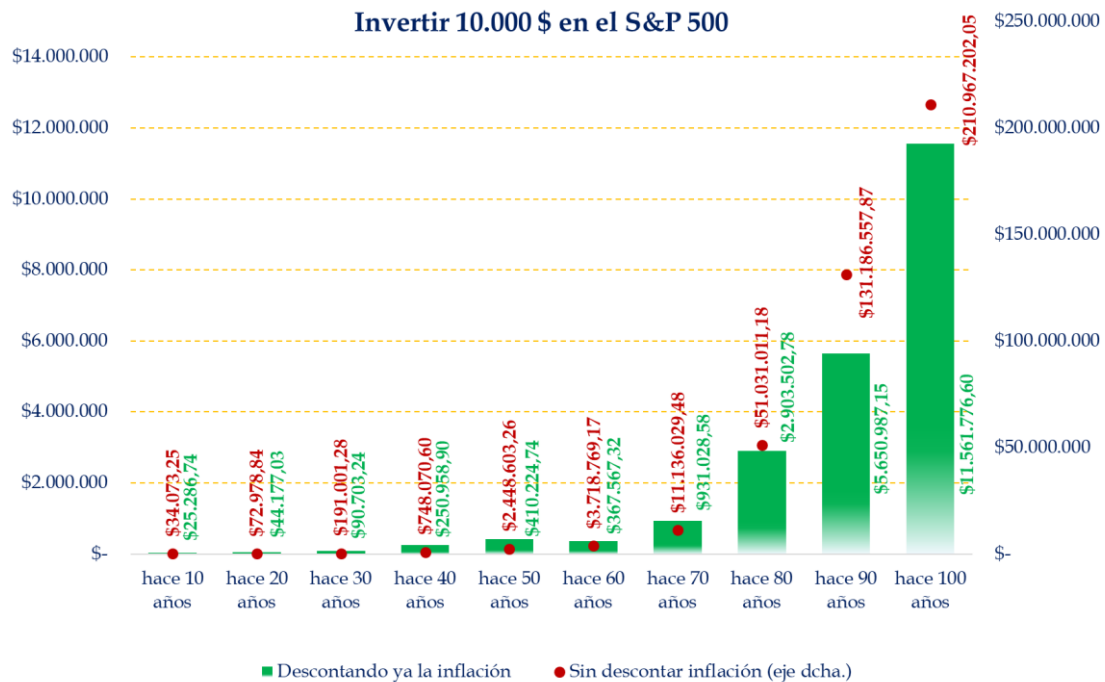
<b>hace 90 años</b>	\$ 5.650.987,15	\$ 131.186.557,87
<b>hace 100 años</b>	\$ 11.561.776,60	\$ 210.967.202,05

No voy a comentarla. Mírala. Enamórate. No por su espectacularidad momentánea, sino por su consistencia histórica. La magia aquí no está en acertar el mejor fondo (que ya sería más espectacular) o el próximo Apple, sino en el tiempo y la reinversión disciplinada.

Ahora te pongo el gráfico para que lo veas bien. Pero quiero responder a una pregunta que seguro que te estás haciendo. ¿Quién invierte a 80 o 100 años?

Esta pregunta es lógico hacérsela, pero en alto solo lo diría el cuñado escéptico: ¿Y quién invierte a tan largo plazo? Dile a ese cuñado que si su abuelo lo hubiera hecho, él no estaría leyendo esto en un móvil de gama media. Estaría gestionando su *family office* desde un despacho con moqueta gorda.

Pero más allá de la caricatura, esta inversión centenaria no es para uno mismo, sino pensando en generaciones futuras. Padres, abuelos o fundaciones que crean legados. O incluso tú mismo, si empiezas joven. Porque no se trata de vivir 100 años, sino de invertir como si fueras a hacerlo. No solo por la rentabilidad que te va a dar, sino por los valores que lleva asociados.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

Invertir es, en el fondo, una defensa frente a la pérdida de poder adquisitivo. Quedarse en liquidez o en depósitos puede parecer seguro, pero es una seguridad ilusoria. A largo plazo, es llevar paraguas en casa y pensar que así no te mojarás cuando llueva. La inflación, por baja que parezca, es el enemigo silencioso (así me gusta llamarle en muchos artículos). De hecho, mira el gráfico y observa la diferencia abismal.

No invertir también es una decisión. Y suele ser la peor.

Los inversores más exitosos no son los más listos, ni los que adivinan el mercado. Son los que aguantan. Buffet es el ejemplo sobre el que hemos comentado ya más de una vez. El interés compuesto necesita una condición para funcionar: no romperse. Por eso, invertir no es solo elegir activos, sino adoptar una visión del mundo que entienda que el valor se construye a través del tiempo, no de la urgencia.

Invertir con perspectiva es como plantar un árbol (eso decía nuestro amigo el joven Buffet). Puede que no dé sombra hoy, pero si lo cuidas, algún día tus

nietos leerán libros debajo de él... o gestionarán una cartera de varios millones (ajustados ya a la inflación).

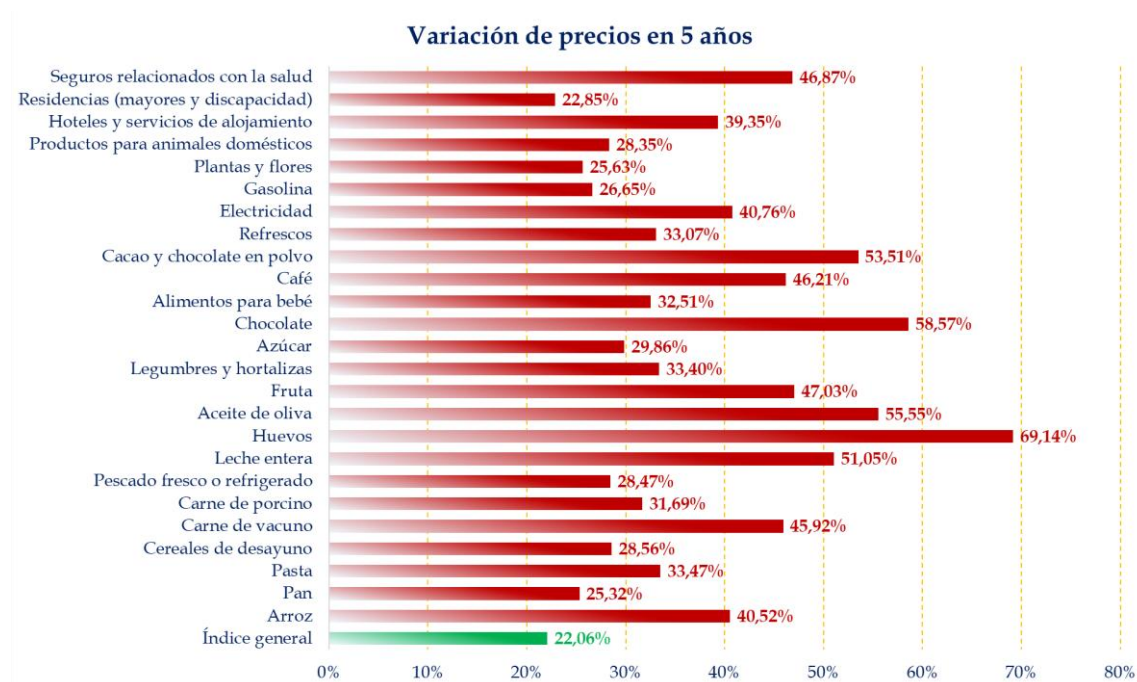
La pregunta no es si el mercado va a subir o bajar el mes que viene, sino: ¿qué versión de ti mismo quieres financiar a 20, 30 o 50 años vista? Porque el mayor activo es el tiempo que le das para crecer.

Así que, si aún no lo has hecho, empieza. Da igual si tienes 10.000 €, 1.000 € o 100 €. No estás comprando acciones, estás comprando tiempo. Y créeme: es lo más barato que vas a conseguir nunca. Pero también lo más valioso.

## 10. La inflación no es un fantasma

Tienes 100 euros en el bolsillo. Hoy te dan para llenar el carro del súper, pagar la gasolina y quizás darte un capricho. Pero dentro de 5 años, con una inflación que tenemos en España, es como si alguien te quitara dos billetes de 20 euros sin que te dieras cuenta. Y lo malo es que ese alguien no lleva pasamontañas, sino corbata, y se llama política monetaria y fiscal expansiva.

La inflación no es una subida de precios. Es una pérdida real de poder adquisitivo. Ya de por sí es para enfadarse cuando además sabes que la política es quien tiene la mayor parte de la culpa. Y por si fuera poco... la inflación también engorda la recaudación fiscal. Pero no por casualidad, sino por diseño. Suben los precios, y con ellos el IVA que pagas por todo. Suben los salarios (si es que suben), y con ellos el IRPF que se te retiene. Pero, cuidado, no porque seas más rico, sino porque los tramos del impuesto no siempre se ajustan con la inflación. Y no deflactan. Y la deuda vale menos, y se recauda más, y tú eres más pobre.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

Es más, serás más pobre, pero ahora tributas como si fueras medio rico. O eres de la poca clase media que deja la inflación y pagas como si fueras alto

directivo. Este fenómeno tiene un nombre técnico, pero en román paladín se traduce como te estamos exprimiendo sin que lo notes. Y claro, al final lo notas, pero ya hay un discurso para echar la culpa al empresario, al tomatero, a Bruselas o a quien sea, pero el Gobierno queda como el bueno.

Ya desde el Siglo de Oro se estudió en profundidad la inflación. Y, hasta los clérigos estudiosos justificaban el magnicidio si el rey provocaba inflación porque era robar a los pobres, un grave pecado. De hecho, si la inflación tuviera un lema, sería algo así como: castigo a los que menos tienen. Porque no afecta por igual a todos. El millonario con su cartera de activos indexados a la inflación duerme tranquilo. El que vive al día, con el sueldo justo para llegar a fin de mes, no.

Quien no puede ahorrar, no puede protegerse. Quien no tiene acceso a activos reales o financieros, ve cómo cada subida de precios le encoge la vida. Si el pan sube un 20%, tú recortas en ocio. Pero otros recortan en comida.

Como muestran los datos del gráfico, la inflación afecta a lo más esencial. De hecho, no he puesto lo que más o menos ha subido, sino lo que más usamos un amigo y yo mismo. Y no somos especialmente refinados... Necesidades de residencias, bebés, alimentación, energía... Vamos, lo de casi todo el mundo. Y no hablamos de la vivienda, caso aparte.

Consecuencia de esta inflación, que las rentas más bajas destinan un porcentaje cada vez mayor de su ingreso a sobrevivir. No a vivir, ojo: a sobrevivir.

Muchos piensan que la inflación, por lo menos, estimula el. Es cierto... sobre el papel. También sobre el papel existe el ahorro forzoso como consecuencia de la inflación. Y también alimenta burbujas, distorsiona las decisiones de inversión y castiga el ahorro. De hecho, en un entorno inflacionario, ¿quién querrá ahorrar para el futuro? ¿Quién podrá? El incentivo perverso es consumir hoy, endeudarse hoy, vivir con prisa. Lo contrario a *slow finance* y al largo plazo que tanto necesitamos.



No es un mal menor. Es el resultado de decisiones concretas: de bancos centrales que imprimen dinero a ritmos delirantes, de gobiernos que gastan sin control, y de una ciudadanía (que algo deberíamos hacer y no hacemos) que aún no hemos entendido que un euro no vale lo que dice su número, sino lo que puede comprar.

### **¿Y cómo nos defendemos?**

1. **Invierte en fondos (o en otros activos):** la renta variable, la renta fija, el oro, fondos multiactivo globales diversificados...
2. **Piensa en términos reales, no nominales:** no te conformes con subidas de sueldo o de rentabilidad del 3% si la inflación es del 5%. En realidad estás perdiendo.

La inflación es un impuesto sin regular. No se vota en el parlamento, pero nos la imponen. No se aprueba en el BOE.

Es un fenómeno profundamente injusto: porque premia al que más cerca está del dinero recién creado (el Estado y amigos) y castiga a los últimos en recibirlo (el ciudadano común).

Por eso, en tiempos de inflación, más que nunca, necesitamos educación financiera. Porque, si no entiendes cómo funciona el sistema, no es que estés fuera del juego, es que eres el que paga el juego.

## 11. Porqué los bancos se forran

Durante los últimos trimestres, la banca europea y estadounidense ha sorprendido al alza con sus resultados. Nos puede resultar curioso. Bajan los tipos de interés y la banca sigue presentando unos resultados sorprendentemente buenos. ¿A qué se debe? La respuesta es más sencilla de lo que piensas.

Durante la etapa de las subidas de tipos en 2022, los bancos se forraron. Y eso lo entendemos. Si los márgenes bancarios suben, ganan más. Eso es exactamente lo que sucedió en 2022: los tipos subieron con fuerza y los bancos, que **aparcen parte de su liquidez en los bancos centrales**, empezaron a cobrar mucho más por ello. De hecho, pasaron de pagar por esos depósitos en el BCE a recibir intereses. Solo por eso, los bancos empezaron a ganar mucho. Esto es lo que se conoce como **tipo de interés de facilidad de depósito**; también conocido como **tipo depo**. Es la tasa a la que los bancos comerciales pueden depositar su **exceso de liquidez en el Banco Central Europeo** a un día, y esta tasa generalmente establece un suelo para los tipos de interés del mercado interbancario. Si el banco pasa de pagar un -0,5% a recibir un 2%, imagina el “pelotazo”.

Por ponerle números. Supón que el banco tiene 100 millones (es un ejemplo, en realidad es muchísimo más). Pues 10 millones los presta al BCE con un tipo del -0,5%. Es decir, es un agujero en su cuenta de 500 mil euros. Si el tipo depo sube hasta el 2%, pasa de perder 500 mil euros (un 0,5% de pérdidas) a ganar 2 millones (un +2% en sus beneficios). No está mal. Sin hacer absolutamente nada.

Por eso, a 5 años, el sector financiero se ha comportado mejor incluso que la tecnología. Sí, donde están las disparadas 7 Magníficas.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

Claro que **no todo es color de rosa**. Cuando los tipos suben, las deudas a largo plazo en balance —bonos comprados cuando los tipos eran bajos— pierden valor. Por eso vimos quiebras durante la agresiva subida de tipos en el 2022, como el First Reublic Bank y algunos bancos regionales más. Pero mientras esas **pérdidas sean latentes** y el banco no tenga que vender esos activos, el impacto contable es limitado. En otras palabras, mientras no tengas que vender tu casa, poco importa si hoy vale algo menos que ayer.

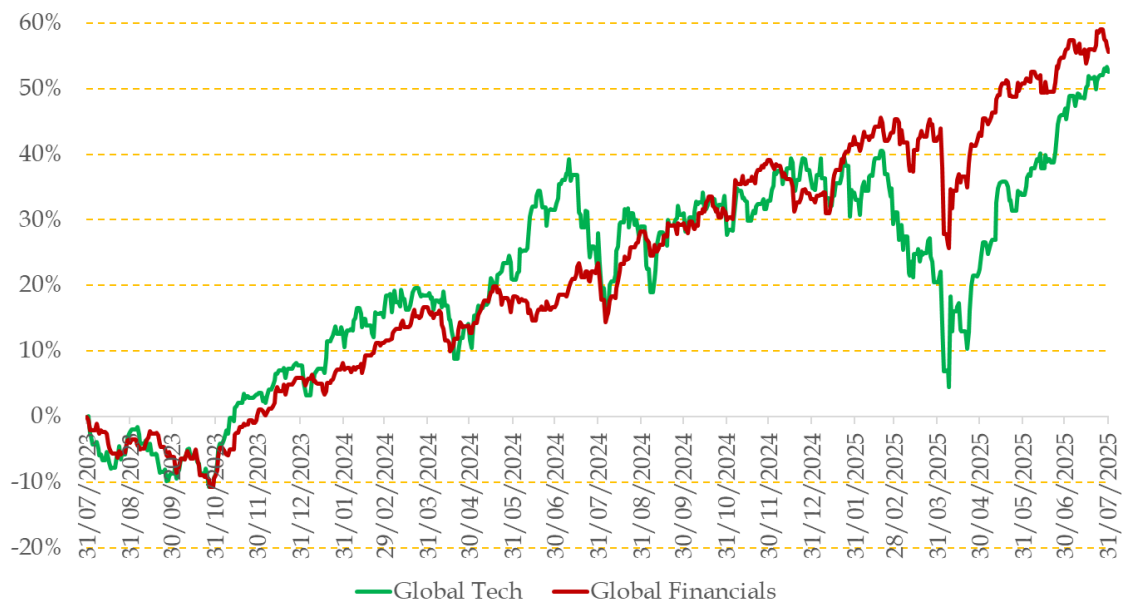
Eso sí, hay un requisito: **estar bien capitalizado**. Un banco con colchones suficientes puede permitirse convivir con esas pérdidas latentes sin temblores. Si no, puedes quebrar. Y la banca europea está muy bien capitalizada.

Ahora hemos entrado en una fase diferente: la de los **recortes de tipos**. Y, paradójicamente, esto también **puede ser muy beneficioso para los bancos**.

**Primero**, porque vuelve el **apetito por el crédito**. Las hipotecas, préstamos personales y financiación empresarial se reactivan. Y cada nuevo crédito es una fuente de ingresos vía **intereses y comisiones**. Nada nuevo.

Pero hay una parte menos conocida y quizá más rentable. Esto quizá no te suena tanto. **Segundo**, porque el **pasivo del banco** —sus depósitos y deudas—

se vuelve más **valioso** porque muchas entidades emitieron bonos y compraron deuda a tipos altos. Justo lo contrario a lo que hemos explicado antes. Con los tipos bajando, el coste de financiación desciende y esos pasivos son ahora más rentables para el banco o más baratos de mantener. Vamos, que sus bonos a largo plazo ahora valen más. Por eso, si vemos la misma gráfica a 2 años, no solo sigue batiendo a la tecnología, sino que lo hace de forma más importante.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

Y es que los bancos hacen una cosa que otros negocios no pueden hacer. Se trata de **endeudarse a largo plazo y financiarse a corto**. Un chollo (no exento de riesgos). Me financio con los depósitos a la vista, por los que apenas pago y me endeudo a largo, con bonos e hipotecas a 30 años, por los que cobro unos intereses mucho más elevados. Este mecanismo tiene un nombre en la jerga bancaria: **descalce de plazos**. Consiste, como acabamos de explicar, en captar fondos a corto plazo (depósitos de clientes) y prestar o invertir a largo plazo. Mientras los tipos estén bien gestionados, esta estrategia puede ser muy rentable.

**Cuando los tipos suben, los bancos ganan más por su liquidez. Cuando bajan, prestan más y sus pasivos valen más.** Y si entre medias han sabido

cubrir sus riesgos de tipo (con derivados o gestión de balance), el resultado es una situación en la que, pase lo que pase con los tipos, pueden ganar.

Por supuesto, como decimos, **hay riesgos**. Un entorno de tipos bajísimos y márgenes muy estrechos puede acabar erosionando la rentabilidad. Y si el crédito se deteriora —porque los clientes no pagan—, los beneficios se pueden evaporar. Pero hoy por hoy, con la economía creciendo a ritmo lento pero estable y la inflación moderándose, **el escenario sigue siendo favorable**.

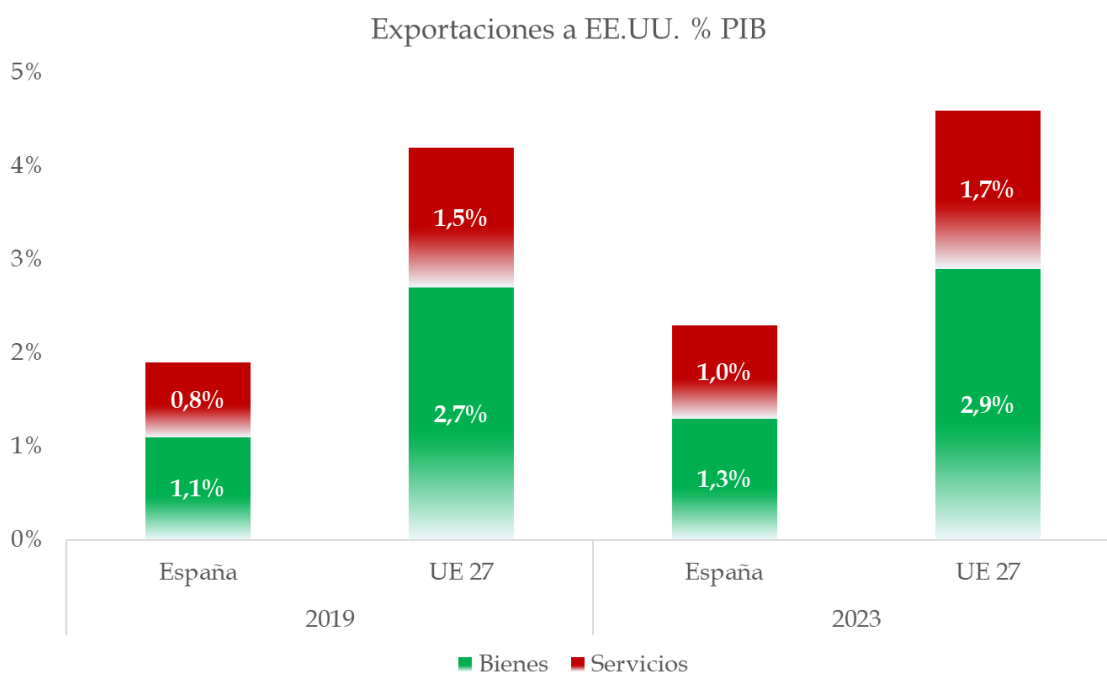
Los bancos están obteniendo grandes beneficios no por arte de magia, sino porque han sabido jugar con las reglas del sistema monetario. Los tipos, ya suban o bajen, les ofrecen oportunidades si saben adaptarse.

Y cuando el entorno acompaña, como ahora, el negocio vuela.

## 12.¿Cómo afecta a España el nuevo arancel del acuerdo Europa-EE.UU?

El **27 de julio de 2025**, tras la cumbre en Turnberry, Estados Unidos y la Unión Europea firmaron un acuerdo comercial que fija un arancel del **15 %** para aproximadamente el **70 % de las exportaciones europeas** hacia EE.UU., mucho más que el promedio previo del 1,5 %. Sectores sensibles como acero o aluminio mantendrán tasas del **50 %**, mientras que otros como automóviles o semiconductores se beneficiarán del límite del 15 %, con ciertas exenciones estratégicas.

El FMI estima un impacto de **-0,15 % del PIB** ante el nuevo arancel, cifra similar a las previsiones del Banco de España y CaixaBank Research.



Fuente: Carlos Arenas Laorga con datos de BBVA Research

La consultora TS Lombard sugiere que la pérdida eurozona ronda el **-0,39 %**, mientras que para España sería inferior: entre **-0,1 % y -0,2 %** del PIB. Esto podría ser incluso menor, porque una cosa es lo que se exporta y otra el valor añadido de esas exportaciones. Estaríamos hablando, como dice la consultora, de un 0,1% del PIB.

Un **75 % de las exportaciones españolas** a EE. UU. se concentra en bienes de equipo, semimanufacturas (como productos químicos) y agroalimentación. Pero, incluso parte de estos productos químicos quedarían exentos por el mecanismo *zero-for-zero*, reduciendo el impacto real sobre el valor añadido.

Sin embargo, el sector agroalimentario – especialmente aceite de oliva y vino – podría sufrir más: el arancel del 15 % podría reducir ventas en EE. UU. hasta un **10 %** en algunos segmentos, como han anunciado bodegas y productores. Nada nuevo, porque ya vimos que esto mismo sucedió con los anteriores aranceles a estos sectores, que sí que serían más dañados.

Parte de la clave de lo poco que afectarán estos aranceles a España (salvando los mencionados sectores) es que EE. UU. no aplica este arancel solo a España (y la UE), sino también a China, Japón, Reino Unido, Canadá, México... un enfoque global que suaviza el golpe relativo para España y Europa. Es decir, esto no nos afecta solo a nosotros y la competencia será similar porque estaremos ante unas nuevas reglas de juego, pero que no solo son de España ni de la UE.

Muchos exportadores españoles ya han aprendido lecciones de disputas anteriores: diversificación de mercados, cambio de producto o incluso adquisición de rivales en EE.UU. Además, el Gobierno aprobó en abril planes para contrarrestar un arancel del 20 %, con ayudas por unos 15.000 M € y apoyo a sectores perjudicados, de los cuales, por cierto, poco sabemos.

A nivel macro, el impacto directo para la economía española será moderado: alrededor de **-0,1 % del PIB**. La mayor parte del valor añadido interno está poco expuesta al mercado estadounidense, y las exenciones sectoriales y la aplicación global del arancel mitigan el daño.

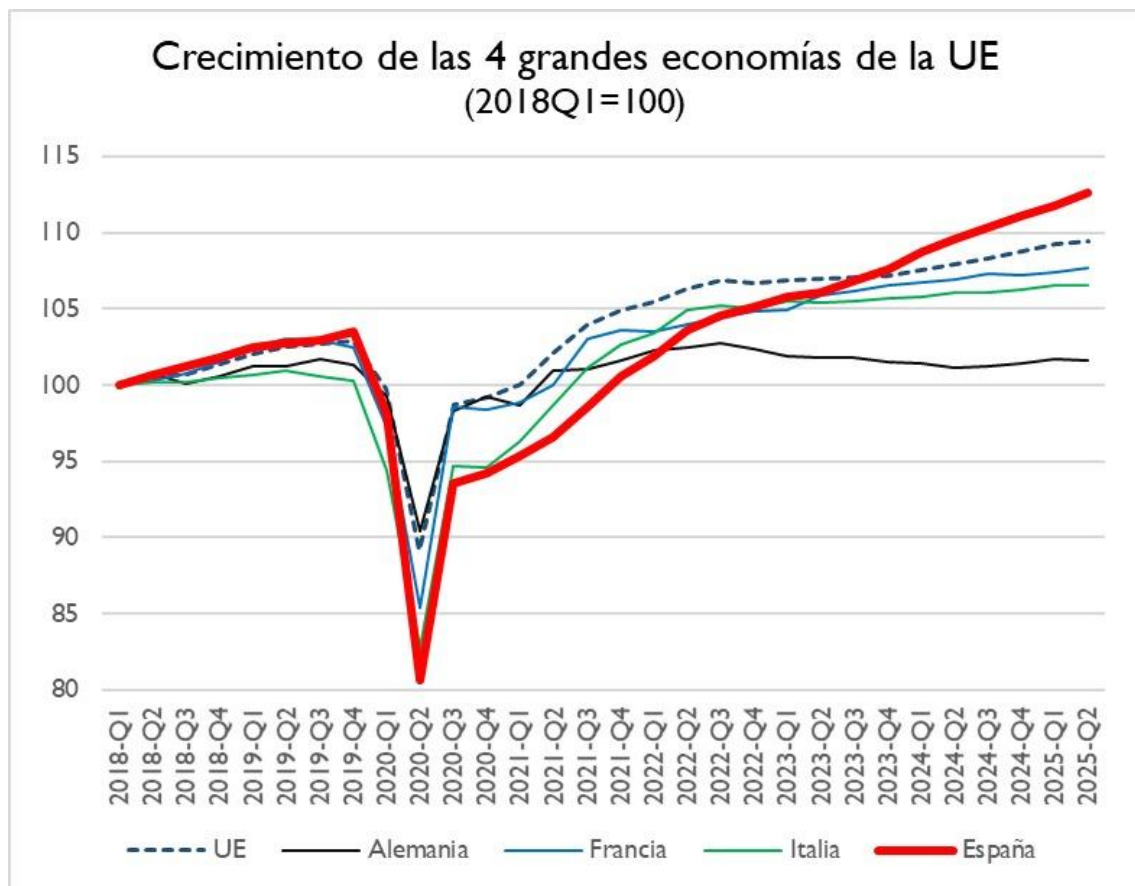
Pero ojo, **empresas y sectores concretos sí notarán el golpe**, sobre todo en agroalimentación y química. En cualquier caso conviene no perderse en líos. A veces nos olvidamos de lo más sencillo. Un arancel es un impuesto al consumidor local. El mejor acuerdo no es contrarrestar con aranceles, sino tratar de llevarlos a su extinción.

### 13.El crecimiento real de España

Se dice que España está creciendo mucho más que sus socios europeos. Y es cierto. Al menos, en términos generales de PIB, pero hay una verdad por debajo que es bastante más incómoda y que desmiente el dato bruto.

El presidente del Gobierno anunció en una red social que España está creciendo desde hace unos años mucho más que sus principales socios europeos, e incluso mucho más que la Unión Europea. No le falta razón. Y no quiero meterme en temas políticos. Pero hay que aclarar unas cuantas cosas.

El otro día este era el mensaje que nos encontrábamos: “Hemos crecido casi el doble que Francia e Italia, y 6 veces más que Alemania”.



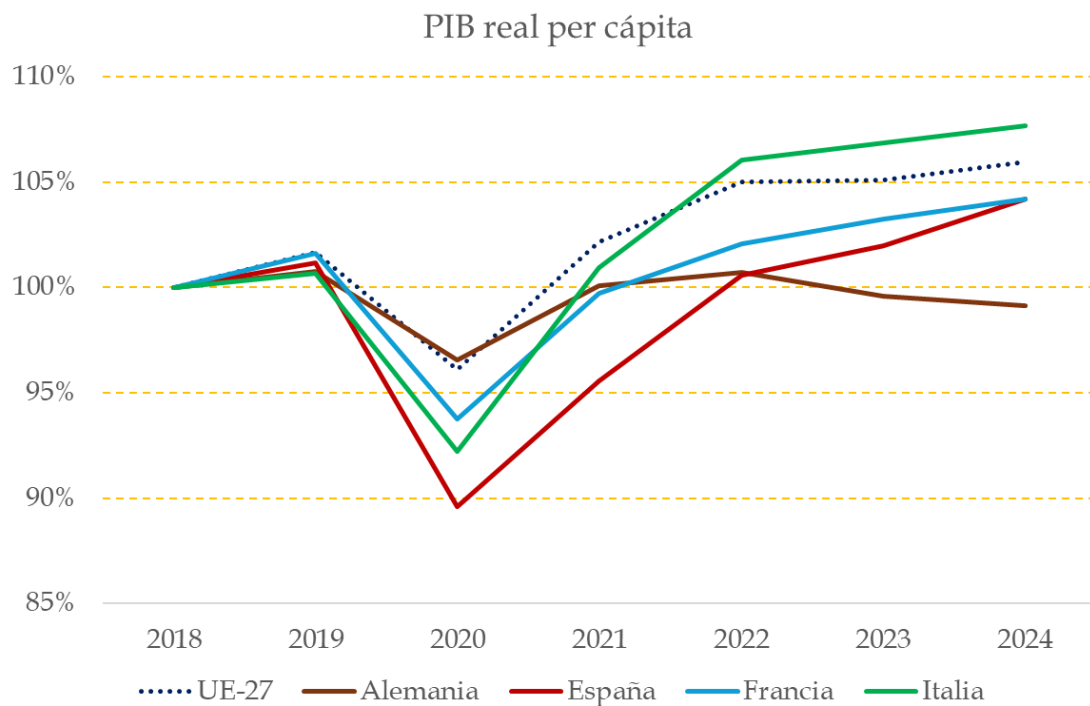
Fuente: Pedro Sánchez, con datos de Eurostat.

En varias ocasiones ya hemos explicado que España no está tan bien como parece. Una cosa es el PIB y, otra bien distinta, cómo estamos los españoles. eso



no se mide con el PIB, sino con el PIB per cápita y, como también hemos explicado, con el PIB por trabajador.

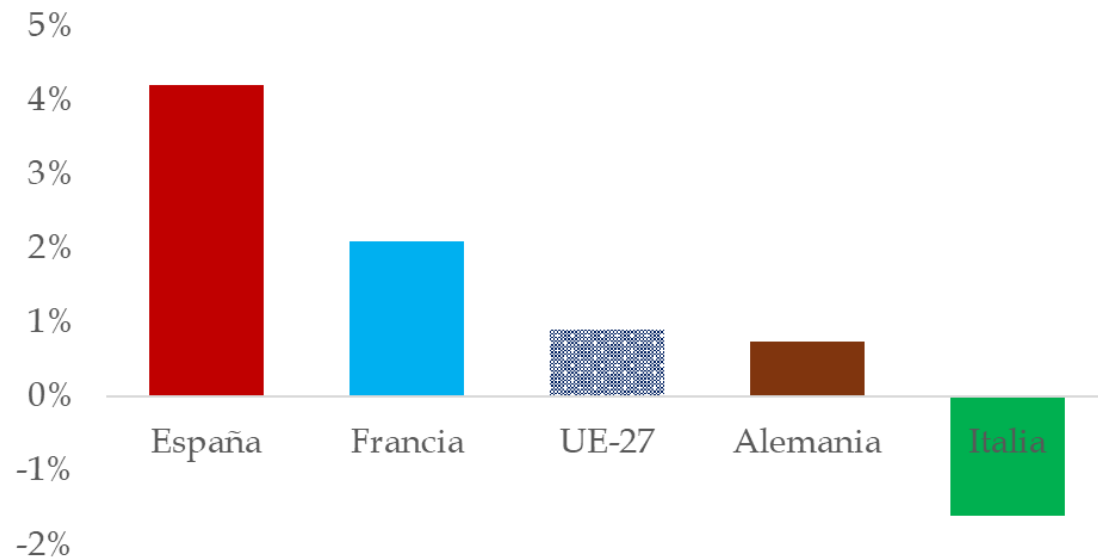
En cuanto al PIB per cápita, sabemos que no ocupamos el primer lugar. De hecho, salvo la estancada economía alemana, somos los últimos. Bastante alejados de la media de la UE y más todavía de Italia. Esto sucede, principalmente, por el crecimiento de la población de nuestro país.



Fuente: Carlos Arenas Laorga con datos de Eurostat

Pero existe otro añadido más. Gran parte de esta población proviene de la inmigración. Recordemos que la tasa de natalidad de España es una de las más bajas del mundo. Y al provenir de la inmigración, como decíamos, la mayor parte de esta nueva población está en edad de trabajar. Por tanto, si mirásemos el PIB por persona en edad de trabajar, no encontraríamos un gráfico como el del PIB per cápita, pero con mayores diferencias en contra de España. Es decir, más cercanos a Alemania y más alejados de los demás.

### Variación de la población 2018-2024

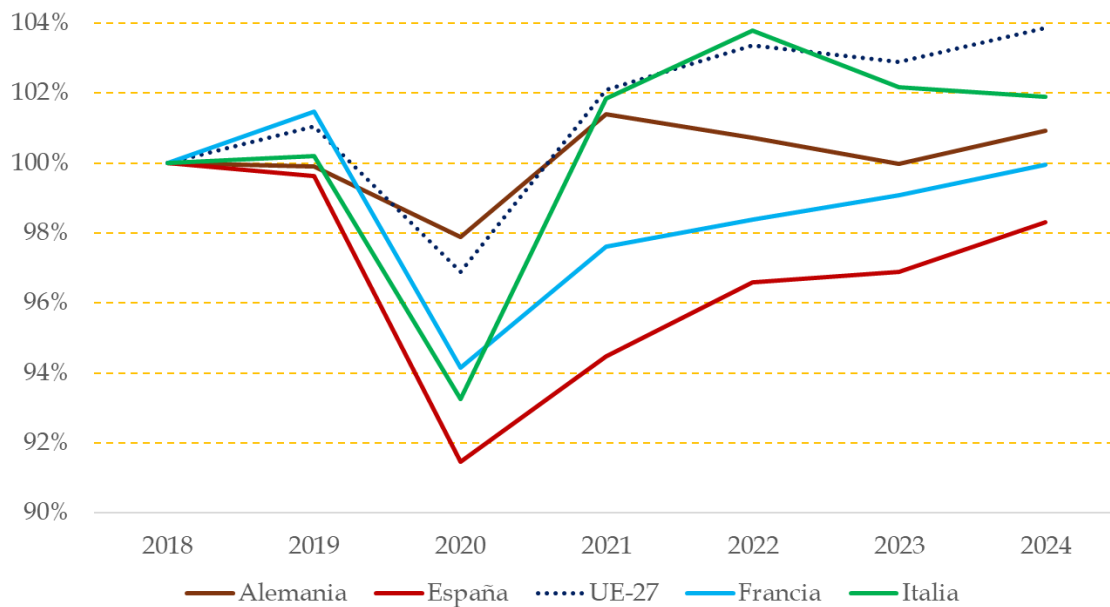


Fuente: Carlos Arenas Laorga con datos de Eurostat

Y no todo lo malo se acaba con esto. Si miramos efectivamente el PIB por ocupado, es decir, el PIB que producimos por trabajador, o lo que se conoce en economía como Productividad Aparente del Trabajo; nos encontramos con que ya no es que salgamos en la cola, sino que estamos últimos y no por poco.

El gráfico se invierte por completo. De hecho, no es que crezca poco, es que decrece. Hablamos de una caída del 2% aproximadamente frente a un incremento de casi el 4% de la UE-27.

### PIB por persona empleada



Fuente: Carlos Arenas Laorga con datos del Banco Mundial

Está muy bien que el PIB crezca, claro. Soy el primero que se alegra. Pero no basta, ni de lejos, con eso. Si no hay productividad, si vivimos peor, de nada nos sirve. De hecho, el dato del presidente es correcto. Pero no es el que sirve. Sería como si se dijese que el PIB nominal de Venezuela es elevado. Claro, teniendo en cuenta la inflación. No se miente, pero no es un dato que sirva. Lo mismo con España. No es que sea mentira el dato del PIB, pero no nos sirve de nada.

Por eso tanta gente no entiende que crezcamos más que los vecinos pero tienen la sensación de que no mejoramos la calidad de vida. Menos servicios, mayor carencia material, más dificultad de llegar a fin de mes, precios de la vivienda por las nubes... Pues es por esto que acabamos de explicar. Cuidado con los datos. Son datos, pero pueden llevar a confusión.

## 14.El IBEX 35 en máximos

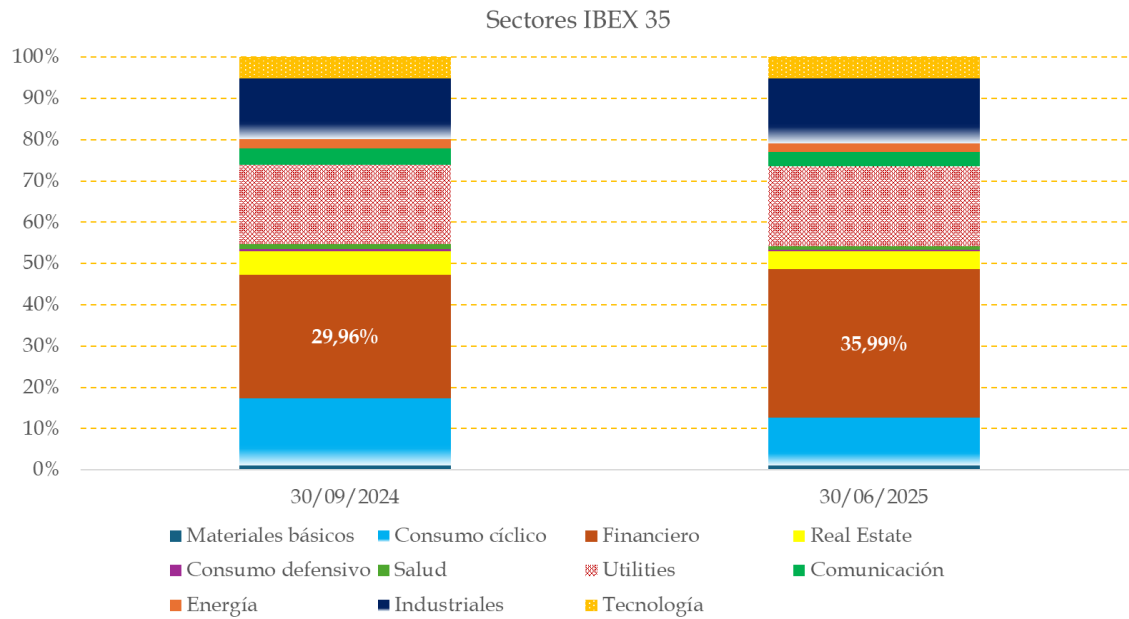
El IBEX 35 está en máximos históricos. Pero no es porque la economía española haya entrado en una fase dorada de productividad, innovación y crecimiento. De hecho, el PIB per cápita lleva años estancado. Entonces, ¿por qué sube la bolsa? ¿Y por qué, por una vez, lo hace mejor que muchos de sus homólogos europeos?

Bienvenidos a una de las paradojas más reveladoras de la economía de mercado: los índices bursátiles no miden el bienestar nacional, sino la salud (y rentabilidad) de las empresas cotizadas. Luego mencionaremos el caso alemán que es casi más elocuente que el nuestro.

Para entender el buen comportamiento del IBEX hay que considerar dos elementos clave: su composición sectorial y su forma de cálculo.

A diferencia de otros índices como el S&P 500, que está dominado por tecnológicas de *growth* (Apple, Microsoft, NVIDIA...), el IBEX es un índice *value*: bancos, eléctricas, infraestructuras, aseguradoras. Empresas estables, que pagan dividendos, y que tienden a hacerlo bien en entornos de tipos de interés altos o moderadamente restrictivos. Y por eso tantísimo años ha sido un índice roto.

Desde la pandemia y desde que los márgenes de intermediación financiera se ensancharan como consecuencia de las subidas de tipos, los bancos vuelven a ganar dinero (y mucho, como hemos visto en un artículo reciente). Y claro, el peso de este sector en el IBEX es clave. Si este sector tiene unas rentabilidades espectaculares, el índice va detrás.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

Otro elemento importante y creo que hay que recordar, es el modo en que se mide el índice. El IBEX que todos miramos cada día es el IBEX 35 Price Return (PR), que no incluye dividendos. Pero el índice que de verdad mide lo que gana un inversor es el IBEX 35 Net Return (NR), que sí los incorpora.



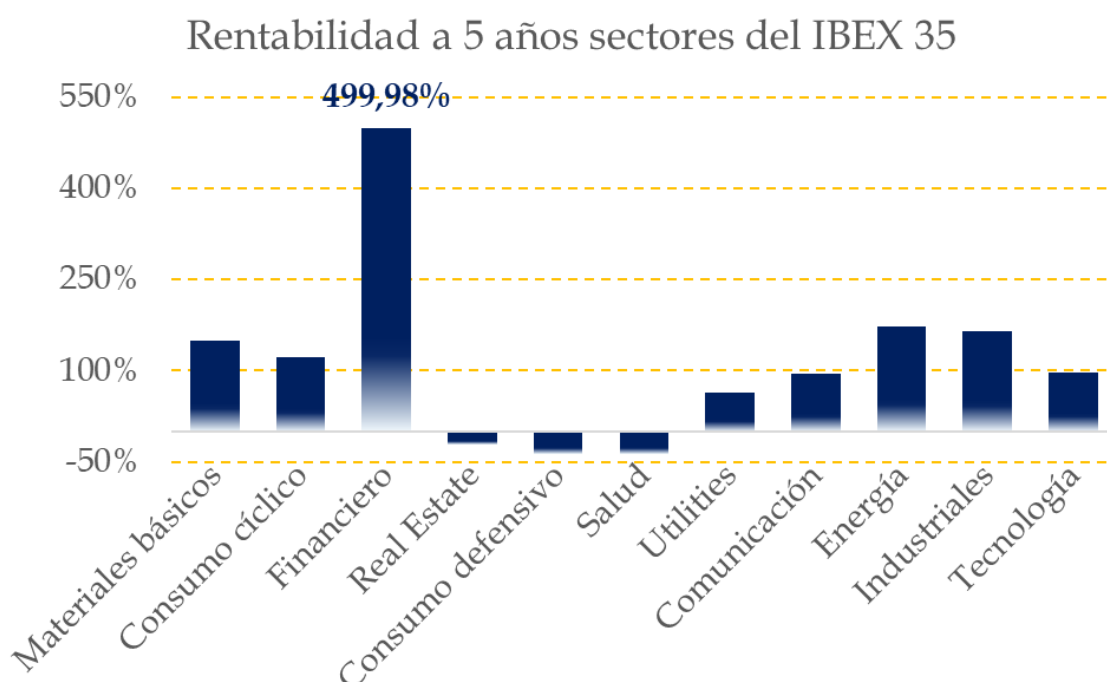
Fuente: Carlos Arenas Laorga

Mientras que el IBEX PR acaba de superar máximos hace bien poco, el IBEX NR lleva ya años muy por encima de esos niveles. Y esto es porque el dividendo importa, y mucho, como puedes observar. Y si en algo destacan las empresas del IBEX, es en su generosidad repartiendo caja.

Durante años, el IBEX ha sido el farolillo rojo de los índices europeos. Su escasa exposición a sectores como el tecnológico y su sobrepeso en sectores regulados y financieros, penalizados por los tipos cero. Pero ya estamos viendo desde hace unos cuantos meses el cambio de sesgo o, al menos, un comportamiento relativo del *value* muy bueno. En gran parte, el IBEX ya no es el patito feo por este motivo.

Si miras bien el siguiente gráfico, verás que la banca, cuyo peso es gigantesco en el índice, ha tenido una rentabilidad del 500% en promedio. A eso, le sumamos los dividendos típicos de las compañías de valor. Y ya lo tenemos.

Esta explicación se resume en sectores (financiero principalmente) y dividendos.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

Pero hay una parte que puede ser desconcertante, con la que hemos empezado el artículo y no quiero dejar de explicar. Los mercados bursátiles pueden subir mientras la renta per cápita está estancada. De hecho, ocurre en algunas economías desarrolladas. Alemania, sin ir más lejos y como hemos dicho al comienzo, vive desde hace años una especie de estancamiento secular, con crecimiento real raquítrico, pero sus empresas cotizadas baten récords.

Y es que los beneficios empresariales no tienen por qué reflejar la evolución del conjunto de la economía. Especialmente si hablamos de empresas globales, con ventas internacionales y beneficios generados fuera del país de origen. España es un caso típico. Alemania por las exportaciones. España por la cantidad de negocio de nuestras empresas fuera del país. Hispano América, Estados Unidos, Reino Unido...

Y cuidado porque esto puede no haber terminado. Los beneficios empresariales siguen creciendo; los dividendos son atractivos en comparación con la renta fija; la inflación se modera y los bancos centrales tienen políticas que, de momento, son beneficiosas; el apetito por acciones de alto dividendo sigue viéndose en los flujos de fondos. No son pocas las razones para seguir pensando en nuestro índice como un motor de rentabilidad.

Ahora bien, ya no está barato como en 2020. Y si los bancos centrales bajan tipos más de lo esperado, el sector financiero podría verse perjudicado.

El IBEX 35 está en máximos, y no es porque la economía vaya como un cohete...

Me despido con una tabla que recoge los principales índices del mundo, para que veas cómo España lidera por encima de los activos más rentables.

jueves, 31 de julio de 2025	YTD	5 días	1 mes	3 meses	6 meses	1 año	3 años	5 años
IBEX 35	27,20	1,0	2,5	11,7	18,3	34,6	25,0	19,5
Hang Seng HSI GR HKD	26,68	-3,5	7,3	9,1	25,2	48,2	11,4	3,7
Oro	26,44	-2,0	0,6	5,9	26,4	36,0	23,4	49,8
Bitcoin	23,70	-0,28	11,97	41,92	11,43	77,51	68,79	68,7
DAX	20,88	-0,95	0,28	8,58	10,76	30,05	21,29	14,34
FTSE 100 TR GBP	14,22	-0,03	4,36	7,64	7,89	13,24	11,30	13,24
Tecnología	13,15	0,5	14,0	26,6	13,7	19,2	23,6	18,8
NASDAQ 100 TR USD	10,96	0,0	8,9	20,7	8,4	20,8	22,5	17,2
EURO STOXX 50 NR EUR	10,88	-0,6	-0,7	3,1	2,7	11,8	15,6	13,5
S&P 500 TR USD	8,59	-0,4	7,4	13,4	5,1	16,3	17,1	15,9
7 Magníficas	7,56	1,9	11,7	27,6	5,3	31,5	-	-
EM Bonds (USD)	6,67	0,63	3,67	4,58	5,2	8,90	7,6	0,9
USTREAS T-Bill Cnst Mat Rate 10 Yr	6,05	0,40	0,99	0,91	4,24	3,67	-0,27	-3,41
S&P 500® Equal Weight	5,71	-1,7	4,4	6,4	1,4	8,7	9,8	13,3
Commodities	5,20	0,4	7,7	-0,2	2,1	5,3	-1,5	14,1
High Yield Bonds	5,14	-0,1	2,2	4,0	3,6	8,6	7,1	4,3
Investment Grade Bonds	4,53	0,5	2,2	2,0	3,7	4,1	2,7	-1,2
Nikkei 225 TR JPY	4,06	-1,80	8,36	15,51	5,06	7,10	16,20	15,80
Consumo Básico	3,35	-1,6	-3,2	-0,7	0,7	6,7	6,7	8,9
US Cash	2,42	0,1	0,7	1,4	2,1	4,5	4,6	2,8
US REITs	2,04	-2,8	0,7	-0,6	0,1	2,5	0,7	5,8
Long Duration Treasuries	1,60	1,26	1,57	-3,00	0,61	-4,32	-6,16	-10,16
NASDAQ 100 TR EUR	0,38	2,8	8,0	13,9	-1,2	14,2	17,9	18,0
Russell 2000 TR USD	-0,08	-1,8	7,3	10,4	-3,5	-0,6	7,0	9,8
Consumo Discrecional	-1,23	-0,6	4,0	13,7	-5,4	15,7	12,2	12,3
S&P 500 TR EUR	-1,76	2,4	6,6	7,1	-4,2	10,0	12,7	16,6
Petróleo Brent	-1,77	4,84	13,51	-0,89	-4,57	-8,22	-12,96	10,87
Salud	-2,57	-4,6	-2,3	-8,0	-8,9	-12,1	1,2	4,4
US Dollar	-8,85	1,55	-0,45	-5,11	-8,27	-6,13	-1,83	0,30
EUR/USD (+ EUR se aprecia)	5,87%	-2,7%	-0,7%	5,9%	0,6%	10,5%	2,9%	5,9%



## **15. ¿De dónde viene el objetivo del 2% de inflación? Una estupidez supina**

El 2% como objetivo de inflación es como un dogma de fe en la economía mundial. Una cifra venerada e idolatrada. Pero este número es una arbitrariedad como la copa de un pino. Un número adorado que es una improvisación. No es una revelación divina, es una cifra inventada.

El famoso objetivo del 2% no nació de un modelo económico hiperracional, ni de un concilio de premios Nobel. Nació, según la anécdota histórica más aceptada, de una entrevista televisiva en Nueva Zelanda, cuando un político, sin más cálculo que el de su sentido común y el apuro del directo, soltó ante la pregunta del objetivo de una inflación controlada: “Bueno, algo así como un 2% suena bien”. Y acababa de nacer el pilar sobre el que se construiría la política monetaria de medio planeta.

La historia es tan simple que cuesta creerla. Roger Douglas, ministro de Finanzas neozelandés en los años 80, quiso dar una imagen de compromiso con la inflación baja y, al ser preguntado por su definición, respondió “alrededor del 2%”. Poco después, el Banco de la Reserva adoptó oficialmente esa cifra como objetivo. Canadá, Reino Unido, Suecia y el Banco Central Europeo no tardaron en imitar la jugada. El 2% era una cifra redonda, vendible y aparentemente equilibrada: ni tan baja como para generar miedo a la deflación, ni tan alta como para molestar demasiado a los ahorradores.

En 1989 el Gobierno de Nueva Zelanda aprobó la Reserve Bank of New Zealand Act, que otorgaba independencia al banco central y le fijaba como misión la estabilidad de precios. El entonces ministro de Finanzas, Douglas, quería un objetivo concreto de inflación para dar credibilidad.

El propio Don Brash, que fue gobernador del banco central de Nueva Zelanda entre 1988 y 2002, reconoció años después que el 2% no venía de ningún estudio académico sólido, sino que fue una cifra mencionada casi al azar por su colega, el ministro de Finanzas adjunto Trevor de Cleene, en una rueda de prensa.

Lo que vino después fue una especie de *backfilling* teórico. Como cuando alguien toma una decisión por instinto y luego redacta un informe de 50 páginas para justificarla. Economistas y académicos elaboraron todo tipo de argumentos post hoc: que si permite ajustar salarios reales sin fricciones, que si evita la trampa de los tipos de interés cero, que si es el mal menor frente a la deflación... Todo con un aire de ciencia, pero sin una base empírica que justificara que 2% era mejor que 1,5% o 2,3%.

En una economía sana, los precios deberían reflejar la escasez relativa de los bienes. No subir porque sí. La inflación no es una bendición ni una maldición per se. Es un síntoma. Y como todo síntoma, hay que mirar su causa. De hecho, los precios no deben manipularse con fines sociales o macroeconómicos.

En la teoría monetaria clásica, si el dinero es neutro a largo plazo, ¿qué sentido tiene provocar artificialmente un 2% de pérdida anual de poder adquisitivo? Si eso no fuera suficiente, añadamos el hecho de que ese 2% acumulado destruye más de un 18% del valor de la moneda en apenas una década. Es decir, quien hoy cobra 1.000 euros, dentro de 10 años necesita 1.180 para mantener el mismo nivel de vida... si tiene suerte y su salario sube igual que el IPC. Y ya sabemos que eso no siempre ocurre. Y que la inflación es muy superior a veces. Y ojo, no entramos a cómo se calcula esa inflación, que sería otro artículo.

La inflación tiene consecuencias redistributivas. Favorece a los deudores frente a los acreedores, castiga el ahorro y premia el endeudamiento. Es decir: beneficia a los gobiernos altamente endeudados (casualidad, ¿verdad?) y a quienes viven del crédito barato, mientras empobrece lentamente al ahorrador prudente, al pensionista o al asalariado cuyo sueldo no se ajusta con la misma velocidad que los precios.

No es casualidad que los bancos centrales, cuya credibilidad depende en parte de mantener bajo control la inflación, hayan redefinido el éxito como “conseguir que los precios suban todos los años”. Como si ir perdiendo valor adquisitivo lentamente fuera un signo de estabilidad. Es como si el capitán del barco celebrara que el barco hace agua... pero no demasiada. La Escuela de

Salamanca decía que era robar a los pobres en sus bolsillos (incluso defendieron el regicidio si se envilecía el real de vellón).

¿Sería tan terrible tener una inflación del 0%? ¿Acaso el progreso requiere que los precios suban? Más bien al contrario. En sectores donde hay aumentos de productividad reales —tecnología, electrónica, transporte— los precios tienden a bajar, y eso no impide que sigan creciendo y creando empleo. La obsesión por evitar la deflación a toda costa se basa en el temor a una espiral negativa que, salvo en entornos de deuda excesiva, no tiene por qué producirse.

Además, si aceptamos que el dinero es un medio de intercambio y reserva de valor, lo lógico sería que conservara su poder adquisitivo en el tiempo. Es decir, que su inflación fuera cero o incluso levemente negativa si la productividad lo permite.

Quizá haya llegado el momento de dejar de tratar el 2% como un tótem incuestionable y empezar a abordarlo como lo que es: una convención absurda, que quizá ya no responde ni a las necesidades actuales ni a los principios económicos. El progreso financiero empieza por atreverse a pensar de forma independiente, incluso —o sobre todo— frente a lo que todo el mundo repite como mantra.

Y tú, como inversor, como ahorrador, como ciudadano ¿no preferirías que tu dinero valiera lo mismo dentro de diez años que hoy? ¿No preferirías que a la rentabilidad de tus inversiones le pudieses sumar la apreciación del poder adquisitivo de la moneda?

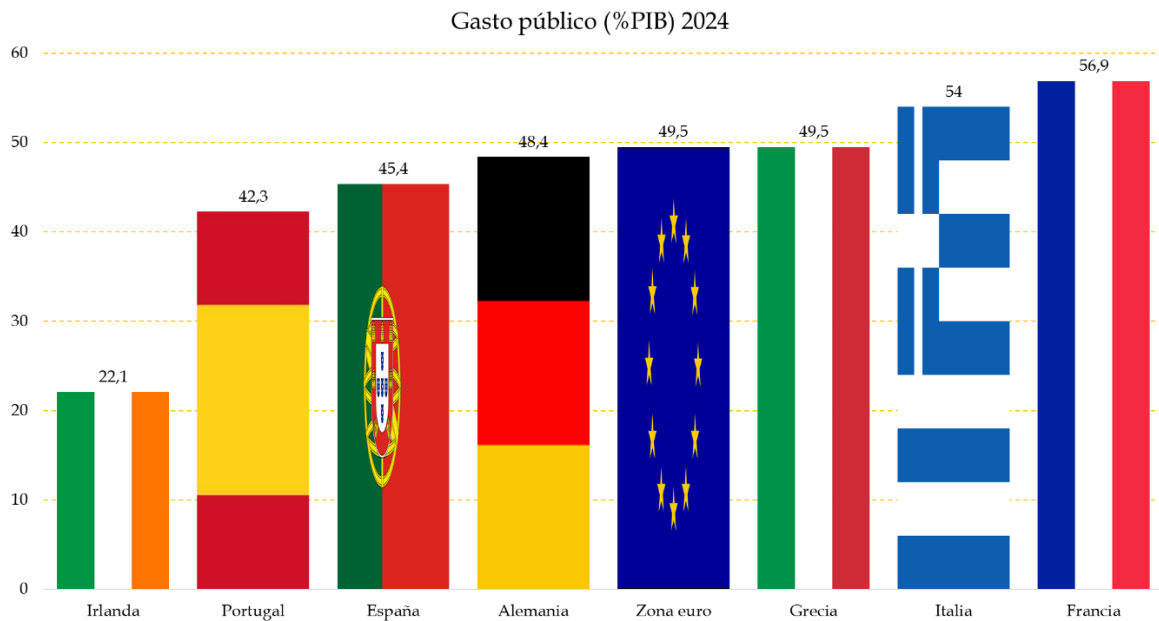
## 16. Vivir por encima de nuestras posibilidades

Para terminar agosto, te traigo una noticia agridulce. Estás pagando una hipoteca sin casa. Pero, por suerte, algunos gobernantes, se están dando cuenta. A buenas horas mangas verdes, pero más vale tarde que nunca. Y, aunque las reformas serán minúsculas, más vale algo que nada.

Suena absurdo pagar una hipoteca sin casa, pero eso es lo que ocurre cuando una sociedad entera se acostumbra a financiar su nivel de vida con deuda y promesas futuras. La reciente advertencia del canciller alemán Friedrich Merz, al declarar que el sistema de bienestar alemán ya no se puede financiar con la producción actual del país, no es una anécdota local. Es un síntoma de un problema estructural que recorre toda Europa: vivimos por encima de nuestras posibilidades. Ya hemos visto que en Francia algo -poco- están haciendo.

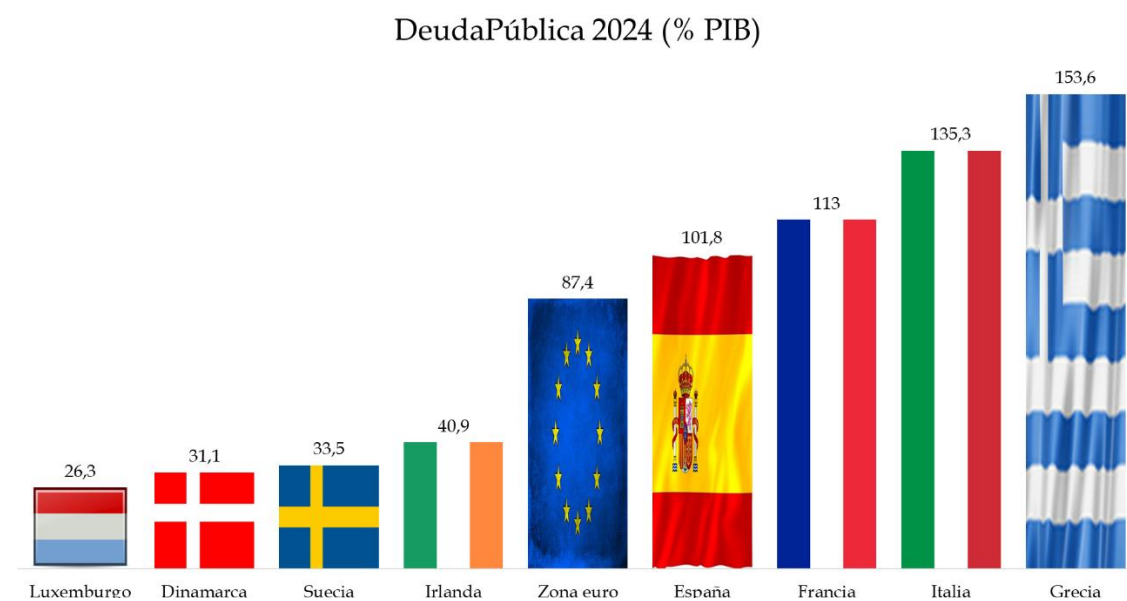
El Estado del Bienestar europeo nació tras la Segunda Guerra Mundial con un objetivo aparentemente noble: garantizar una red mínima de seguridad para todos. Pero, con el paso del tiempo, esa red se transformó en mucho más. En una injerencia de las administraciones en nuestros bolsillos. Hoy, muchos gobiernos reparten más de lo que ingresan, endeudándose para sostener pensiones anticipadas, subsidios perpetuos y sistemas públicos ineficientes que consumen recursos como si fueran infinitos, a fin de obtener votos. Y, como no hay dinero, el siguiente que arree. Total, el político mira a 4 años.

Alemania destina casi el **50% de su PIB al gasto público**. Francia lo supera. España no se queda atrás. Y todo ello en un contexto de envejecimiento demográfico, productividad estancada y deuda pública disparada. Pretender mantener (o incluso ampliar) ese nivel de gasto sin reformas profundas es imposible.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

Una queja frecuente entre contribuyentes es que pagan muchos impuestos y reciben poco a cambio. No es solo una percepción. El *tax wedge* (cuña fiscal) en muchos países europeos supera el 40%: por cada 100 euros que una empresa paga por un trabajador, más de 40 se van en impuestos y cotizaciones. El trabajador nunca ve ese dinero, y el Estado, en vez de gestionarlo con eficiencia, lo despilfarra en duplicidades administrativas, subvenciones mal diseñadas y estructuras clientelares.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

Si voy al supermercado a comprar jamón ibérico, y me dan mortadela, pero con una sonrisa institucional, no me vale. Así de raro soy. Por cierto, que ambos gráficos han mejorado, si los comparamos con años anteriores. Y aún así da miedo.

Supón una familia que, cada mes, gasta 4.000 euros cuando solo ingresa 3.000. Para cubrir la diferencia, pide préstamos. Al principio, el banco se los concede. Luego, empieza a exigirle garantías, recortar gastos o incluso vender activos. Eso es lo que ocurre con los estados cuando pierden credibilidad fiscal: el coste de la deuda sube (mira lo que ha pasado ahora con EE.UU.), los inversores huyen y los recortes no son una elección, sino una imposición.

Y lo peor: cuando llega la factura, siempre la pagan los mismos. No los altos cargos ni los asesores bien remunerados, sino el ciudadano medio: vía inflación, vía recortes abruptos o vía subida de impuestos.

En este contexto, se reabre el eterno debate: ¿quién debe pagar más? Desde la izquierda se propone gravar a los “ricos”, pero esos ingresos no dan para cubrir el agujero estructural. Si se suben impuestos a las empresas medianas o los profesionales de clase media-alta, se castiga el motor productivo. Y si se insiste en subir la presión fiscal a los asalariados, la competitividad se esfuma.

La propuesta puede parecer radical, pero es cada vez más urgente: necesitamos un estado más pequeño, más ágil y más focalizado en sus funciones esenciales. No se trata de desproteger a los más vulnerables, sino de evitar que todos vivamos de todos con todo el mundo medio ahogado con el esfuerzo fiscal desmesurado.

Reformar las pensiones, reducir burocracia, eliminar empresas públicas ineficientes, reordenar competencias territoriales... no son medidas ideológicas, son necesidades económicas. Insisto en que no es ideología. Los números no tienen ideología, pero los presupuestos y la realidad tienen límites.

Europa está ya en una encrucijada. Podemos seguir fingiendo que los déficits eternos no importan, o aceptar que el bienestar real no puede construirse sobre

papel mojado. Vivir dentro de nuestras posibilidades no es un castigo, es un acto de madurez y responsabilidad.

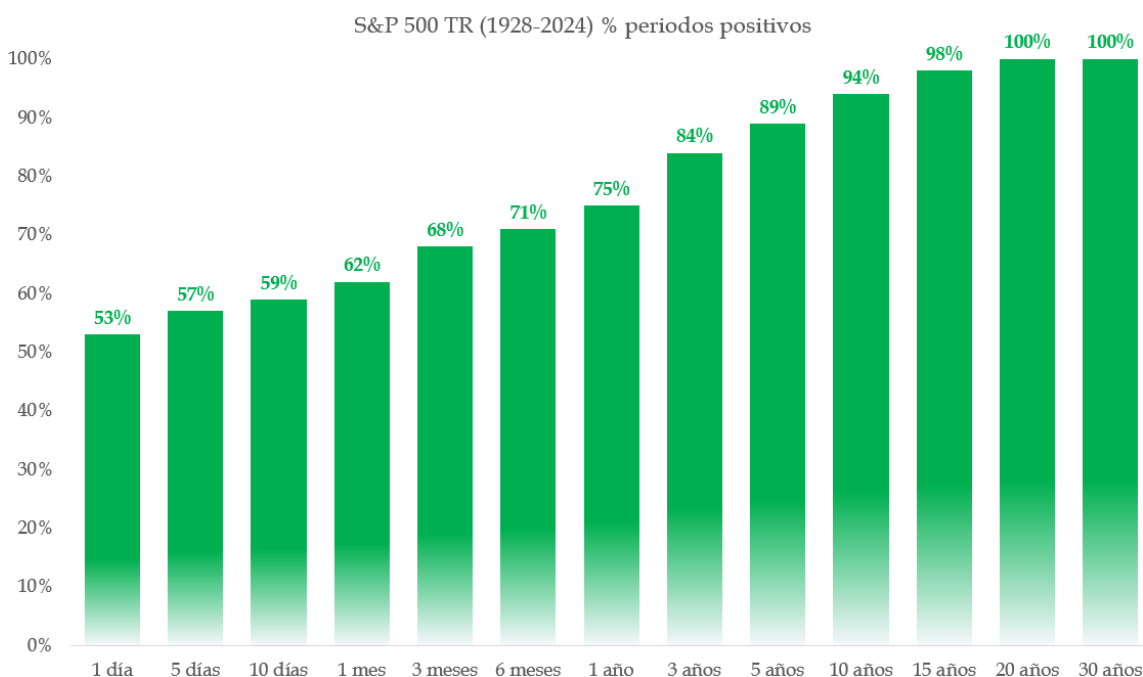
Replantear el tamaño y el rol del estado no significa abandonar a nadie, sino liberar recursos, fomentar la responsabilidad individual y asegurar que las generaciones futuras hereden algo más que facturas. Como en toda familia responsable, el equilibrio financiero no es una opción, es una condición para la libertad.

## 17. La estrategia perfecta para batir a los índices y ser más rico

Existe una forma de ganar sistemáticamente al mercado y con mucha más rentabilidad que el índice: combinar el Dollar Cost Averaging (DCA) con Lump Sum. Es decir, la inversión periódica, con los ingresos más grandes en momentos puntuales.

Siempre defendemos que **estar siempre invertido es mejor que intentar adivinar el momento perfecto**. Pero estar siempre invertido y aprovechar los desplomes para dispararse es jugar en otra liga. Y no es tan complicado. De hecho, es bastante sencillo. A la impresionante fuerza del interés compuesto le metes un extra. Es como si tu interés compuesto fuera al gym.

Imaginemos a Benja. Invierte **cada mes 100 euros** en un fondo indexado al S&P 500. Es disciplinado, no intenta adivinar el mercado y sabe que el largo plazo es su amigo. Esta estrategia —el clásico DCA— le da paz y evita errores por miedo o codicia. Buen comienzo. Además, recuerda que a largo plazo no ha habido nunca periodos de 20 años con rentabilidades negativas.

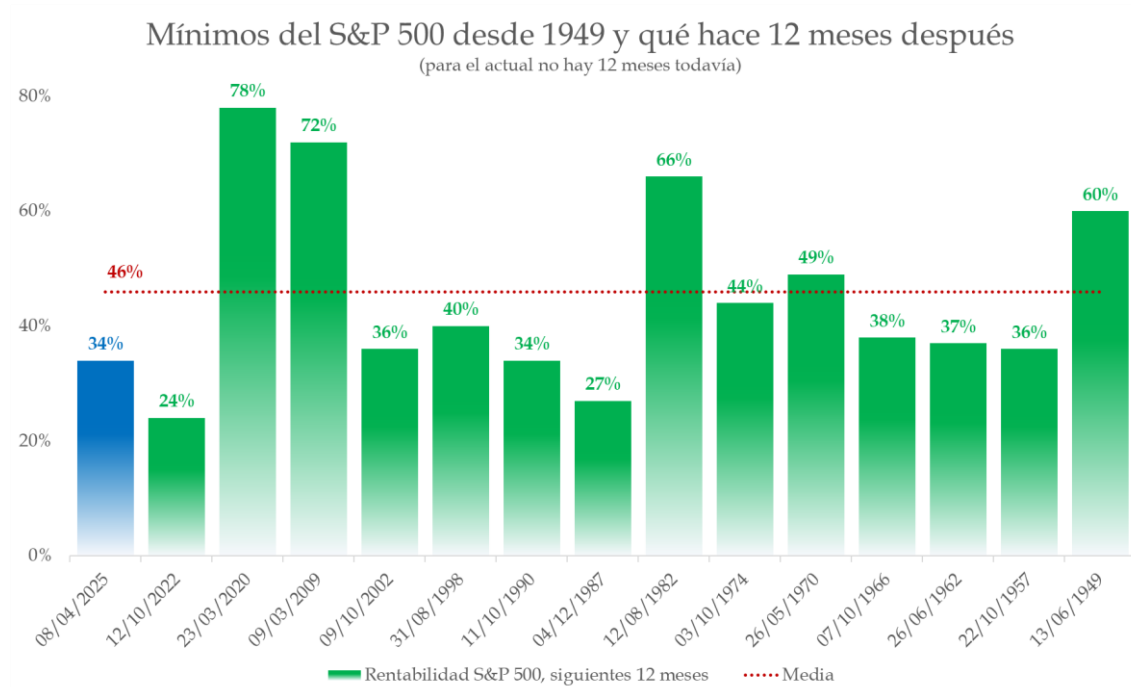


Fuente: Carlos Arenas Laorga

Pero... ¿y si en lugar de limitarse a su aportación mensual, Benja **aprovechara las caídas puntuales para hacer aportaciones extraordinarias**? No hablamos de

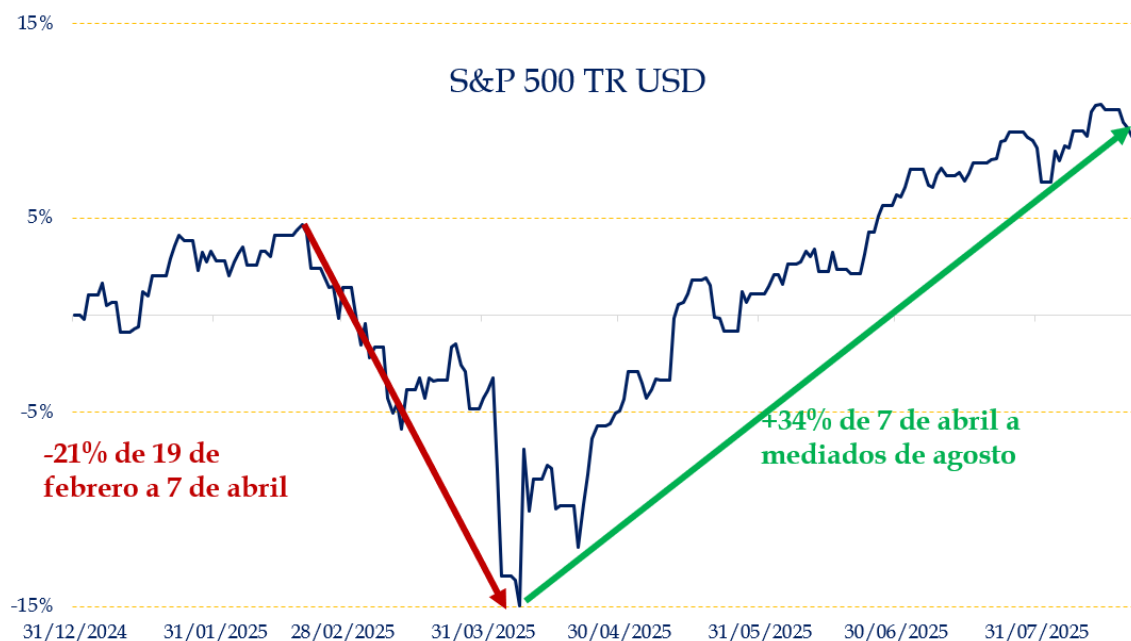


apostar en máximos o mínimos, sino de combinar estrategias. Por ejemplo, cuando el mercado cae un 10% o un 20%, históricamente suele rebotar con fuerza. Y quien entra entonces, lo nota en su rentabilidad.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

Eso es lo que vemos este año (y, en realidad, casi todos los años). Benja el disciplinado aportó 100 euros cada mes. Pero **cuando el mercado cayó un 10% añadió 1.000 euros extra. Y cuando cayó un 20%, metió 5.000 euros más.**



Fuente: Carlos Arenas Laorga

**Sobre el DCA, tenemos una rentabilidad de +9,67%.** Son 800 euros en cada mes. Cuando **cae un 10%**, Benja metió 1.000 de golpe, que han tenido un **+17,79%** (1.177,95 euros). Y cuando llegamos a **caer un 20%**, otros 5.000 euros, que le han reportado **6.418,9, es decir, un +28,38%**.

Teniendo en cuenta las aportaciones periódicas, los 1.000 euros invertidos en caídas y los posteriores 5.000 cuando hubo más bajadas, **la rentabilidad de Benja a mediados de agosto se sitúa en un +24,62%**. Más del doble que la del imbatible S&P 500.

Al invertir cuando el mercado cayó un 20%, Benja **multiplicó por tres la rentabilidad del DCA clásico**. Y en conjunto, la estrategia combinada batió al índice con contundencia.

**Combinar ambas estrategias aún lo mejor de dos mundos.** Por un lado, el **DCA evita errores por miedo, sistematiza la inversión**. Es una buena armadura. Por otro lado, el **lump sum táctico es como una espada. O como el gimnasio del interés compuesto**. No hay que tratar de adivinar el suelo de la caída. Hay que tener una parte de liquidez y sistematizar también los momentos de bajada. Por ejemplo, **cuando cae el mercado un 10%, meto un**

**15% de la liquidez. Y cuando ha caído un 20%, meto un 30% del total de la liquidez de la que disponía.** Y así sucesivamente. No en vano existen numerosas frases de grandes inversores que vienen a recordar esto: el dinero se hace cuando la sangre corre en las calles, compra cuando todos se salen, y ese tipo de ideas. Insisto en que esto no se trata de hacer *market timing*, sino de tener una estructura de inversión sólida, estratégica. El capital invertido en momentos de caída no es una apuesta, es una inversión en valor relativo. Como ir de rebajas.

¿Y si no cae? Bueno, ahí tienes tu DCA trabajando. Ya caerá... La munición va siendo mayor. Así, cuando el mercado caiga (insisto, que caerá), nuestro amigo Benja podrá forrarse más todavía.

Repito por tercera vez que esto no es hacer *market timing*, adivinar el suelo de las caídas, o tratar de batir al mercado cada semana. Hablamos de largos plazos, de estrategias sólidas y combinadas. DCA + lump sum = rentabilidad del índice + extra de patatas.

## 18. ¿Bajará tipos de Fed a la vuelta de verano? Parte 1

La Fed es muy data dependiente. Y este verano hemos ido conociendo algunos datos clave que han hecho que Jackson Hole sea una confirmación de lo que sospechábamos.

Durante estos días he recibido decenas de informes de gestoras analizando lo que ha sucedido en esta reunión de banqueros centrales. Por supuesto, todas serán interesantes, pero he decidido no leer ninguna hasta después de redactar este breve artículo. No me quiero despistar.

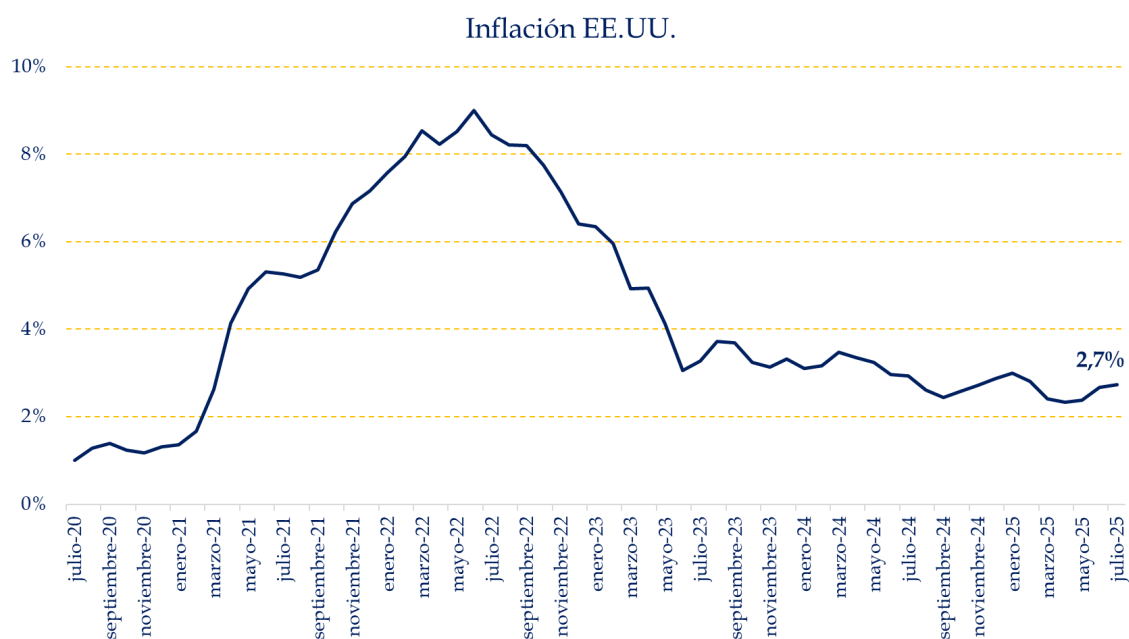
Vamos a ir punto por punto. Y el primero es la **independencia de la Fed** y su cautelosa **toma de decisiones basadas en datos**. De hecho, es la primera y la más importante, porque de ella se derivan las decisiones que parece que van a tomar en las próximas semanas.

Los **principales datos en los que se fija la Fed son: el empleo** (tasa de desempleo, creación de puestos de trabajo, vacantes, etc.); la **inflación** (tendencia, deflactor, objetivo del 2% a largo plazo); **crecimiento económico** (PIB, evolución, etc.); y elementos circundantes como el **coste de la deuda, los intereses, aranceles y cómo afectan, estabilidad fiscal, déficit, presupuestos, recaudación, divisa y dólar...**

Pues bien, de todos ellos, **el único que parece apuntar en la dirección de no bajar tipos es la divisa**. El dólar lleva una caída con respecto al euro de un 13,4% y el US Dollar cae un 9,9%. Si se reducen los tipos, la depreciación puede ser mayor. Eso sí, impulsaría a unas mayores exportaciones, beneficiaría a los distintos activos, y a los países emergentes (en su mayoría). Y quizá llevaría como consecuencia que Europa se plantease bajar sus intereses otra vez.

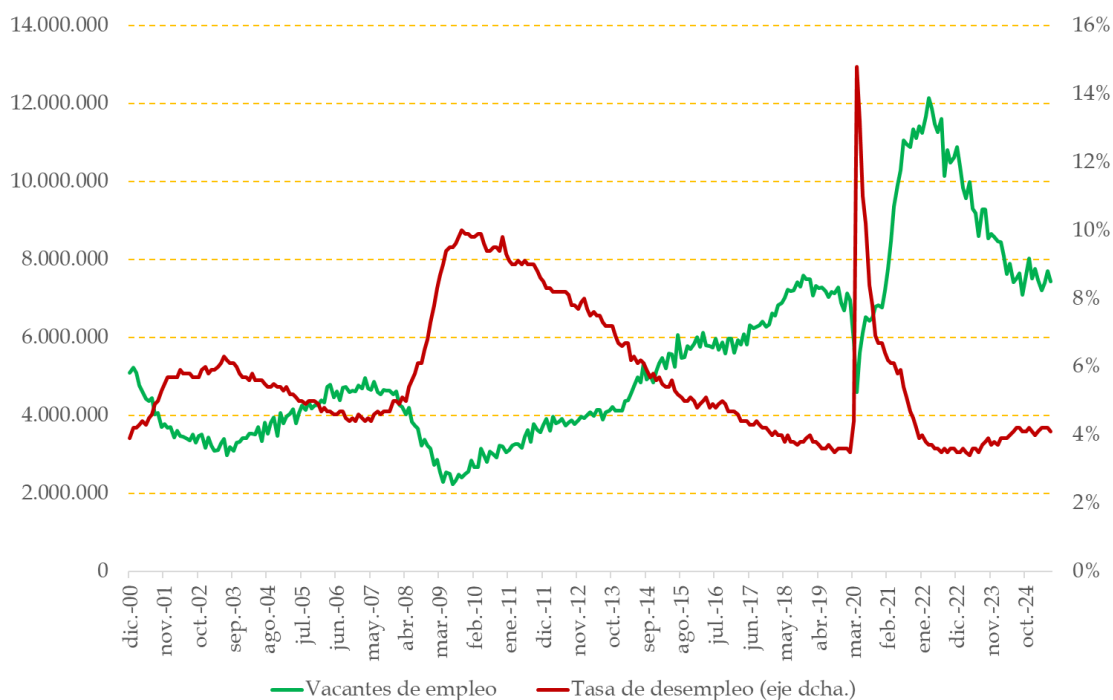
**Podríamos ver una guerra de bajada de tipos**. Y, en cualquier caso, impulsaría el crecimiento económico que está medio contraído, por decirlo fácil y pronto. Aunque, ojo, es un crecimiento ficticio basado en expansión de crédito artificialmente bajo.

**La inflación.** En primer lugar y muy importante, la inflación es un indicador clave. El miedo a los desconocidos efectos de los aranceles va remitiendo. Parece que el impacto no es tan elevado y además es bueno para la estabilidad fiscal por mayor recaudación (simplificando mucho). Es más, llevamos unos cuantos meses por debajo del 3% y, aunque con sus pequeños dientes de sierra, con tendencia hacia más el 2% que el 3%. **Si la inflación se da por más o menos controlada, punto a favor para el recorte de tipos.**



Fuente: Carlos Arenas Laorga

**El empleo.** Otra variable importante y quizá más compleja que la inflación. Es cierto que hemos simplificado mucho la inflación. No hemos hablado de la subyacente (más elevada) del deflactor de PIB, o de ciertas presiones del empleo hacia la pérdida de valor de la unidad monetaria. Pero **el empleo tiene muchas repercusiones sobre la inflación y sobre el crecimiento económico** que conviene no pasar por alto.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

En primer lugar, la **tasa de desempleo sigue en niveles muy bajos (4,2%)**, lo cual es bueno para el crecimiento del PIB, pero podría provocar presiones inflacionistas. Esto segundo no parece que vaya a pasar por las vacantes de empleo que hay. Es cierto que se reducen desde el pico del Covid, pero siguen muy elevadas. **Menos vacantes pueden reducir la presión salarial** y esa es la tendencia que observamos. Y, como todavía las vacantes son numerosas, parece un ajuste saludable y una normalización tras el calentamiento de 2021 y 2022. Eso sí, si el ritmo de caída se mantiene (aunque parece que ha estabilizado un poco), es un anticipo de una menor demanda de trabajadores, lo cual puede resultar un indicador adelantado de contracción económica.

Por tanto, **dos de los objetivos principales de la Fed apuntan claramente a una bajada de tipos este septiembre**. Por no alargarnos demasiado, analizamos el PIB, la deuda y otros factores importantes en el siguiente artículo.

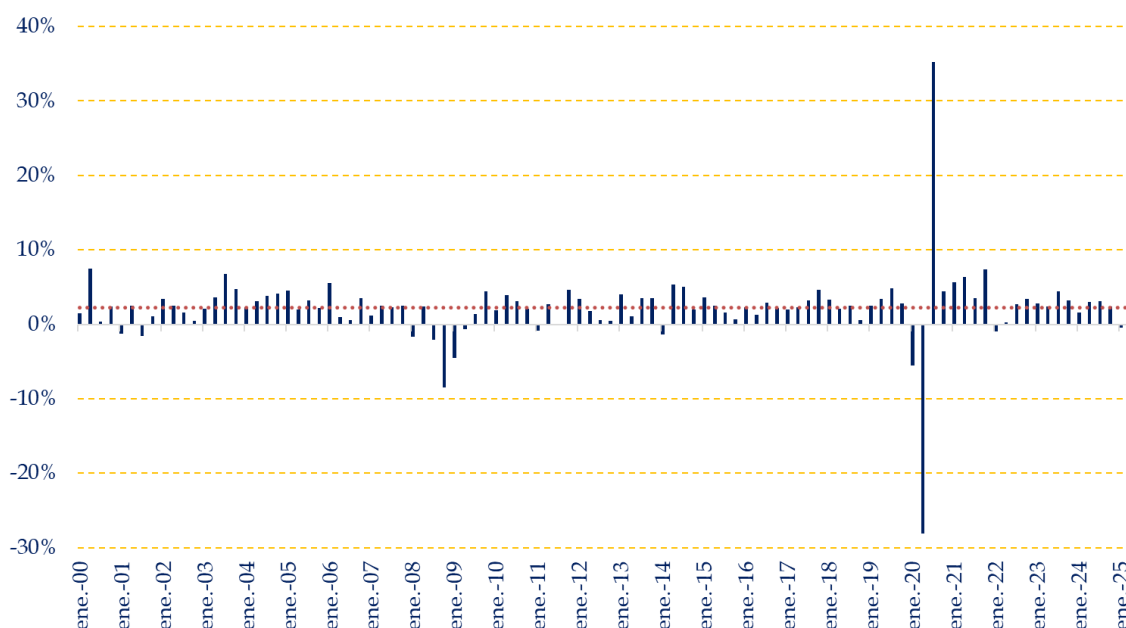
## 19.¿Bajará tipos la Fed a la vuelta de verano? Parte 2

Ya hemos visto las dos variables clave de la Fed para su toma de decisiones y su fallo de bajar, o no, los tipos de interés. Ahora vamos a ver otras variables también muy importantes, como la deuda, los intereses, el déficit, y, sobre todo, el PIB.

En el artículo anterior analizamos el desempleo y la inflación, aunque sin mucho detenimiento. Ahora lo hacemos con otras variables. Es cierto que no son variables tan importantes, pero las interrelaciones que existen en la economía hacen que quizá, una de estas variables afecte de tal modo a la inflación o al empleo, que termine siendo clave para bajar o no los tipos.

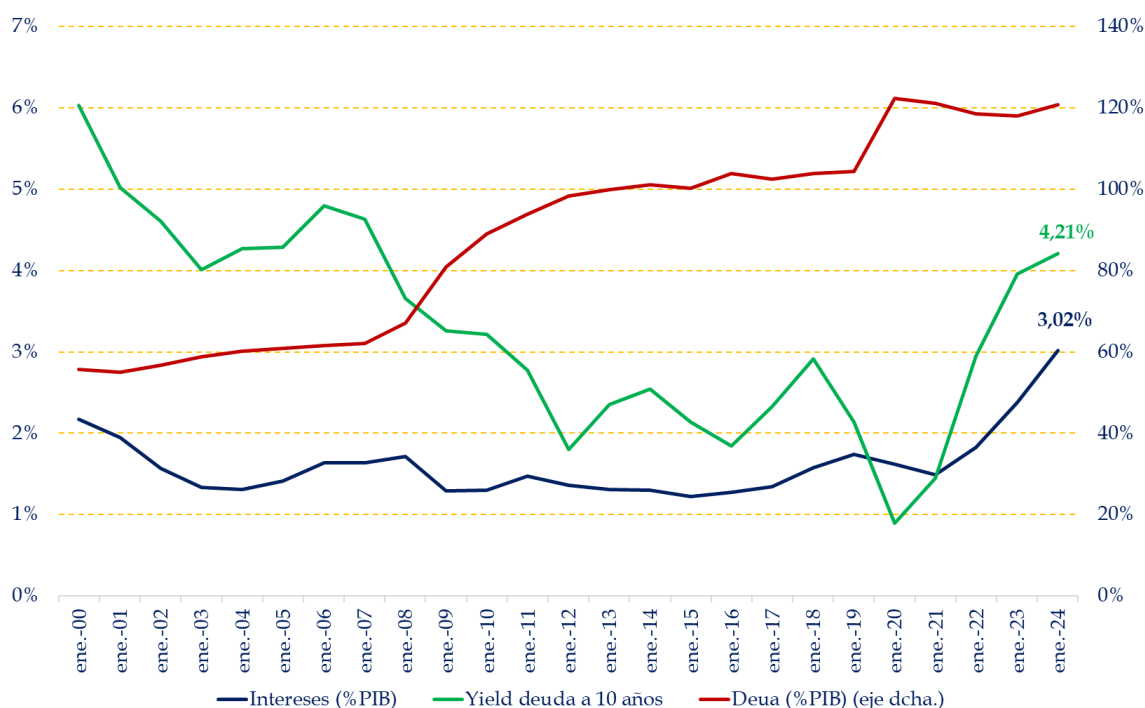
**El crecimiento económico.** El **débil crecimiento** de los últimos trimestres de EE.UU. ha alertado a muchos analistas. Pero tampoco es tan escaso si lo vemos con la media de los últimos 25 años. Es cierto que en el 1T de 2025 cayó un 0,5%, pero en el segundo ha subido un 3%. **No es un crecimiento elevado**, de acuerdo. Pero **tampoco es para asustarse demasiado**. Por tanto, una bajada de tipos puede parecer razonable para afianzar el crecimiento de la economía norteamericana. Repetimos, como en el primer artículo, que este crecimiento dopado por tipos artificialmente bajos no es el ideal.

**Crecimiento PIB real EE.UU.**



Fuente: Carlos Arenas Laorga

**La deuda y su coste.** La deuda sigue en aumento, y ha sido motivo de que, unido a un **déficit que no está controlado**, alguna agencia de calificación **baje la calidad de la deuda americana**. Pero tampoco son datos que vaticinen el fin del mundo. De hecho, aunque los intereses de la deuda a 10 años se hallen en máximos desde 2007, en el pasado los hemos visto bastante más elevados. Que han subido mucho en los últimos meses, sí. Lo que sí sube de manera más preocupante son los **intereses de los vencimientos de la deuda con respecto al PIB** estadounidense, que superan el 3%.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

Si se quiere **abaratar algo el coste de la deuda**, una bajada de tipos sería muy importante. Es uno de los principales motivos por los que Donal Trump lleva tanto tiempo presionando a la Fed, quizá el más importante.

Una **caída en los tipos de interés de la Fed no solo haría que cayesen los tipos a 10 años**, sino que las nuevas emisiones de deuda se harían con un coste de financiación menor. Miel sobre hojuelas y un motivo claro para bajar los tipos.



Por supuesto, esto tiene una **doble cara**. La moneda no es tan bonita como parece. Una **bajada de tipos crea el incentivo para que el Gobierno se endeude más y desboque el ya quebrantado déficit**. Pero esto es cosa de políticos que se dedican a arruinarnos, no de economía, se podría pensar. Y, sí, es cierto. Pero nos afecta al bolsillo y mucho. Por ejemplo, **en España** se calcula que para 2029, el 2,9% de los presupuestos (en caso de que tengamos presupuestos para entonces) se dedique a pagar intereses de la deuda, y eso que estamos con una prima de riesgo históricamente baja. Esto supone una cifra absoluta de 41,7 mil millones de euros. Así que, cuando pensemos que en Estados Unidos están mal, no olvidemos la paja del ojo propio.

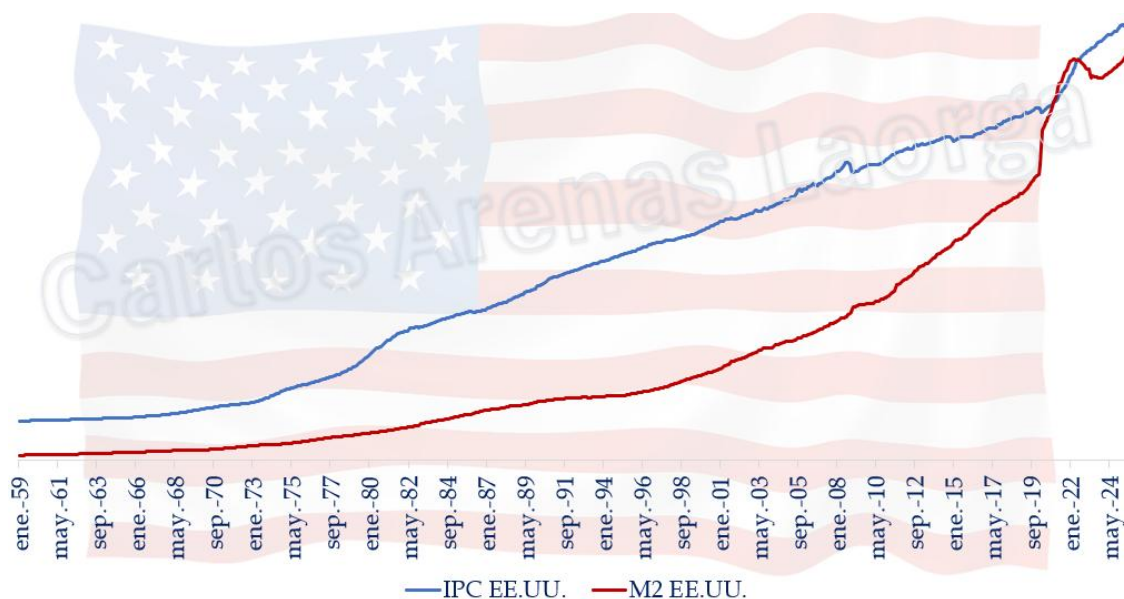
Por ende, tanto las **variables del PIB como la de deuda, déficit e intereses apuntan a una bajada data dependiente de tipos en septiembre**. Lo que no parece convencer es la debilidad del dólar. Y hay otro asunto personal que se mete de por medio: **los egos de Powell y Trump**. Si Trump quiere que bajen los tipos y ha realizado numerosas amenazas, Powell puede no querer bajarlos para aclarar quién manda en la Fed y para declarar que este organismo es 100% independiente de los arbitrios gubernamentales.

Ya veremos. Septiembre nos trae una ristra de datos que harán que sea divertido, por lo menos.

## 20. La inflación y la M2, una relación no tan sencilla

Visto lo visto en los comentarios que ha generado la M2 y la inflación, vamos a profundizar un poco en relación de estas dos variables, que no es tan simple como una correlación. En el post que publiqué quería simplemente significar que esta relación existe y es muy fuerte, pero empiezan a surgir dudas de periodos en los que parece que una sube y la otra no, o cuál es consecuencia de cuál.

Vamos a aclararlo, aunque sea un poco.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

El IPC se ha multiplicado por 11 más o menos en el periodo que estamos analizando. La M2, en cambio, se ha multiplicado por 77. La expansión monetaria refleja tanto el crecimiento real de la economía como las políticas monetarias expansivas, sobre todo, en épocas de crisis. Y, como habrás podido ver en la gráfica, aunque ambas curvas suban de forma similar en el largo plazo, no siempre lo hacen de forma proporcional o análoga. Por ejemplo, en la década de los 70, la inflación acelera mucho más que la M2. Pero tras la recesión de 2007, o tras el Covid, nos encontramos justo lo contrario.

Para analizar esto no vale con una simple correlación. Y para eso he aplicado pruebas de Granger, el modelo VAR, y retardos en los cálculos, para ver si con

estos desfases temporales se puede explicar mejor. Y aquí os cuento lo que he obtenido.

En primer lugar, las tasas de crecimiento del periodo completo analizado (1959-2025) muestran una correlación (Pearson) muy baja. Esto es un indicador de que no hay correlación lineal en todo el periodo en su conjunto. Sin embargo, si vemos una correlación móvil de 10 años, la cosa cambia. Por ejemplo, en esta ventana de 120 meses, en la década de 1960-70, la correlación fue negativa. Es decir, que la oferta monetaria no explicaba de forma inmediata la subida de precios. En la década de los 80 la correlación empezó a aumentar y en los 90 se volvió positiva hasta un 0,5. Pero en las dos décadas posteriores, la correlación volvió a ser negativa, sobre todo post 2008. Vamos, que la inflación fue más insensible a las variaciones en la oferta monetaria. Desde 2020 volvemos a ver una ligera correlación positiva, aunque en 2023 vuelve a caer.

Esto me lleva a la siguiente conclusión. Un aumento de la M2 solo genera inflación (como diría un clásico) si la velocidad de circulación del dinero es rápida. Yo no diría eso, sino que diría que la demanda de dinero supera a su oferta. Pero lo que sí es 100% objetivo es que no basta solo el crecimiento de la M2 para predecir la inflación a corto plazo. Entonces, ¿la M2 es la que causa la inflación y no al revés?

En segundo lugar. Con las pruebas de causalidad de Granger, resulta evidente que la M2 es quien causa la inflación. He utilizado de 1 a 12 meses de retardos porque no sabía qué podía salir. Pero lo que sí sale claramente es que es significativo (estadísticamente hablando) que incrementos de la M2 anticipan inflación. Por ejemplo, con retardos de 12 meses, la chi-cuadrado sale con un p-value muy, muy bajo.

Del mismo modo el IPC explica el comportamiento de la M2, pues el sentido es bidireccional. En este caso lo que vemos es que, en casi todos los retardos -con un  $p\text{-value} < 0,001$ - ante una fuerte inflación, la Fed frena la expansión del dinero.

Es decir, la oferta monetaria muestra un elevado poder predictivo sobre la inflación futura, con diferentes retardos según el periodo estudiado. Y la inflación pasada influye en los comportamientos de la banca central.

En tercer lugar. Con el modelo VAR, los resultados son muy consistentes con las pruebas Granger. Con retardos de 1 a 6 meses se obtiene una elevada significación.  $Wald < 0,001$ . En román paladín, un incremento de la M2 tiende a elevar la inflación en meses posteriores. Aunque, como decía, depende de la década. Y lo mismo ocurre en la otra dirección y de forma igualmente significativa. A saber, aumentos de la inflación tienden a generar efectos negativos en el crecimiento posterior de la M2. Por curiosidad, te diré que aquí el retardo más significativo es de 1 mes.

En términos de conjunto, y por resumir: la M2 produce algo de inflación en unos 6-12 meses. Mientras que una elevada inflación produce contracciones en la M2 en los siguientes meses.

Si hacemos estas mismas pruebas en submuestras temporales, vemos diferencias interesantes y no pequeñas. Por ejemplo, en el periodo 1959-1979 no existe dirección de causalidad significativa. En cambio, 1980-2025 sí ofrece significancia bidireccional (sobre todo a 6 meses).

Las diferencias entre grandes expansiones (2008 y 2020) por sus distintos efectos en la inflación ya son más interpretables. Como decía antes -en mi opinión- cuando la demanda de dinero supera a la oferta, aunque esta última crezca (siempre que lo haga por debajo de la demanda), no se va a generar inflación inmediata y puede verse retrasada hasta que la oferta comience a superar a la demanda. Pero puede suceder lo contrario, como en 2020, en donde la oferta de dinero fue enorme y la demanda no llegaba ni a un ápice. Insisto en que otras escuelas de pensamiento achacarán esto a la velocidad de circulación del dinero, más o menos rápida. Y no digo que no haya parte de verdad, pero me parece mucho menos explicativo.

Por resumir todo. Se podría decir que no hay causalidad bidireccional entre ambas variables hasta 1980. Que la M2 tiende a causar inflación con retardos de 3 a 12 meses. Y que la inflación pasada condiciona a la Fed a frenar la expansión crediticia. Creo que gran parte de esto se debe a la ruptura del patrón oro, hasta que en los 80 la Fed ya se centró más en la estabilidad monetaria. En 2022-2023, la rápida caída de M2 ha venido a señalar la moderación de la inflación, lo que refuerza que la desinflación viene acompañada de la contracción monetaria. Pero recordemos la gran recesión, en donde la creación de dinero no generó subidas de precios inmediatas (bien porque el dinero no circulara con la suficiente velocidad, bien porque la liquidez iba a reservas por la elevada demanda de dinero). Por supuesto, quiero señalar que me separa mucho de lo que piensa un monetarista, pero coincido con Friedman en que la inflación es siempre un fenómeno monetario.

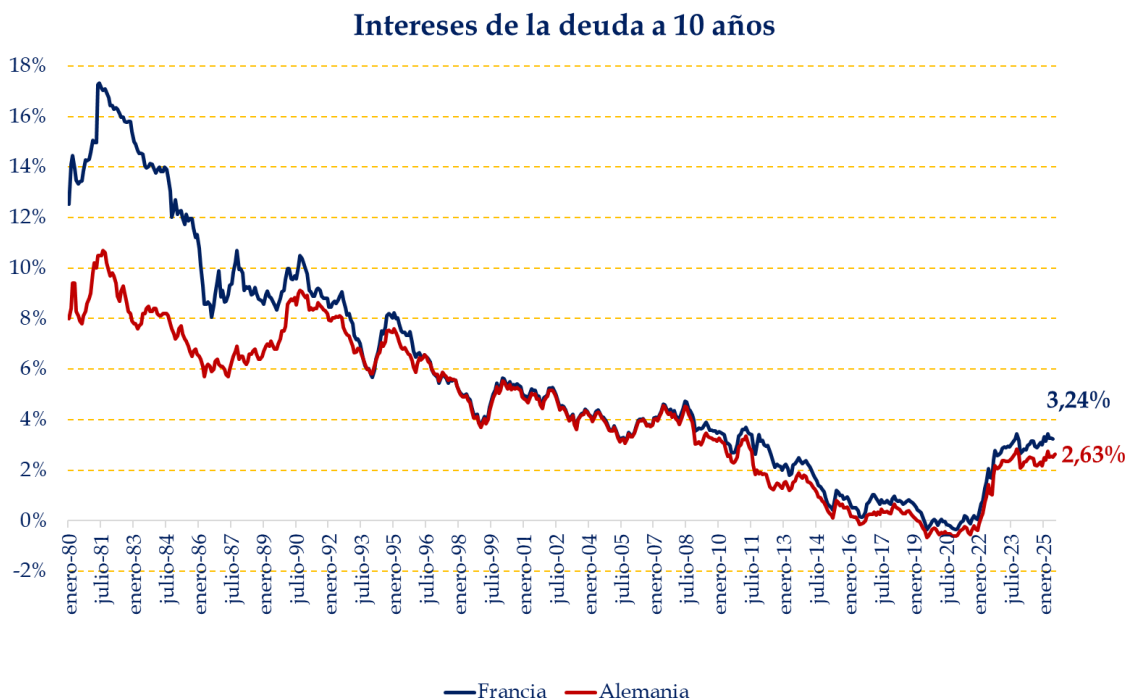
No sé si ha quedado explicado... Sí, la M2 precede a la inflación. Pero esta a su vez retroalimenta las decisiones sobre la contracción de la M2 si se dispara el IPC.

## 21. ¿Por qué el coste de financiación de Francia y Alemania se dispara mientras el BCE baja tipos?

Mientras el Banco Central Europeo baja los tipos de interés, los costes de financiación de Francia y Alemania suben a ritmos alarmantes. ¿Cómo es esto posible?

**Cuando el BCE baja los tipos de interés, en teoría, la financiación debería abaratarse para todos.** Es como si el banco te ofrece una hipoteca más barata: deberías pagar menos por pedir dinero prestado.

Ya sabemos que, por desgracia, los **gobiernos gastan más de lo que nos quitan** (que ya es decir) con una naturalidad que asusta. Para **financiar estos déficits estructurales hay que emitir mucha deuda**. y, como en cualquier mercado, si la oferta supera a la demanda, el precio tiende a bajar. En el caso de los bonos, que el precio baje significa que la rentabilidad sube. Vamos, que suben los tipos que la gente demanda ante la gran **cantidad de oferta**. Por no mencionar que hay deuda, como la americana, que paga más. Si quieres **competir con los bonos americanos**, o subes tu rentabilidad, o no te compran los bonos.

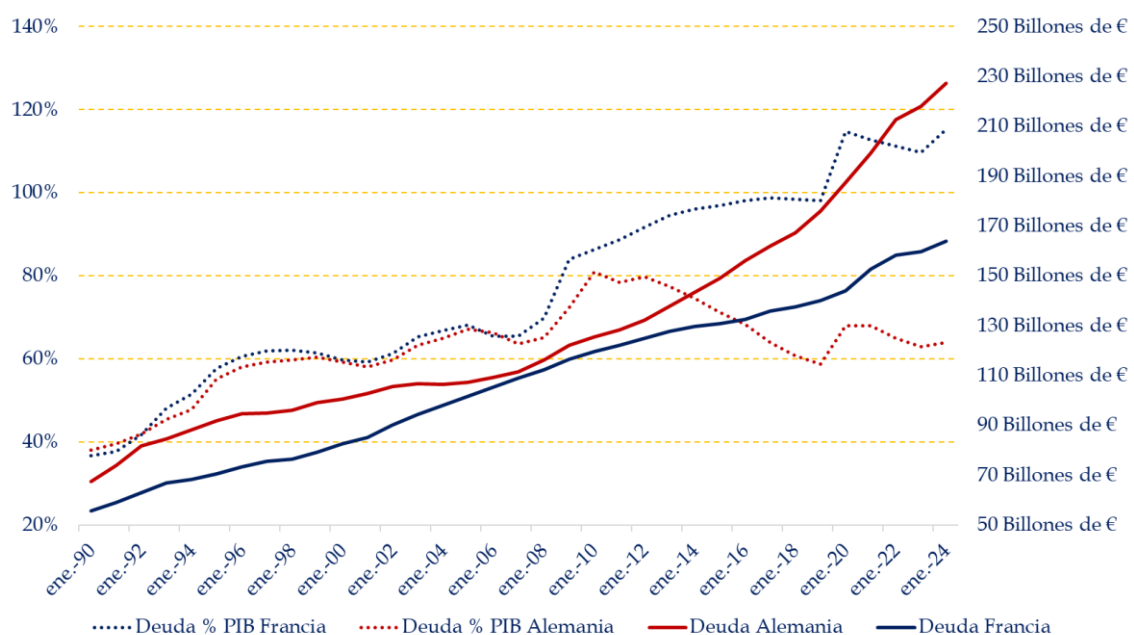


Fuente: Carlos Arenas Laorga

Las **ratios de deuda pública sobre PIB** de la economía vecina es preocupante. Mucho. De hecho, ya ha anunciado numerosos recortes y congelaciones. Alemania está mucho mejor. Pero la deuda sigue subiendo sin parar y los planes de estímulo aprobados hacen que no se vea fin a esta escalada de su deuda. La ventaja alemana radica en su bajo nivel de endeudamiento previo. Pero si la economía de la locomotora europea sigue gripada, la **ratio de deuda sobre PIB se va a disparar**.

El mercado, que no es tonto, reacciona **exigiendo tipos más altos por el mayor riesgo que supone prestar dinero cuando el emisor cada vez ofrece menos garantías** de devolución. Quizá no es que sean menos garantías, al fin y al cabo, son dos grandes países, pero sí hay una merma de confianza ante los datos que observamos.

Curiosamente, España o Italia, los sospechosos habituales de las primas de riesgo más elevadas (junto con Grecia y Portugal) están reduciendo su brecha hasta mínimos históricos en el rendimiento de la deuda. no es más que el resultado de la evolución de la deuda sobre el PIB (hay otras variables, pero esta es la fundamental).



Fuente: Carlos Arenas Laorga

Una vez explicado esto, merece la pena hacer una **reflexión interesante**. Si hay una **recesión, los tipos suelen abaratarse**. Eso sucede porque al no haber inversiones productivas rentables, todos quieren deuda y aumenta la demanda. Pero no es el caso, porque las bolsas europeas lo están haciendo extraordinariamente bien. En cambio, si hay visos de **recesión**, otra cosa que también sucede (y ya he mencionado) es que las ratios se deterioran. Es decir, el **PIB se estanca y la deuda crece** (o, al menos, se mantiene), por lo que se exige más rentabilidad a la deuda. se acrecienta es riesgo de impago, por ejemplo.

Aquí encontramos el segundo problema. Si el **estado de que se trate no puede pagar su deuda**, o bien se declara en **bancarrota**, cosa que no parece que vaya a suceder con Alemania o Francia, o **el BCE le compra la emisión de la deuda** (como sucedió en la gran recesión y durante bastantes años). Y si el BCE se dedica a comprar deuda es, en el fondo dinero de nueva emisión. Y ¿eso qué es? **Inflación**, en efecto. No inmediata, quizá. Pero con toda probabilidad acabará emergiendo (salvo que la demanda de dinero se disparase por encima). Como vimos en 2021 (antes de la guerra de Ucrania). Es decir, ese **aumento de rentabilidad que se exige a los bonos soberanos está también recogiendo una prima por inflación** esperada.

Si veo nubes, me compro un paraguas. Si presto dinero a un estado que no va a ir bien, le exijo más. No es nada del otro mundo, pero no es tan sencillo de entender a veces y parece que la lógica del mercado es contradictoria.

De hecho, el BCE puede bajar los tipos todo lo que quiera, pero lo que no puede hacer es convencer a los inversores que le presten a un estado que quiere vivir por encima de sus posibilidades sin ofrecer una rentabilidad adecuada. Nada nuevo bajo el sol... recordemos 2007. Los tipos de interés no solo reflejan las decisiones de política monetaria, sino parte de la (in)disciplina fiscal.



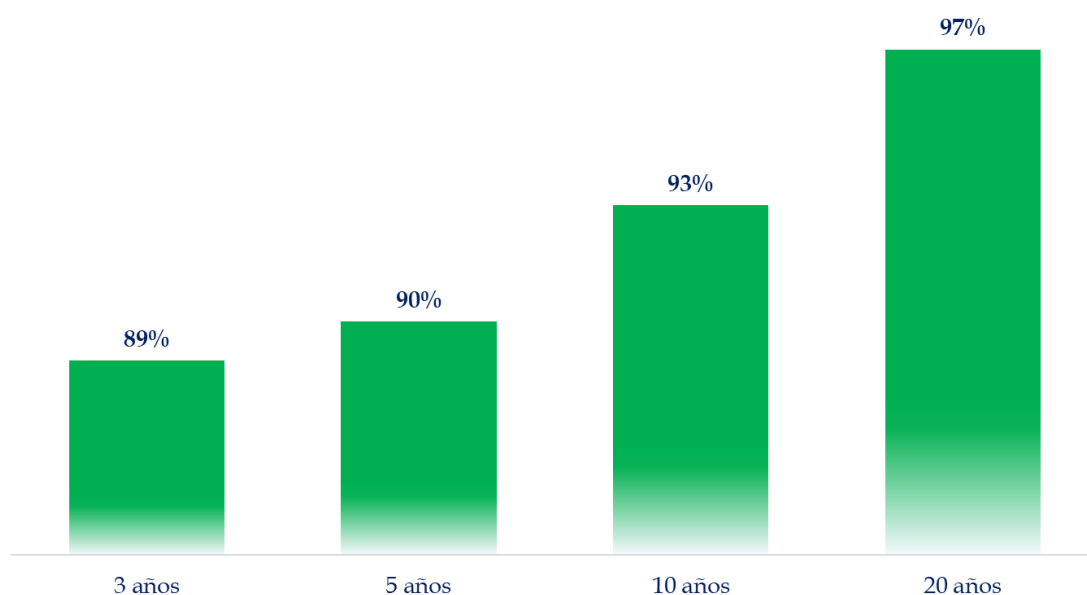
## 22. ¿Gestión activa o pasiva? Depende de ti

El debate entre gestión activa y pasiva está sobrevalorado, desde mi punto de vista. No son estrategias excluyentes, sino complementarias. Una y otra ayudan en una cartera y a distintos tipos de inversor.

Los autobuses no son contrarios a los coches, se complementan. Si no sabes conducir y no tienes carnet, te vas a coger un bus. Eso no quita para que mucha gente vaya en su coche e incluso los haya que van con chófer particular. Las **primeras preguntas a la hora de invertir** (después de las pertinentes del riesgo, horizonte temporal, etc.) deberían ir enfocadas a cuánto sé de inversión, qué tiempo le quiero dedicar, qué costes quiero asumir...

**La gestión activa no es mejor ni peor. La pregunta es si es mejor para ti.**

% fondos americanos que lo hacen peor que su benchmark



Fuente: Carlos Arenas Laorga

Uno ve el gráfico y piensa que lo mejor es indexarse. Primer y gravísimo error. La **inversión indexada es como una Thermomix**. Es eficaz, te da las recetas, menos tiempo, facilita las cosas...

Si no tienes conocimientos de cocina, es perfecto. Puedes hacer ciertos platos bastante premium y que salen muy bien, como si supieras. Así que, si no sabes

de inversión, no te metas a gestionar tu propia cartera. Piensa en la Thermomix. Aquí se trata de una disciplina de seguir la receta y las cantidades que te va mandando el robot de la cocina. Cada mes metes tus 100 euros. Te olvidas. Cuando caen los mercados metes un poco más. Fin.

Si de verdad **entiendes cómo funciona el mercado** (ninguno lo sabemos, pero me entiendes) y puede dedicarle tiempo, sabiendo de fondos, ahí ya cambia la peli. Una buena **gestión activa** genera *Alpha*, especialmente en mercados menos eficientes. Saber cuándo introducir *small caps*, algo más de emergentes, un retorno absoluto, mayor exposición a determinado sector o región... Todo esto hace que tengas, de forma habitual, no siempre, unas rentabilidades mejores. Eso sí, no vale un fondo de gestión activa y olvidarse. Quizá lo podamos tener muchos años, pero normalmente reduciremos o aumentaremos exposición. Esta es la idea, activa.

Y muchas personas que hacemos **gestión activa tenemos una pequeña parte indexada**. Sí, una exposición fácil a la beta. No necesariamente está mal. Pero hay que tener conocimientos, tiempo, revisar la cartera, leer informes, estudiar, seguimiento macro... Si no te ves leyendo un informe un domingo por la tarde sobre Jackson Hole y sus implicaciones en la rentabilidad de los países emergentes por la depreciación del dólar, quizá no seas de gestión activa. Y no es malo.

Y hay otra alternativa que, para ti, puede ser la mejor. Digo puede. A cada cual le viene mejor una u otra, no hay reglas aplicables a todos. Me refiero a la **gestión discrecional**.

Si tienes conocimientos, pero tu día a día te absorbe (lo cual es muy habitual), lo más racional no es indexarte, sino **delegar en profesionales**, contratar un servicio de gestión de carteras que tome decisiones alineadas con tus objetivos y tu perfil.

Es como tener tu pequeño *family office*, pero sin tener que estar forrado. Muchas entidades hoy en día lo ofrecen. Algunas con más tino que otras, todo hay que

decirlo. Si estás pagando una comisión por ello y no te generan *Alpha*, pues mal... El diseño de tu cartera lo hacen **expertos que se dedican casi todo el día a reunirse con gestoras y estudiar el mercado**. Normalmente saben. Los hay buenos, malos y regulares, como en todas partes. No juzgues a la gestión discrecional por haberte encontrado con alguien que no aportó *Alpha*.

Y, por cierto, aunque pagues comisión, accedes a **clases de fondos más baratas** y pudiendo saltarte mínimos de inversión, lo cual no está nada mal. De hecho, si medidos los costes de una gestión discrecional (comisión explícita) y de hazlo tú por tu cuenta (coste implícito) no hay un ganador. Depende de los fondos, te sale más caro una u otra forma de invertir. Es muy pequeña la diferencia.

Vamos, que **debes elegir qué modelo se adapta a ti**. Quien defenestre la indexación per se, tiene papeletas de ser un cuñado. El debate gestión activa vs pasiva no es un debate entre el bien y el mal. ¿Gym o por tu cuenta y con una dieta? Pues depende...

La **estrategia óptima depende de ti, no del índice**. Si no sabes de inversión, indexarte es probablemente tu mejor decisión. Si sabes y tienes tiempo, no desperdicies tu ventaja: atrévete a gestionar (o elige buenos gestores activos). Y si sabes, pero no tienes tiempo... confía tu patrimonio a profesionales cualificados.

En la vida hay muchos tonos de grises. No se trata tanto de lo que vas a hacer, sino cómo y por qué. Tienes que **conocerle como inversor**, esta es la primera parte siempre. Y, si estás pensando en invertir y no te conoces como inversor, quizá este artículo pueda ser el primer paso. Objetivos, horizonte, nivel de riesgo, conocimientos. Como decía aquel frontispicio griego: conócete a ti mismo (y no es fácil, aunque esto ya lo digo yo, no los griegos).

## 23. Mejores y peores países del mundo en impuestos, España mal...

España lidera y ha liderado el mundo de los deportes. Todos recordamos el baloncesto, el tenis, el fútbol, el golf, motos, y muchos otros deportes en los que era raro que España no fuese la mejor. Con los impuestos no pasa lo mismo...

En un reciente ranking salimos entre los **peores países del mundo**. Un vergonzoso **puesto 33 de 38 países**. No somos el farolillo rojo porque hay algún cafre más. Pero algunos de estos países de la cola ya están aplicando cambios normativos que les van a hacer salirse de esos puestos. Y España no está haciendo nada por mejorar. Es más, parece que queremos luchar para ser los peores.

Como hemos dicho en otros artículos, no se trata aquí de un anarcocapitalismo y que nadie pague impuestos. Solo **pedimos que los impuestos sean eficientes y competitivos**. Con eso, la mayor parte de los ciudadanos nos damos con un canto en los dientes.

Si analizamos la tabla adjunta en este artículo, podemos ver el desglose de distintos tipos de impuestos.

En los **impuestos personales** no somos los peores. Ojo, **el tipo marginal máximo supera el 54% en España**. Esto significa que, desde ciertos umbrales, el estado se queda más de la mitad de lo que ganas por cada euro extra. No es muy motivador que digamos.

En el **entorno empresarial**, el impuesto parece diseñado por el enemigo. Si alguien quisiera destruir el tejido productivo de España y complicar la vida a las empresas, no haría algo tan diferente de lo que hay. Si queremos **captar inversión extranjera y fomentar la nacional, el cambio debe ser radical**. Y no es una frase que me parezca adecuada por la rima.

En el **impuesto a la propiedad sí somos colíderes (colistas)**. Es un disparate supino. Hablamos de impuestos que no tiene prácticamente nadie en todo el mundo. **Impuestos a los muertos**, a la caña de pescar (no solo al pescado recogido). Y si troceas la caña, es más difícil pescar. Si te cargas la fuente de

generación de la riqueza, a quien acaba perjudicando más es al menos favorecido. Y no hablemos del problema inmobiliario...

En el **consumo no salimos tan mal parados**. Es decir, si queremos igualar la presión fiscal como dice el gobierno, lo más sencillo es subir el IVA. Propón eso en el Congreso y me río de la que le montan. Y cuidado, que salgamos bien no quiere decir que sea una confiscación en toda regla. **¿Por qué tengo que pagar con mi dinero (que ya ha tributado por IRPF) un intercambio con otra persona?** Y no hablamos de cantidades pequeñas, es una quinta parte en muchos bienes y servicios.

En España **no se recauda bien** (de los tipos más altos del mundo y de los ingresos por tributación más bajos), pero sí **se penaliza el éxito, el trabajo cualificado, el esfuerzo, la inversión y casi cualquier cosa que hagamos para mejorar la situación personal y de nuestro entorno social**.

Podemos **aprender** de ciertas cosas que hacen **los países que están en el top** de la lista. Pocas estrategias son tan buenas como imitar al que lo hace bien.

Por ejemplo. Estonia **no grava los beneficios reinvertidos**. Imagina que las plusvalías de tus inversiones no se gravasen si reinviertes otra vez. O las empresas... menudo estímulo a la contratación, a las inversiones productivas en nuestro país. Otro ejemplo de mejora, que el **diseño sea claro y estable**. Que se pueda **planificar a largo plazo**, estabilidad jurídica e institucional. Con la burocracia esto se pone peor incluso. En España, según el Banco Mundial, se necesitan **más de 140 horas anuales para cumplir las obligaciones fiscales básicas** (más de 3 semanas sin poder dedicarte a producir para pagar a Hacienda). Otro caso obvio: que **no se penalice el ahorro**.

Y esto son solo algunos ejemplos que se me ocurren. Si analizamos más en profundidad el sistema impositivo de los de arriba de la tabla, podremos copiar lo mejor. Un sistema como el español no solo desincentiva la actividad económica, sino que puede llegar a causar menor crecimiento, economía sumergida, menos empleo y menor recaudación.

Hay que simplificar, racionalizar, premiar la eficiencia, suprimir duplicidades.

Hay que repensar las competencias del estado. Y esto no es cosa de los empresarios. Cuando compras un coche, una casa, o el pollo, esto te afecta.

Cuando heredas un piso o te suben la retención. Cuando tiras la basura o vendes unas acciones.

Si penalizamos el mérito y la creación de riqueza, más pronto que tarde, todos nos empobrecemos.

### Impuestos

	Total	Personal	Empresa	a la propiedad	al consumo	Import y export	Puntuación general
<i>Estonia</i>	<b>1</b>	2	2	1	18	9	100
<i>Letonia</i>	<b>2</b>	3	1	21	21	7	92,2
<i>N. Zelanda</i>	<b>3</b>	6	30	8	2	17	84,2
<i>Suiza</i>	<b>4</b>	8	10	36	3	1	83,6
<i>Lituania</i>	<b>5</b>	10	3	7	27	16	79,5
<i>Luxemburgo</i>	<b>6</b>	23	22	14	6	5	78,8
<i>Hungría</i>	<b>7</b>	5	4	23	36	3	77,5
<i>Chequia</i>	<b>8</b>	4	8	6	32	11	77,3
<i>Eslovaquia</i>	<b>9</b>	24	15	2	28	26	76,5
<i>Israel</i>	<b>10</b>	29	11	10	10	10	76,4
<i>Turquía</i>	<b>11</b>	7	21	22	16	6	74,8
<i>Suecia</i>	<b>12</b>	18	6	9	23	12	73,2
<i>Australia</i>	<b>13</b>	15	32	4	9	33	70,5
<i>Países Bajos</i>	<b>14</b>	30	23	21	17	4	68,3
<i>Austria</i>	<b>15</b>	25	19	16	14	15	67,9
<i>Alemania</i>	<b>16</b>	35	31	12	13	8	66,8
<i>Canadá</i>	<b>17</b>	31	26	25	8	19	66,7
<i>EE.UU.</i>	<b>18</b>	17	20	28	4	35	66,5
<i>Noruega</i>	<b>19</b>	28	13	15	25	14	66,2
<i>Finlandia</i>	<b>20</b>	27	17	19	24	22	65,2
<i>Costa Rica</i>	<b>21</b>	32	35	11	7	20	65

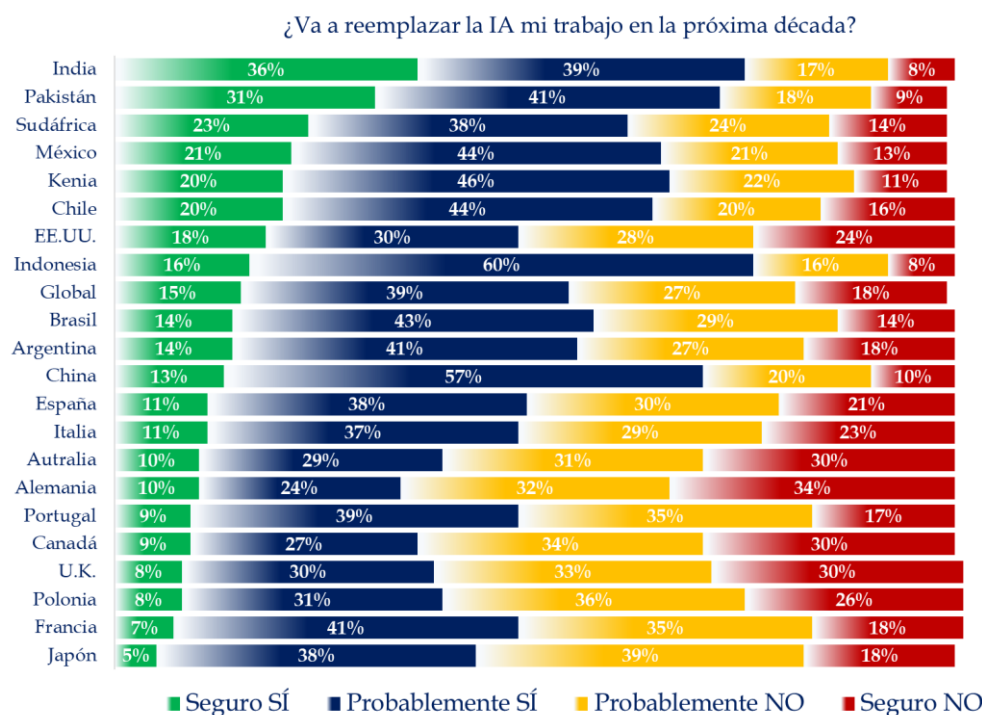
<i>Eslovenia</i>	<b>22</b>	12	9	24	30	20	64,9
<i>México</i>	<b>23</b>	19	27	3	12	36	64,9
<i>C. del Sur</i>	<b>24</b>	38	32	5	32	11	63
<i>Japón</i>	<b>25</b>	34	34	26	5	29	61,1
<i>Bélgica</i>	<b>26</b>	13	18	29	22	21	60,9
<i>Grecia</i>	<b>27</b>	9	17	27	34	21	60,9
<i>Dinamarca</i>	<b>28</b>	36	14	17	19	32	60,2
<i>Chile</i>	<b>29</b>	24	36	13	11	38	58,4
<i>Reino Unido</i>	<b>30</b>	21	28	34	33	2	58,1
<i>Polonia</i>	<b>31</b>	11	12	30	35	23	57,5
<i>Irlanda</i>	<b>32</b>	37	5	18	30	23	57,4
<b><i>España</i></b>	<b>33</b>	<b>22</b>	<b>29</b>	<b>37</b>	<b>18</b>	<b>18</b>	<b>56,3</b>
<i>Islandia</i>	<b>34</b>	20	16	33	29	27	55,9
<i>Portugal</i>	<b>35</b>	26	37	31	22	31	53,7
<i>Francia</i>	<b>36</b>	33	33	31	31	13	50,2
<i>Italia</i>	<b>37</b>	16	24	38	38	25	47,2
<i>Colombia</i>	<b>38</b>	14	38	35	15	37	45,7

## 24. ¿Me va a quitar el trabajo la IA?

Algunos monstruos no necesitan parecer feos para asustar. Es más, la IA, tan bonita que parece, quizá sea quien nos quite el trabajo más pronto que tarde.

Una encuesta del 2023 de *Global Public Opinion on Artificial Intelligence* asusta un poco. A mí, por lo menos. **Una gran mayoría de trabajadores de todo el mundo piensa que su trabajo va a ser reemplazado por una IA.** Y eso que la encuesta es el 2023. Con todo lo que sabemos ahora y de cómo está creciendo su desarrollo, casi seguro que, si repetimos la encuesta ahora, las cifras serían más alarmantes.

Por otro lado, **siempre es sano hacerse las preguntas** de si quizá estamos sobrevalorando la IA o infravalorando la creatividad humana... En cualquier caso, **hasta en España, la mitad de los trabajadores piensa que su trabajo podrá ser realizado por una IA.**



Fuente: Carlos Arenas Laorga con datos del Global Public Opinion on Artificial Intelligence

Ahora bien, lo que más me asusta es que **los indios saben algo que los demás no sabemos.** El 75% de la población piensa que su trabajo lo realizará una IA.



Para echarse a temblar. Bien es cierto que hay mucho programador en este país. Pero hablamos de puestos de trabajo muy cualificados. Y aquí no se libra nadie.

En España como más **de turismo y hostelería**. Ya... ¿Has visto los robots que sirven cafés, copas y hasta cócteles? ¿Has visto los robots que sirven los pedidos en las mesas y recogen las sobras? Yo los había visto por Europa, pero desde hace un tiempo ya los estoy empezando a ver por Madrid. Obviamente no sustituye a la totalidad de la plantilla de un restaurante, pero sí la puede dejar en pañales. Y eso en lo que se refiere al servicio. Imagina el potencial de una cocina que recibe el pedido de una mesa y cocina al momento una receta perfecta, siempre igual.

La **psicología** es otra de las profesiones que no puede sustituir la IA. Claro, en teoría. En la práctica, los datos de uso de la IA con estos fines son muy preocupantes. O los profesores, siempre necesarios (yo lo soy). Y ahora resulta que, con unas gafas, puedes estar en Grecia escuchando los discursos de Sócrates.

Pero aquí va una **buena noticia**. **El miedo a la pérdida de empleo por los avances tecnológicos no es nuevo**. Nada nuevo bajo el Sol dice la Biblia. Cada revolución industrial ha traído oleadas de pánico. Los telares mecánicos produjeron grupos como el ludismo. Con violencia, estos individuos trataban de destruir los nuevos telares por el miedo a la pérdida de empleo en la Inglaterra de comienzos del S.XIX.

Con los ordenadores o Internet, no se han destruido empleos en términos netos. Se han modificado. El sector tecnológico es el mayor del mundo. Hace 30 años no existía nada de lo que hoy domina el mundo y donde trabajan millones de personas. La IA no es distinto. Sí, seguro que miles, cientos de miles, o millones de personas nos quedaremos sin trabajo. Temporalmente... porque se generarán sectores nuevos. Sectores de la nada. No solo empleos, sino industrias enteras.

El procesamiento de datos, imágenes, atención básica al cliente, redacción de informes rutinarios, programación y un largo etcétera, desaparecerán o serán sustituidos en buena medida. Y surgirán nuevas oportunidades en programación, entrenamiento de modelos, ética de la IA y miles de cosas que ni soy capaz de imaginar. ¿Te imaginabas hace 10 años que las universidades estarían dando títulos ahora de IA? Supongo que no.

También yo soy un afortunado. Un administrativo, teleoperador, contable o, incluso un conductor, tienen la espada de Damocles mucho más inestable encima de su cabeza. Cuando tu trabajo lo haga bien la IA, más rápido, barato y sin vacaciones...

El problema de esto es que **en España tenemos un mercado laboral muy rígido**. Además, nuestro sistema no incentiva especialmente la formación continua ni la innovación. Es decir, el problema grande no es que tu trabajo lo reemplace la IA, sino que **reconvertirse es muy difícil**. El desempleo friccional (el que hay desde que dejas un trabajo hasta que encuentras el siguiente) es altísimo en España. En EE.UU. no es el mejor día del mes cuando te despiden, pero no es el drama de España.

Por tanto, la conclusión que saco de esto es que **debemos flexibilizar nuestro mercado laboral para que ajuste del modo más rápido posible** los enormes cambios que se nos vienen encima. Es normal tener miedo, pero si no tenemos el mercado laboral adaptado, el miedo será más fundado.

Hay que **formarse**, siempre. Hay que **especializarse**. Hay que **adoptar la IA**, cuanto antes mejor. Y hay que **presionar a los políticos para que no encorseten el mercado laboral**, sino que lo flexibilicen. Por cierto, que en ciertos trabajos se persigue el uso de la IA todavía... No auguro nada bueno para esas compañías.

Total, que quizá nos quedemos sin trabajo. Pero el problema no es tanto ese como que no tengamos la estructura laboral para reconvertirnos pronto. Una vez más, nos encontramos con los políticos facilitando (es irónico, por si acaso) el camino.

## 25. ¿Pagas impuestos... o te los quitan?

Pagar impuestos es cosa asumida. Se puede cuestionar la legitimidad, pero es lo que hay. Todos lo hacemos. Al menos nos consolamos pensando que sin impuestos sería peor o que recibimos más de lo que pagamos. Pues no, solemos recibir menos. En algunos casos, mucho menos.

En muchos casos, y perdonadme el símil, es como si fueras a una cafetería y la cuenta del café fuesen 25 euros. Ante la cara de sorpresa, el camarero te explica que así ayudas a otros a que paguen el café, a pagar los derechos por tener un hilo musical en la cafetería, o a socializar los gastos de la cafetera.

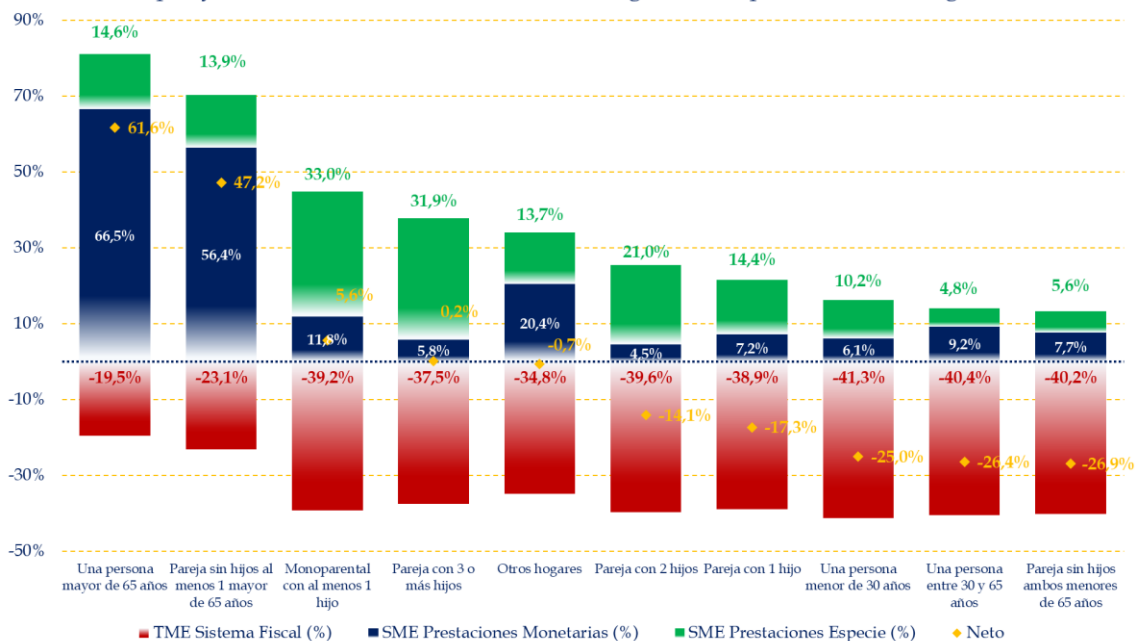
En este absurdo caso, por lo menos puedes elegir no volver a tomar ese café. Con los impuestos no puedes elegir si financias lo que no consumes. No entramos al debate de la solidaridad. Eso sería otro artículo de más calado. Simplemente nos limitamos a señalar lo que hay.

Los datos nos dicen que buena parte de la población — sobre todo los trabajadores de rentas medias y bajas — reciben menos del estado de lo que pagan en impuestos. Y esto, aunque se presente como justicia fiscal, tiene mucho más de ingeniería ideológica.

Sabemos que las rentas medias son las grandes perjudicadas del sistema. Pagan mucho y reciben poco. Lo que en teoría iba a ser redistribución termina siendo una especie de redistribución inversa, donde el estado recauda mucho y devuelve poco... o lo malgasta.

Por ejemplo, los pensionistas reciben mucho más de lo que aportan. Pero quizá sea un derecho adquirido por los años de cotización. En cualquier caso, o eres pensionista, o ya sabes que te va a tocar apoquinar más de lo que recibes de vuelta. Y, en la mayor parte de los casos, la diferencia no es pequeña. Por ejemplo, una típica pareja con un hijo tiene un balance negativo del 17,3% (los datos son de 2022, con las subidas de estos 3 años, la situación es algo peor). Y un soltero o una pareja sin hijos, tiene un saldo negativo de más del 26%.

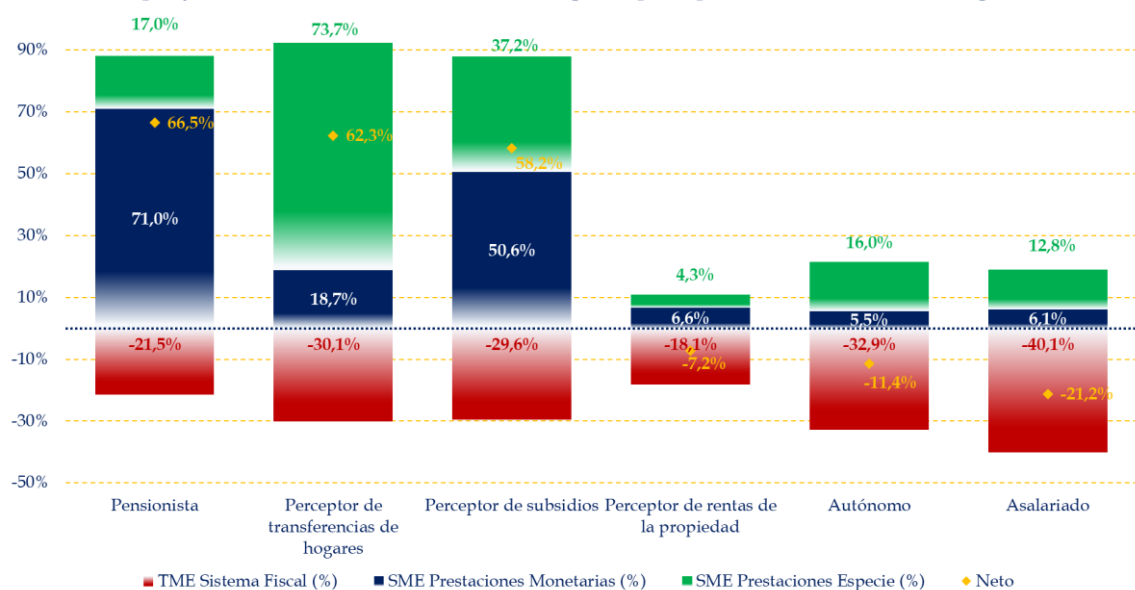
Tipos y subsidios medios efectivos en 2022 según la composición de los hogares



Fuente: Carlos Arenas Laorga con datos de Fedea

Al final, el sistema funciona como un mosquito que día tras día te va quitando poder adquisitivo, capacidad de ahorro y, en el fondo, libertad. Por eso, que el día de la liberación fiscal sea el 18 de agosto es una ruina para cualquier trabajador. De hecho, autónomos y asalariados son grandes aportadores netos al sistema, del que reciben mucho menos de lo que dan.

Tipos y subsidios medios efectivos en 2022 según la principal fuente de renta de los hogares



Fuente: Carlos Arenas Laorga con datos de Fedea

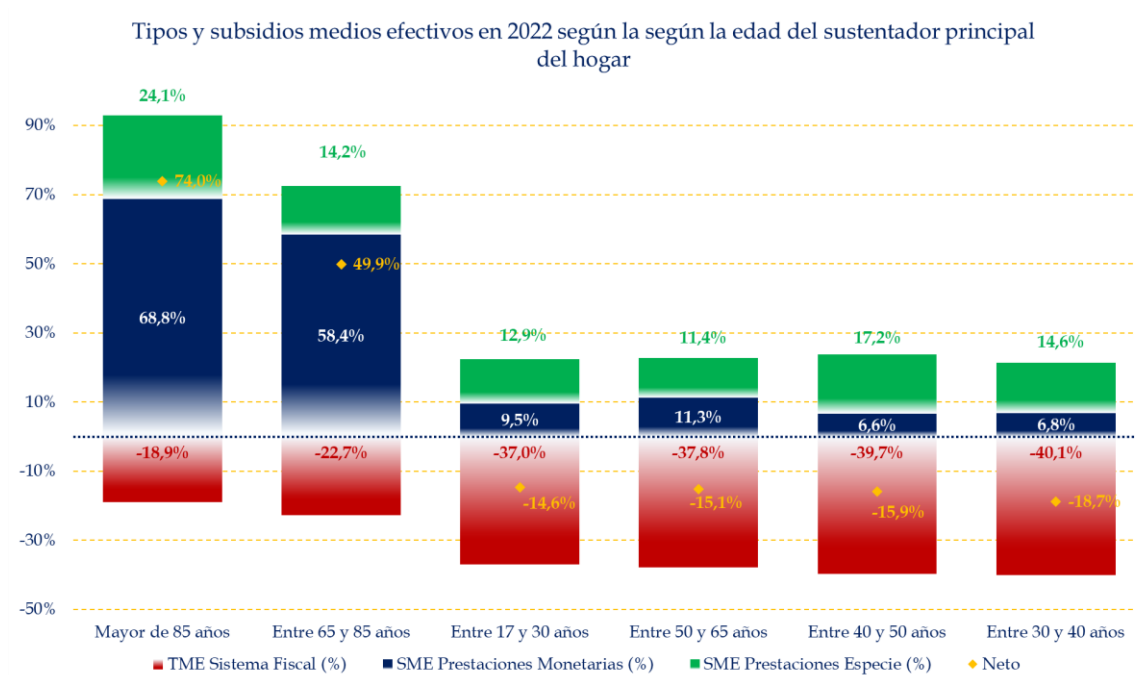
¿Significa esto que no debe existir ningún tipo de impuesto? No necesariamente. Pero sí conviene romper con el mito de que los impuestos son el precio de una sociedad civilizada, como si se tratara de una cuota voluntaria que garantiza educación, sanidad y bienestar. No lo es.

Los impuestos son, impuestos. Sí, la palabra no es voluntariedad, sino imposición. Pero cuando el estado se convierte en omnímodo, un ente que lo regula todo, lo paga todo y lo decide todo... la factura crece, la eficiencia cae y la libertad desaparece. Subvenciones a sectores zombis, duplicidades administrativas, gasto político descontrolado, aeropuertos sin aviones, coches oficiales, asesores, burocracia que alimenta a más burocracia. ¿Hay incendios? Se crea una nueva administración de prevención y regulación en la que los afortunados amigos de quien esté en el poder es ese momento se beneficiarán.

Y peor aún es que los gobiernos terminan gastando más de lo que recaudan. Entonces llega el déficit, la deuda... y más impuestos.

Bastiat lo decía con cierta crudeza: *“El Estado es la gran ficción por la que todos intentan vivir a costa de los demás”*.

Y esto afecta especialmente a los jóvenes y a los trabajadores. Son los que más pagan y menos margen tienen para optimizar su carga fiscal. Por si los jóvenes no lo tenían ya difícil con la precariedad laboral y el complejo acceso a la vivienda.



Fuente: Carlos Arenas Laorga con datos de Fedea

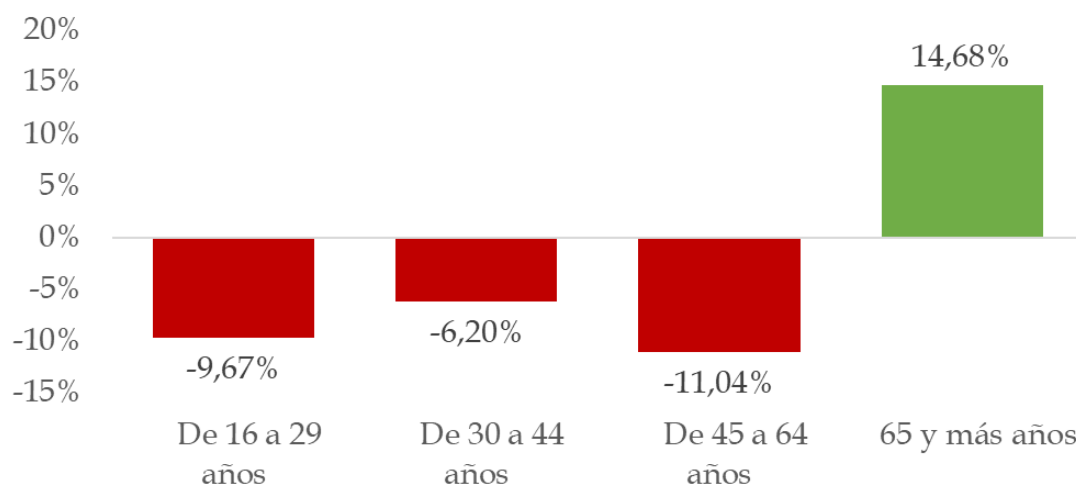
Este artículo no pretende fomentar la insumisión fiscal ni el nihilismo económico. Pero sí despertar conciencia. Porque el sistema fiscal no es neutral, ni justo, ni equilibrado. Y cuanto más lo comprendamos, más presión podremos ejercer para que cambie.

No se trata de abarcar el debate del tamaño del estado, pero sí de que lo haga de forma más eficiente. Que no aspire a ser un padre proveedor omnipresente; que no penalice el éxito ni premie el conformismo; que nos devuelva el control sobre nuestro esfuerzo, nuestras decisiones y nuestro dinero.

Y, sobre todo, que nos trate como adultos responsables, no como súbditos sumisos.

Que el único grupo que no haya visto mermada su capacidad adquisitiva sea el de los pensionistas, nos puede hacer (mal)pensar que un grupo de 9 millones de personas sea más un caladero de votos que otra cosa. Tampoco se trata de quitar derechos adquiridos a los pensionistas, ni mucho menos.

### Variación de del poder adquisitivo de la renta por edad (ajustado con la inflación) 2008-2023



Fuente: Carlos Arenas Laorga

Vivir en sociedad implica contribuir. Pero una cosa es pagar lo justo, y otra muy distinta financiar un sistema sobredimensionado y opaco para beneficio de la casta política. Como inversores, como trabajadores, como ciudadanos, tenemos derecho a exigir eficiencia, transparencia y respeto a la propiedad.

Hay una frase que me gusta que no sé de donde saqué, pero la idea es que cuando el impuesto se convierte en confiscación, la libertad se transforma en ficción.

Y eso, por muy institucional que sea, sigue siendo un robo. Solo que legal.

## 26. Por qué la decisión de la Fed afecta directamente a tu bolsillo con la hipoteca

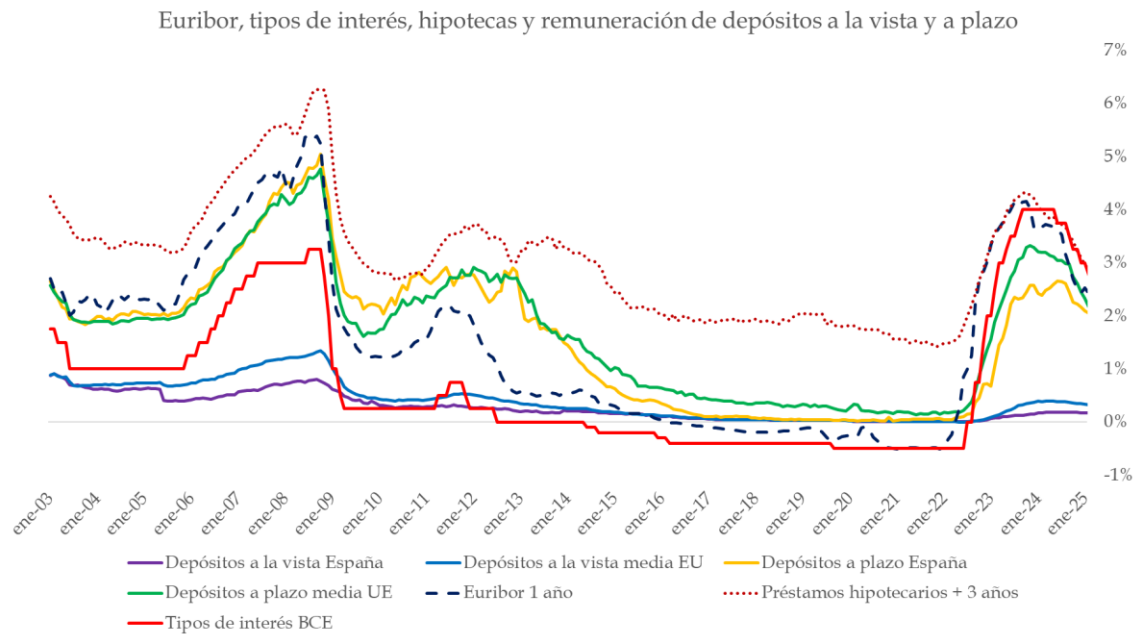
Si crees que las decisiones de la Reserva Federal son cosa de los americanos exclusivamente, nada más alejado de la realidad. Lo que haga la Fed va a afectar a tu bolsillo a través de varias cosas. Una de ellas, tu hipoteca.

Las economías están **profundamente interconectadas**, eso ya lo sabemos. Y hay unas que afectan más a las otras. Estados Unidos sigue siendo líder en lo que se conoce como cuando ellos estornudan, el mundo se resfría. También sucede, aunque en menor medida, con China. Europa ya pinta menos. Total, que **una bajada de tipos por parte de la Fed** este septiembre, activa una cadena, como una caída de fichas de dominó que **va a dar con la ficha de tu hipoteca**.

Bajar los tipos de interés significa que es más barato pedir prestado. Los bancos comerciales se financian más barato, las empresas invierten más, el consumo suele aumentar y la economía, en teoría, se calienta un poco. La Fed lo hace para estimular la actividad cuando económica o si considera que la inflación ya está controlada. Ahora bien, si la Fed recorta tipos en septiembre, no es solo Wall Street quien lo nota. También lo nota el euro.

**Con tipos más bajos en EE.UU.**, los inversores internacionales encuentran menos atractivo colocar su dinero en activos denominados en dólares. Como consecuencia, **el dólar se debilita** más con respecto a otras divisas como el euro, que ya lleva este año una apreciación de más del 13% con respecto al billete verde.





Fuente: Carlos Arenas Laorga

**Y cuando el euro se fortalece demasiado**, nuestras exportaciones se vuelven menos competitivas. Es como si nuestras compañías vendiesen un 13% más caro sin que haya cambiado el producto o servicio. Y, menor competitividad, implica menor crecimiento y Europa ya va justita en esto del crecimiento.

En definitiva, si el euro se dispara y las exportaciones caen, el crecimiento se puede ver muy afectado, con lo que **el BCE estará tentado de bajar tipos de nuevo** si la inflación lo permite. Y aquí es donde entra tu hipoteca.

El **Euribor** es ese indicador que vigilas en tu hipoteca. Es la tasa a la que se prestan dinero los bancos a corto plazo. Y la variable que hace que el Euribor se mueva es... Sí, los tipos de interés que fija el BCE. Si el BCE baja tipos, el Euribor cae, con lo que tus cuotas van a tender a ser menores.

Pero, aunque tu hipoteca no esté fijada al Euribor, las bajadas de tipos afectan de modo directo al coste de financiación bancario, con lo que también el coste de nuevas hipotecas, salvo incrementos inusuales en la demanda, caerá. Si no lo ves claro, fíjate en la correlación tan estrecha que hay entre los tipos de interés del BCE y el Euribor a 1 año en el gráfico que he puesto.

Vamos a verlo con un ejemplo. Imagina que tienes una hipoteca referenciada al Euribor. Por ejemplo, este indicador +1%. Si en septiembre fuese del 2% y la Fed baja tipos, puede conllevar ulteriores bajadas del BCE y que el Euribor se sitúe en el 1,75%. Bajada de unos cuantos euros al mes en tu hipoteca.

Y si estás pensando en comprar una casa, lo mismo. El coste de una hipoteca (plazos de más de 3 años) caerá. Fíjate en el gráfico.

Si tienes una hipoteca variable, te beneficia. Si estás pensando en pedir una hipoteca, te beneficia. Tu hipoteca no es una isla. Tiene un peso relativamente importante de política monetaria. Y no solo de lo que pase en tu ciudad, sino como consecuencia de lo que digan unos “tipos” sobre los tipos en Estados Unidos.

No por no ser operador de bolsa estas libre de las decisiones de política monetaria y de los tipos de interés. Si la Fed baja tipos este mes, el dólar cae, el BCE se pone nervioso, baja tipos, cae el Euribor y tú pagas menos por tu casa.

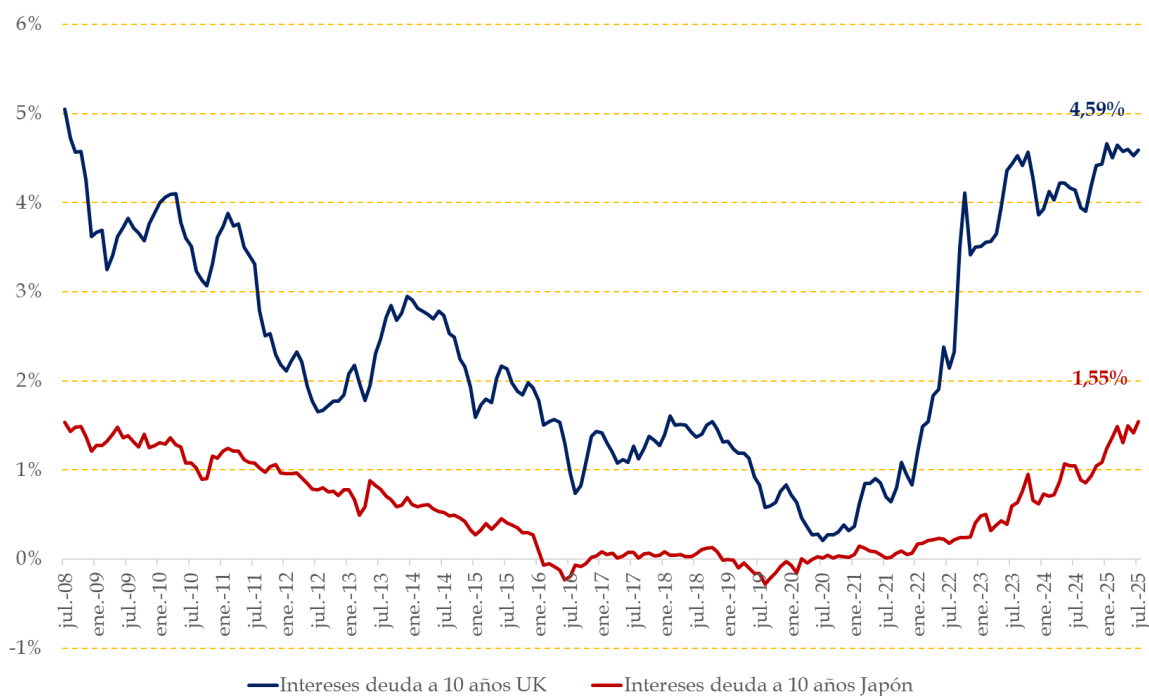
Lo que pasa en las Vegas, no se queda en las Vegas.

## 27. ¿Pueden quebrar Japón o Reino Unido?

Hace unos días hablábamos del riesgo de la subida de los tipos de interés de la deuda de algunos países como Francia y Alemania. Pero hay otros que son incluso más preocupantes. Me refiero a Japón y a Reino Unido.

Entre los inversores, **los tipos de interés no son solo un coste financiero**, sino un termómetro que nos mide la salud de la **relación entre gobiernos e inversores**. Y hay unos cuantos países en temperaturas de fiebre. En este caso vamos a ver a Japón, con una deuda del 240% del PIB y de Reino Unido, que alcanza el 101%.

Pero el problema no es solo la deuda y quién la tiene (en el caso de Japón, japoneses en su mayoría), sino el coste y lo que ello supone. **El bono a 30 años de UK ha llegado al 5,6%**. Más elevado que con la famosa crisis de deuda que hizo dimitir a Liz Truss. En **el caso nipón, superando el 3,2%**, un máximo desde que se emiten estos bonos.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

El 10 años no se queda atrás. Lógicamente pagando menos, pero lo que nos interesa son las enormes subidas relativas. Y se pueden ver en el 10 años igual que en el de 30, más o menos.

Cuando hablé de Francia y Alemania, me pidieron poner estos dos nuevos países, que están peor, así que, aquí los tenemos.

**Reino Unido y Japón** tienen una cosa importante que no tienen Francia y Alemania. Y es que **emiten su propia moneda**. Y, sí, los bancos centrales pueden controlar quizá a corto plazo esos costes de la deuda, **pero en ningún caso el valor de la deuda a largo**, ni engañar de forma indefinida al mercado. Vamos, que **no vale imprimir dinero** para pagar la deuda. si esto sucede, la inflación se dispara y el país se empobrece. Y, además, cada vez menos inversores se atreverán a prestarte dinero, por lo que los intereses se dispararían más todavía, resultando un pago sobre los presupuestos insufrible.

Si mi vecino me pide prestado algo de dinero para una reforma de la cocina, se lo podré dejar con un bajo interés. Pero si me pide de nuevo para hacer una bodega con bar y pantalla gigante para ver pelis y una piscina en el jardín, yo me preocuparía y ya no se lo dejaría tan fácilmente. A Japón y a Reino Unido, cada vez menos inversores están dispuestos a prestarles, por lo que la demanda se reduce y tienen que aumentar la rentabilidad para cuadrarla con las exigencias de los inversores.

Estamos viendo niveles que no veíamos desde hace años, tanto en el 30 años, ya mencionado, como en el 10 años que vemos en el gráfico. Y es normal. No me apalanco 30 años sin una rentabilidad jugosa con el riesgo que veo en esos países. Por otro lado, esto **nos indica que el mercado descuenta malas noticias**: puede ser un **impago directo o indirecto**. Por ejemplo, el coste medio de la deuda de Japón hace que se coma más del 8% del PIB solo en el pago de intereses. No es sostenible. También **puede estar descontando, como ya hemos dicho, la inflación** futura: querer compensar la pérdida de poder adquisitivo con mayores tipos.

Y esto tiene **consecuencias**, claro. Si los inversores ven jugosas rentabilidades en estos países, los demás que quieran financiarse deberán subir algo su rentabilidad. Se podrá producir un **reajuste en las carteras** para introducir más deuda a largo plazo dada su rentabilidad. Y cuidado con la inflación que esto puede generar de cara a las medidas de política monetaria de los bancos centrales... La tesitura no es fácil: **o reducen el coste de la deuda bajando tipos, o controlan la inflación subiendo**. Pero las dos cosas no se pueden hacer a la vez.

Por supuesto, la **solución** es fácil en la teoría. Pero en la práctica, con los políticos, no es tan sencilla. En primer lugar, **reducir de forma drástica los déficits** (lo cual ya está en el tablero en Francia y Alemania). En segundo lugar, **hacer el gasto más eficiente**. Es decir, gastar en reformas que impulsen el crecimiento, no es gasto superfluo. En tercer lugar, **reducir de forma estructural el tamaño del estado**, lo que también estamos viendo en Francia y Alemania y a lo que dedicaremos un artículo propio.

La pregunta es si lo harán o no. Palabras bonitas las podemos decir todos, pero obras son amores y no buenas razones. Sinceramente, lo veo complicado. **Lo políticamente rentable no suele fiscalmente muy adecuado**.

Esto no es una crisis (todavía), pero la advertencia es clara. Y si no escuchamos al mercado, el enfermo terminará siendo operado sin anestesia.

## 28. Bancarrota del Estado del Bienestar

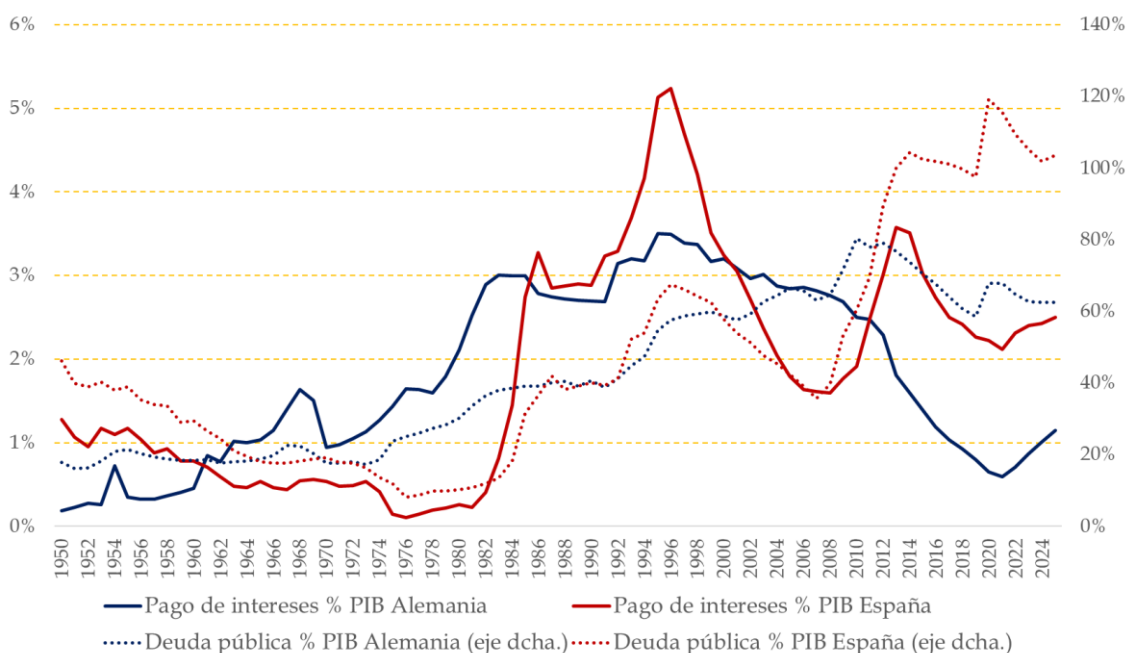
El canciller alemán Friedrich Merz ha encendido todas las luces de emergencia al afirmar que “el Estado del Bienestar tal como lo conocemos ya no es financieramente sostenible”.

Ya [hemos explicado hace poco](#) que el mal llamado **Estado del Bienestar europeo se está viendo en apuro serios**. No es que quiera vender el apocalipsis, pero ya sabemos todos, queramos admitirlo o no, que las cifras no salen.

**Envejecimiento, deuda** por las nubes, inmigración que aporta poco, crecimiento de tortuga... Ya no es que tengamos que realizar algún pequeño ajuste en el sistema, es que deberíamos replantearlo entero.

El canciller alemán no ha dicho que haya que dismantelar el sistema actual, pero ha sacado a la palestra un tema tabú que ningún político se atrevía a mentarlo. Ya **Francia anunció hace unos meses unas medidas** (no tan contundentes como se creen) en esta línea. Querer seguir con el caviar y sin fondos en la cuenta corriente no es del todo compatible.

En primer lugar, la **deuda** es enorme, tal y como apuntábamos en el [mencionado artículo](#). Pero es que los intereses que pagamos por ella cada vez ocupan un mayor porcentaje de los presupuestos.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

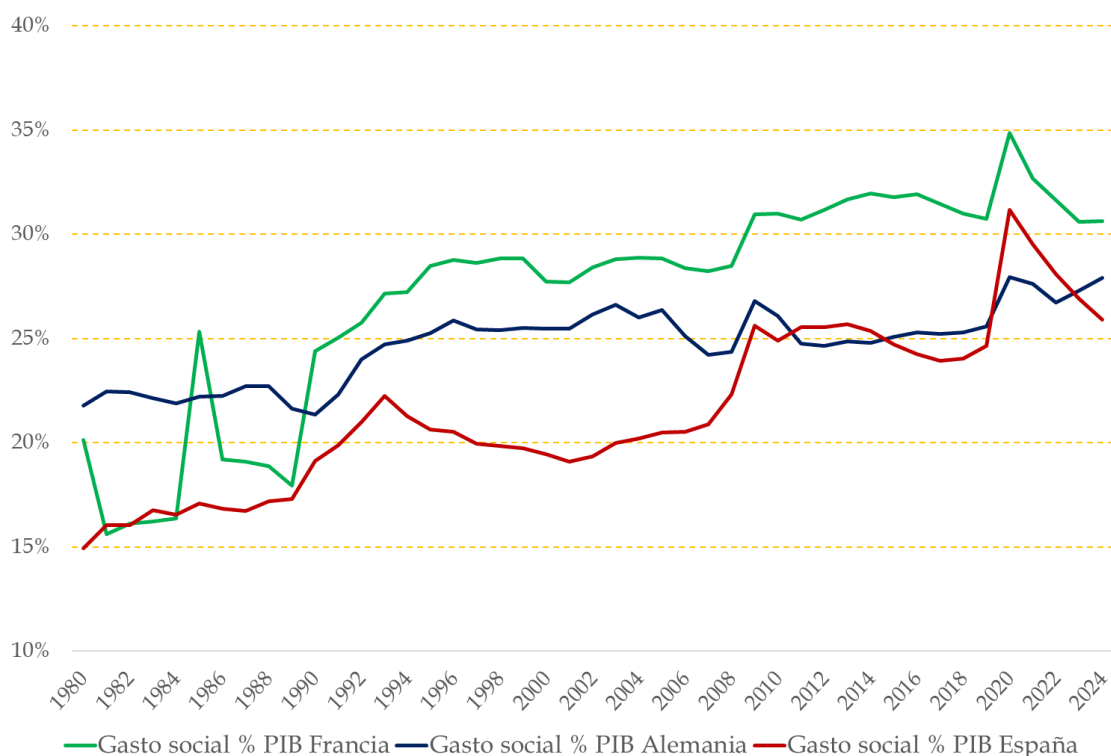
Si seguimos así, **pronto tendremos que dejar de pagar otras cosas**. La restricción presupuestaria existe. Y si se incumple con más deuda, nos aboca a la pobreza. La cosa no es de broma.

Si queremos seguir pagando pensiones, una sanidad a más personas (los inmigrantes son beneficiarios netos de las transferencias sociales), gastos en defensa, educación, etc.; no quedan muchas opciones.

Y si Francia ya ha anunciado medidas y Alemania, con una deuda que es la mitad que la española, dice que el sistema no puede seguir así... **En España es que estamos llegando tarde**, para variar.

Cada vez hay **menos cotizantes** por cada pensionista. Y eso que nos falta la jubilación de la mayor parte del baby boom. Sostener este sistema con el modelo actual es simplemente inviable. Quizá sea un poco duro decirlo así. Pero mejor la verdad sin paños calientes que una mentira. Vamos, que si no estás invirtiendo ya para complementar tu no-pensión, vas muy tarde (pero más vale tarde que nunca).

La **inmigración**, por su parte, es un parche, no una solución definitiva. Nos hace falta, sí. Pero no como la que tenemos ahora. Es decir, el problema no es la llegada de inmigrantes (al revés, es **parte de la solución**), sino la estructura de incentivos. Me explico y espero no levantar ampollas. Si el sistema permite el acceso a prestaciones inmediatas y no se basa en las contribuciones, es como pretender dar de comer lo mismo a un número mayor de invitados a la mesa. Se puede explicar de distintos modos, pero la realidad es que esto es imposible.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

El **modelo de arquitectura institucional ya no sirve**. El debate ya no es el de antes: me gusta o no me gusta. No. El debate ahora es cómo lo cambiamos.

Hay que hacer ajustes. Punto. Ya sé que suena duro, complicado, y mil adjetivos peyorativos que podemos ponerle. Pero insisto en que ya no vale negar la realidad. Nos hemos mal-acostumbrado a vivir por encima de nuestras posibilidades, a que el estado nos proteja desde que nacemos hasta que morimos. Que nuestros políticos se arroguen el derecho de gastar por nosotros, sin nuestro permiso, y hasta por nuestros nietos.

Deberíamos aprovechar para **realizar cambios institucionales** que no solo hagan que el sistema no nos colapse en las narices, sino que sea viable a largo plazo. Eso sí, el coste político es elevado y quien debe proponer estos cambios son precisamente los políticos. Mal asunto. Como decíamos en un [reciente artículo](#), **lo políticamente rentable no suele fiscalmente muy adecuado**.

Si Francia y Alemania ya han abierto la veda de este debate porque se les viene encima, **¿qué nos hace pensar a los españoles que somos ajenos a este**



**problema?** Y aquí quiero recordar nuevamente lo que decía antes: no hablamos de ideología o de corrientes económicas, sino de la realidad, de las cuentas, de los datos. Si estructuralmente gastamos más, y cada año el gasto aumenta, en algún momento no dará para sanidad, educación, pensiones, un ingreso mínimo vital, pagas, o subsidios. **Y cuanto más retrasemos lo evidente, más doloroso será el ajuste.**

El estado del bienestar (ahora lo pongo con minúsculas) **no es viable**. Pudo serlo hace 50 años. Ahora ya no. El cheque en blanco de promesas y vida fácil subvencionada se nos ha ido de las manos.

## 29. ¡Despierta, inversor! Vuelve el momento de Asia

Entre estímulos fiscales, tratados estratégicos y valoraciones de terceras rebajas, el continente asiático podría ser la oportunidad olvidada del inversor. ¿Te lo vas a perder? Hay numerosas razones que hacen que la inversión en este continente sea ahora muy atractiva.

### 1. El contexto ha cambiado

Llevamos unos cuantos años en los que Asia no ha sido más que promesas, con alguna excepción, eso sí. Pero ahora se han juntado una serie de **catalizadores** que hacen de ese prometedor mañana que no llegaba una realidad bastante tangible. Y, aunque nos referimos al continente en general, hay una especial concreción en China.

Por empezar en genérico: **políticas monetarias y fiscales** favorables, tratados geopolíticos y de **comercio** interesantes para la región, **valoraciones** muy atractivas en ciertas economías, **flujos** de capital, **ahorro** acumulado, **debilidad del dólar**, son algunas de las inmediatas que podemos citar.

### 2. China

La economía china ha estado medio dormida, a pesar de los estímulos que han tratado de impulsarla. Ahora, con los **mayores flujos** y la consolidación de la **mejora de su problema inmobiliario**, el momento parece más que oportuno. Sobre todo, teniendo en cuenta que las **valoraciones están más que atractivas**. Por concretar, vamos a mencionar 4 puntos.

- **Liquidez abundante:** los depósitos bancarios son tan grandes como la capitalización del mercado *onshore*. Hablamos de **más de 3 trillones en depósitos** y un plan gubernamental para que salgan del ahorro y pasen a ser invertidos y, sobre todo, vayan al **consumo**. Eso es un pelotazo para la **economía real**. Con los tipos de interés como están en China, es más fácil que el minorista (cientos de millones de personas) busque rentabilidad en los mercados financieros locales.
- **Mejora de su crisis inmobiliaria:** el capital está migrando desde el ladrillo hacia automoción (de hecho, sus vehículos ya superan en calidad a la mayor parte de fabricantes del resto del mundo), inteligencia artificial, etc.

Todavía no es un problema resuelto al 100%. Y tienen una deuda elevada y creciente, sí. Pero desde luego es una situación bastante más favorable.

- **Valoraciones atractivas:** los índices chinos cotizan todavía **por debajo de su media de 5 años** y las grandes tecnológicas nada tienen que ver en valoración con sus homólogas de EE.UU., por ejemplo.
- **Flujos:** buena parte de los flujos de inversión de Asia están llegando a China. Esto supone crecimiento, tanto para quien recibe la inversión, como para quien la realiza.

### 3. Japón

Pero no solo hay emergentes en Asia. Japón lleva ya un tiempo animado por los **flujos**. Algo se empezó a mover hace unos meses y, por lo que están demostrando sus compañías, parece que le queda recorrido.

Además, hay ciertos aspectos que hacen de la región nipona una economía en buen momento. Por ejemplo, y por irnos a noticias relativamente recientes, el **acuerdo comercial con Estados Unidos**. Japón ya es, por sí misma, una región con empresas bastante estables. Un mayor flujo de inversión extranjera hace que la **estabilidad en la región** pueda ser mayor.

Además, la **debilidad del yen** potencia su competitividad, atrayendo más inversiones todavía. Esto está permitiendo, entre otras cosas, que las **compañías estén devolviendo más valor que nunca** al accionista.

### 4. India

Las sanciones de Estados Unidos pueden tener un efecto, paradójicamente, bastante bueno para la región asiática. A saber, **potenciar el comercio** entre estos países, especialmente con Corea del Sur, Tailandia y Vietnam.

A esto hay que añadirle una **demografía muy favorable**, con una población joven y una **clase media creciente**.

Pero no todo acaba aquí, el país tiene uno de los **ecosistemas tecnológicos** más dinámicos que existen y el consumo interno sigue mostrando una fortaleza muy grande.

No es la región más barata, no. Pero por razones de peso. Su crecimiento económico es muy importante.

## 5. El dólar

La **debilidad del dólar** es muy beneficiosa para los emergentes. Especialmente para aquellos con déficit por cuenta corriente. Mientras escribo este artículo, no sabemos si la Fed bajará tipos en septiembre, pero si lo hace, es posible que le dólar se debilite algo más. Y con posibilidad de otra bajada en diciembre. Hay que recordar que **buena parte de la deuda asiática está dolarizada**.

Y, por supuesto, menores tipos en EE.UU., es mayor atracción de capitales en búsqueda de *yield* para Asia.

## 6. Valoraciones

Aunque quizá, el argumento estrella, sea la valoración. Muchas de las bolsas asiáticas **cotizan a descuentos, en términos de PER, del 30% y hasta del 50%** con respecto a Estados Unidos. Quizá la excepción sea India, aunque está bastante justificado viendo el crecimiento de su economía.

A estas rebajas en los mercados bursátiles, podemos añadir que los **beneficios de sus compañías siguen al alza** en la mayor parte de los casos.

## 7. Riesgos

Obviamente, sigue siendo una región de mayor riesgo, y no podíamos dejar de mencionarlo. La región parece estar en un punto dulce, pero eso no significa que todo sea Jauja. Hay **tensiones geopolíticas, incertidumbre regulatoria** (especialmente en China) y **mayor vulnerabilidad** antes las crisis en otras partes del mundo. De hecho, en un perfil moderado, en ningún caso tendríamos más del 10% en esta región.

Como en muchos activos, a veces da miedo subirse al carro pronto. Pero luego, echando la vista atrás, uno se pregunta por qué no entraría antes.

Si estás pensando en diversificar tu cartera y buscar un buen posicionamiento para los próximos años, Asia puede ser una de las mejores ideas siempre que tu

perfil de riesgo lo permita. Recuerda también que **gran parte del crecimiento mundial viene de esta región** y está muy infraponderada en los índices, por lo que algo de peso en Asia no deja de ser un modo de posicionarse de forma más certera.

La oportunidad es clara. Veremos qué depara el futuro.

### 30.El IPC engaña, pero el carro del súper no miente

Sube el pan, sube la leche, sube el aceite... pero el IPC dice que la inflación está controlada. ¿Nos toman por tontos? No exactamente, pero casi.

Desde 2021, el IPC general en España ha subido un 21,73%. No es poca cosa.

Pero vas a llenar el carro en la compra y ¡mis narices un 21,7%! Exactamente, tus narices. Porque tienes razón, no es eso sino bastante más.

**¿Cómo es posible que la inflación sea distinta de lo que nos cuesta el carro de la compra?** Pues porque lo que metemos en el carro de la compra apenas pesa un 18,5% del total de la cesta de la compra. El secreto es esta ponderación.

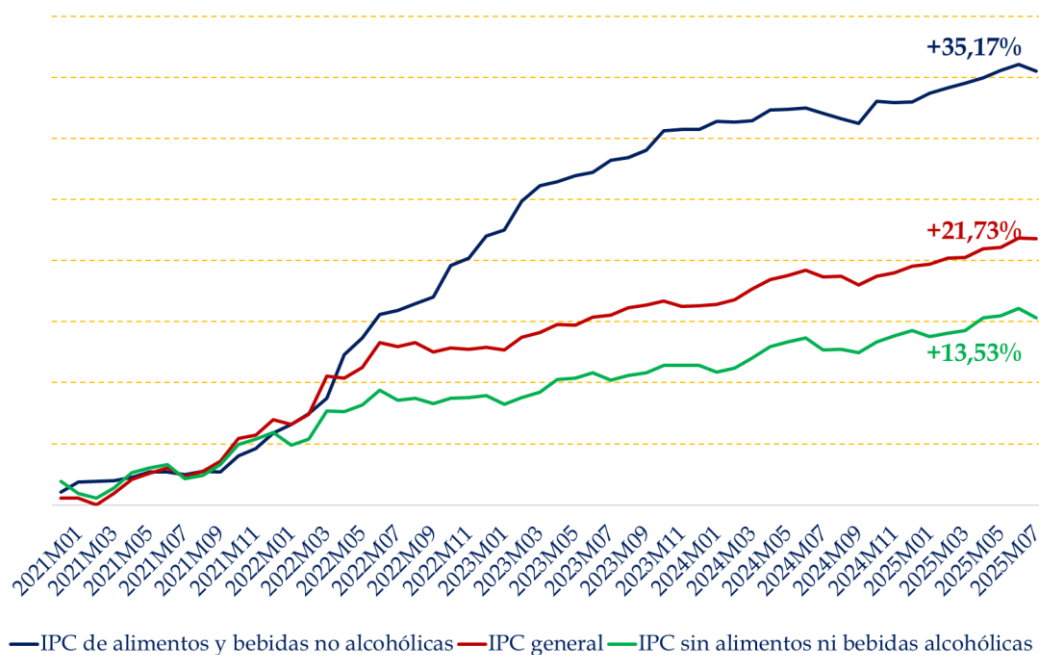
Ponderación de la cesta de la compra	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
01 Alimentos y bebidas no alcohólicas	19,77%	19,42%	18,88%	19,49%	23,62%	22,61%	19,58%	19,16%	18,54%
02 Bebidas alcohólicas y tabaco	3,02%	2,98%	2,90%	2,85%	3,20%	3,12%	4,00%	3,85%	3,77%
03 Vestido y calzado	6,73%	6,66%	6,72%	6,49%	6,37%	6,02%	3,93%	3,95%	3,97%
04 Vivienda, agua, electricidad, gas	13,30%	13,38%	13,35%	13,37%	13,58%	14,25%	12,68%	12,00%	12,16%
05 Muebles, artículos del y para el hogar	5,88%	5,85%	5,85%	5,77%	5,94%	5,80%	5,84%	5,35%	5,28%
06 Sanidad	3,96%	3,95%	3,82%	3,89%	3,93%	4,37%	5,98%	5,79%	5,72%
07 Transporte	14,67%	14,74%	15,46%	15,40%	12,45%	12,98%	13,80%	14,38%	14,39%
08 Comunicaciones	3,60%	3,64%	3,74%	3,81%	3,73%	3,56%	3,24%	3,35%	3,26%
09 Ocio y cultura	8,52%	8,60%	8,43%	8,41%	6,79%	6,37%	7,87%	8,59%	8,56%
10 Enseñanza	1,68%	1,67%	1,64%	1,64%	1,66%	1,59%	2,00%	1,88%	1,87%
11 Restaurantes y hoteles	12,12%	12,34%	12,43%	12,05%	11,64%	13,03%	13,24%	13,93%	14,75%
12 Otros bienes y servicios	6,75%	6,78%	6,78%	6,82%	7,10%	6,31%	7,84%	7,79%	7,73%

No decimos que sea un truco estadístico, pero funciona como un truco, desde luego. Oculta en parte lo que sentimos cuando vamos al súper. El carrito no miente.

El IPC mide una cesta de bienes y servicios representativa. Esa cesta incluye desde el alquiler y el transporte, hasta la moda o los medicamentos. Y cada cual tiene su peso, como puedes ver en la tabla.

Pero, existiendo la cesta representativa media, lo que no existe es la familia media. Y, cuanto menor es la renta, más se gasta uno en la compra. Es decir, en lo que más sube. Por tanto, **para quien menos renta tiene, la inflación es mayor** por dos vías. Uno, porque **el porcentaje destinado al consumo es mayor**. Dos, porque si **lo del súper es lo que más sube** y son las cosas básicas... mal negocio.

A la familia del pobre poco le importa el precio del billete de avión. Pero el precio del litro de leche se lo sabe bien. Por tanto, tu subida real de los precios puede ser mucho mayor que ese 21,7%. ¿Cuánto? Te lo enseño, pero te vas a enfadar un poco con los políticos o con el sistema en general.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

El problema de la cesta tipo, para que se entienda mejor, es como si en un restaurante te cobran la media de lo que han pedido todos ese día. Alguno sólo se habrá tomado un café, pero otros se han metido un bogavante entre pecho y espalda que tiembla el misterio. Y a ti, por tu plato de lentejas te van a sacar un

ojo de la cara. Así es **el IPC, que no mide lo que han variado los precios para ti**. Por tanto, si tu cesta se compone de muchos productos que han subido más que la media, **no reflejará en absoluto lo que dice el IPC**. Así que cuando alguien te diga que el IPC está controlado, pregúntale que el IPC de quién.

Pero queda lo divertido de explicar el gráfico. Si ponemos en la ecuación solo lo del carro de la compra, **la inflación desde 2021 es del 35,17%**. Si, mucho más que la subida de los sueldos. Eso se aproxima bastante más a tu inflación real.

De hecho, y aunque pueda subir tu calentón al leer este artículo, te voy a poner las subidas de precios de algunos artículos del carro de la compra. Y recuerda, que el malo de la peli no es el empresario. A él es a quien echan la culpa. Pero **el problema es monetario y viene, en buena medida, de los gobiernos**. Y del banco central. Pero eso es otro asunto.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

No es que el IPC esté manipulado, es que así se calcula. Por eso muchas veces **no refleja lo que sentimos cuando vamos a hacer la compra**. Y por eso deberíamos tener nuestro propio cálculo en función de nuestra cesta de



productos básicos. Ese sería el incremento del coste de vida real para cada uno. Insisto en que los más perjudicados son los que menos tienen. Y que la inflación la crean, en buena parte, los gobiernos con la deuda. Esos mismos gobiernos que quieren aparentar que cuidan a la clase trabajadora.

En alguna ocasión hemos llamado a la inflación el enemigo invisible. Y es eso para la inversión. De ahí **la necesidad de invertir**, de construir carteras diversificadas y de protegernos frente a la erosión de la unidad monetaria.

### 31. Claro que se puede ahorrar ¿Netflix o libertad financiera?

Puedes ahorrar. Pero ¿realmente quieres? Esto es como lo de ir a trabajar. A veces a uno no le apetece, pero quiere (por miedo al despido, por recibir el sueldo, o por lo que sea). No vale decir que no se puede cuando realmente es un no se quiere.

No nos cansamos de escribir, a riesgo de repetirnos, sobre **la importancia del ahorro**. Hace poco leí un post en una red social que me gustó por dos motivos (el post es de Marilyn Quintero). Lo primero, es políticamente incorrecto al criticar a la gente joven. Y, en segundo lugar, por la realidad tan bien descrita. Soy consciente de que **los jóvenes tenemos muchas dificultades**. Así lo he plasmado en varios artículos: sueldos de miseria, vivienda inalcanzable... Eso es cierto. Pero corremos el riesgo de **victimizarnos en vez de tomar las riendas de nuestra vida**. Uno no es culpable de la situación que le ha tocado vivir, pero sí es responsable de ver qué hace con ella.

“Es imposible independizarse si no ganas 2.500 € al mes”, decía Marilyn poniendo en boca de algún joven esta frase. Y sí, es cierto. Este mensaje se repite en redes, y no falta razón a la idea que subyace a la queja.

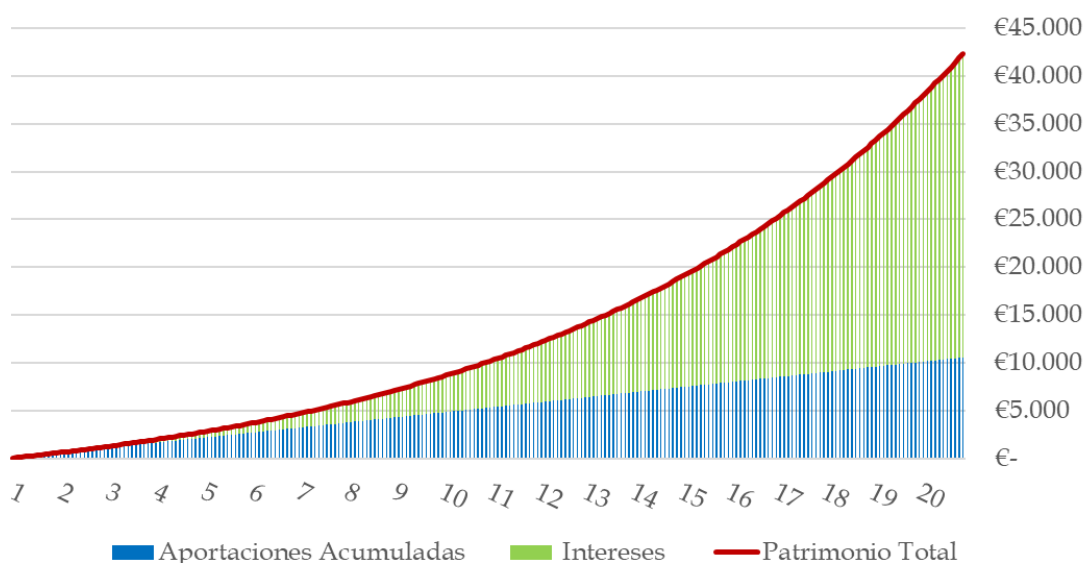
Ahora es donde entro a criticar. Vivimos en la **cultura de la inmediatez**. Pido algo por internet y ya estoy nervioso si en 2 horas no me ha llegado. Quiero algo de información y lo consulto en el móvil. Todo ya. Lo quiero, lo tengo. **Consumo instantáneo**. Y, en esta cultura de la inmediatez y del consumo instantáneo, el ahorro es como una Super 8 en el mundo de las GoPro. Por si eres muy joven, me refiero a que es una cosa muy muy antigua.

Y **el ahorro no es una cuestión reservada** a los ricos, sino una necesidad para quienes quieren dejar de ser pobres. Pero, para ahorrar, debes renunciar a parte del consumo de hoy. Por eso, la fórmula ideal para el ahorro **no es lo que me sobra al final del mes, sino lo que aparto nada más llegar la nómina**. Y si no me da para el Netflix, me agunto.

¿De verdad que no puedes ahorrar? Muchos jóvenes que se quejan de esto viven en casa de sus padres. Sus gastos no deberían ser muy elevados. Y cuando hablas con ellos, empiezas a ver que: ropa de marca, salidas con amigos y copas todas las semanas, conocen más mundo que Willy Fog, han ido a más conciertos que los teloneros de Sabina, los puentes son sagrados y siempre hay plan, el móvil y el portátil son de gama alta, Spotify y HBO no pueden faltar y caprichitos varios...

Total, que aún sin coche, nos plantamos en unos **gastos mensuales de unos 700 euros**. Y, claro, si después de 7 años viviendo con tus padres y trabajando no has ahorrado ni 5 mil euros... el problema no es lo difícil que está todo. Y es que, como dice el post, es mucho más fácil victimizarse que afrontar la realidad. Cuidado, que hay otros jóvenes que no tienen estas facilidades de vivir con sus padres o, viviendo con ellos, ahorran. No quiero generalizar ni decir echar culpas. Pero, ojo... no se puede estar en Misa y repicando. Tu problema si no ahorras es de prioridades. Como suelo contar, tengo un hermano con 8 niños y ahorra. Conozco su situación y te aseguro que, si él puede, tú también.

Como hemos dicho muchas veces, **ahorrar no es ser tacaño ni vivir como un anacoreta**. No se trata de vivir en paños menores. Pero quizá debas tener anuncios en Spotify... Y no pasa nada, ¿eh? Quitarse el café de 2 euros y hacerse uno en la oficina de sobre no es para caérsele los anillos a nadie.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

Y haciendo lo del café 20 los últimos 20 años, invirtiendo eso en el S&P, habrías obtenido algo más de 42 mil euros. Que eso no te saca de pobre, pero estamos hablando de solo el café...

¿Valoras más el disfrute inmediato o la libertad futura? No pasa nada por aguantarse un poco. Estás invirtiendo en tu libertad futura. Si no lo haces, te puedes **convertir en un esclavo del presente y en un mendigo del futuro.**

Todo empieza por **pequeños hábitos**. No se trata de poder comprarte mañana la casa de tus sueños, pero puedes acumular capital para vivir más que holgadamente. **Empieza por algo sencillo.** En cuanto te entre la nómina, aparta un 20% (más o menos, según tus posibilidades) y **pon ese dinero en un fondo** indexado si quieres olvidarte. Solo esto va a marcar una diferencia enorme.

Ser adulto también es dejar de quejarse y ser responsable. Que sí, que no es fácil. Pero no vale quejarse con una indisciplina que clama al cielo.

### 32. En defensa de la gestión activa, otra vez...

La gestión activa lleva un tiempo mirada con lupa, bajo un asedio, que ni Viriato. Con estadísticas sobre los fondos que baten a su benchmark, muchos dicen que la gestión activa no sirve para nada.

Pues **no me canso de defender a la gestión activa**, con datos. Soy el primero que saca los datos de lo poco que vencen, a largo plazo, los fondos de gestión activa a su índice de referencia. Repito, soy el primero que hace estadísticas sobre eso y lo publica. Pero eso es para defender que las estrategias pasivas no son malas y **pueden convivir con la gestión activa**. En ningún caso para decir que la gestión activa no vale. Porque sí que vale, y mucho.

Tabla 1. Fondos que baten a su índice por categoría y periodo

Categoría	1 año	3 años	5 años	10 años	15 años
RV Asia ex-Japón	14,1%	11,2%	22,2%	26,9%	20,1%
RV Asia-Pacífico	27,9%	16,3%	11,3%	14,2%	9,0%
RV Asia-Pacífico ex-Japón	36,2%	15,2%	14,8%	8,3%	7,9%
RV Brasil	72,7%	8,3%	15,0%	8,2%	15,8%
RV China	9,7%	5,2%	15,8%	49,2%	35,7%
RV Dinamarca	93,5%	76,7%	57,1%	50,0%	44,8%
RV Europa ex-UK	30,3%	20,9%	22,1%	12,5%	16,9%
RV Europa l. caps growth	23,5%	18,4%	22,5%	10,4%	17,5%
RV Europa small caps	26,9%	14,1%	22,1%	34,3%	16,9%
RV Eurozona large caps	23,5%	7,1%	9,3%	4,7%	3,3%
RV Eurozona small caps	12,2%	2,7%	32,0%	8,6%	2,9%
RV Finlandia	5,3%	0,0%	32,0%	3,4%	2,5%
RV Francia	42,4%	4,5%	1,7%	3,4%	2,5%
RV Alemania	12,3%	5,0%	4,6%	4,8%	11,1%
RV EM globales	29,9%	39,2%	29,5%	22,8%	17,6%
RV Global large caps value	34,2%	25,2%	20,9%	30,0%	24,2%
RV India	52,9%	44,7%	43,1%	48,9%	
RV Italia	29,2%	16,3%	16,4%	12,2%	16,4%
RV Japón large caps	45,3%	39,5%	35,3%	9,7%	3,8%
RV Latinoamérica	46,3%	32,6%	15,3%	20,2%	22,5%
RV Países nórdicos	96,1%	40,4%	24,5%	8,6%	6,8%
RV Noruega	51,9%	64,2%	54,0%	46,9%	34,2%
RV Pacífico ex-Japón	25,0%	0,0%	12,5%	8,3%	14,3%
RV España	13,5%	5,9%	14,9%	13,1%	13,3%
RV Suecia	40,4%	40,4%	36,2%	26,7%	18,7%
RV Suiza	48,6%	37,1%	31,2%	25,9%	13,9%
RV Suiza small/mid caps	18,3%	49,2%	35,6%	36,7%	

RV UK large caps	46,5%	36,3%	27,5%	11,0%	15,0%
RV UK mid caps	34,8%	11,8%	8,3%	9,1%	22,0%
RV EEUU large caps growth	34,2%	15,3%	27,5%	3,0%	10,7%
RV EEUU large caps value	31,4%	32,9%	37,5%	13,8%	0,7%
RV EEUU small caps	43,5%	52,2%	37,1%	34,4%	22,0%

Fuente: Carlos Arenas Laorga con datos de S&P

Bien, una vez que has visto la tabla, pensarás que es más complejo todavía defender la gestión activa. Pues no... De hecho, voy a romper otra lanza a su favor.

Si te pongo la media de fondos que baten a su índice en distintos periodos, ya parece que la gestión activa no vale para absolutamente nada (mira la tabla 2). Es más, no solo no baten a su índice, sino que las comisiones son mayores. Un engaño; una estafa; una promesa que siempre fracasa.

*Tabla 2. Media de fondos que baten al índice a distintos periodos*

1 año	3 años	5 años	10 años	15 años	20 años
36,02%	24,65%	24,68%	19,38%	15,43%	14,87%

Fuente: Carlos Arenas Laorga con datos de S&P

Voy a señalar algunos puntos de defensa. Hay más, pero me quiero centrar en estos.

### **1. Aportan menor rentabilidad.**

**No es cierto.** Hay de todo. El indexado nunca hace menos que su índice, hace lo mismo. Hasta ahí de acuerdo todos. Pero es que igual el índice hace mucho menos que un fondo de gestión activa que tiene como referencia otro *benchmark*. Me explico. Si sigues con un indexado al petróleo, este año te irá bastante peor que una gran mayoría de fondos de gestión activa de otros sectores o regiones. De hecho, **escoger un indexado y el mercado al que seguir es y una decisión activa.**

### **2. No baten a su índice dadas las estadísticas.**

Hay cientos de miles de fondos. Cuando suscribo un fondo de gestión activa procuro que sea un buen fondo. Si no hago análisis, puedo coger cualquier “cosa”. Pero si hago un pequeño estudio, ya veo que, en cada categoría, hay no pocos fondos que baten de forma consistente a su índice. No son legión. Pero los hay y de grandes gestoras. Hay oferta de sobra. Otra cosa es que no sepas o tengas herramientas.

### 3. Es más barato indexarse al S&P.

Sí, desde luego. Y soy fan de ello. Lo recomiendo enormemente, de hecho. Lo que no quita para tener una parte de fondos de gestión activa. ¿Y qué me dices de **mercados menos eficientes** como países nórdicos, *small caps*, emergentes, o ciertos sectores más nicho? Te recuerdo que **en el Russell 2000 hay un 40% de compañías que no tienen beneficios**. Es más probable que una gestión activa obtenga mejores resultados. Pero incluso en el S&P hay fondos de gestión activa que lo baten de forma consistente. Menos, sí. Pero si te dedicas al mundo de los fondos de inversión como yo, lo sabes. Y si no lo sabes... mejor no digo nada acerca de cómo haces tu trabajo.

¿Qué pensamos? ¿Que BlackRock, JP Morgan, BNP, Fidelity y otras grandes son “tontos” por no quitar de su gama los fondos activos, reducir costes y centrarse en la pasiva? Quizá es que ellos sí ven el valor que aporta...

### 4. Pero a largo plazo, ya es que no hay por dónde coger a la gestión activa

En efecto, a largo plazo al porcentaje de fondos que baten a su índice es enano. Es más, te voy a poner varios datos...

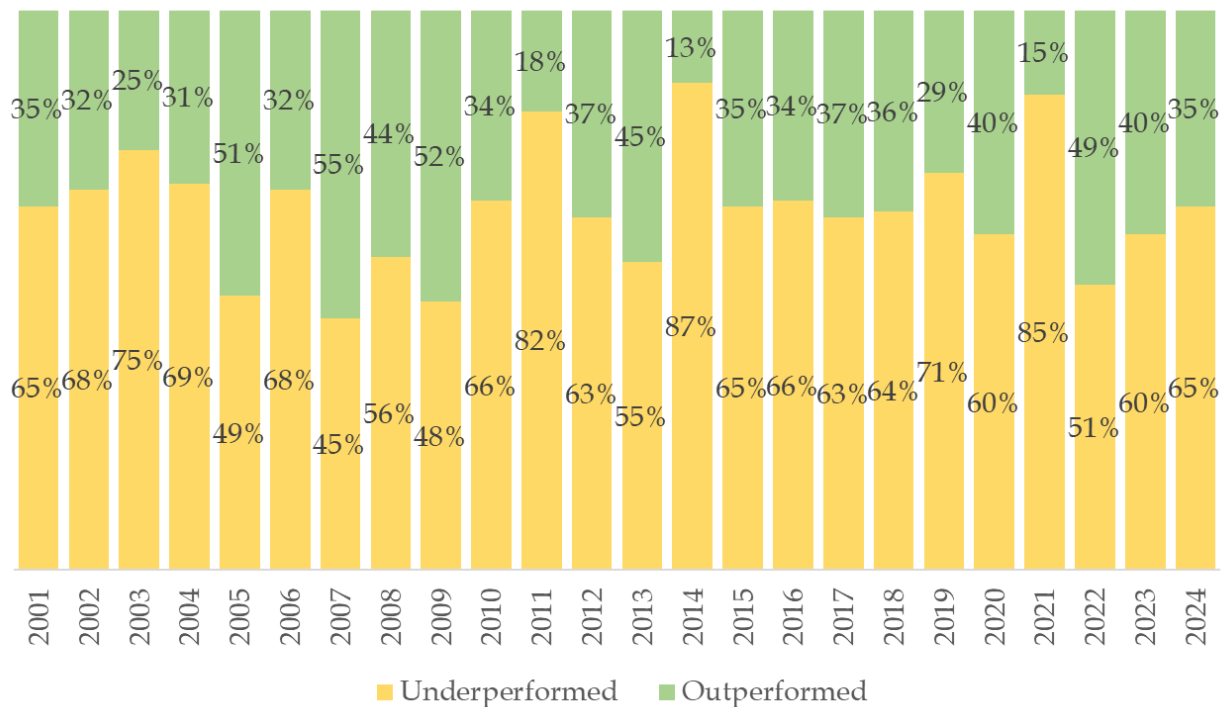
*Tabla 3. % de fondos de renta variable americana que lo hacen PEOR que su Benchmark de referencia (Abs. Return)*

Categoría	Índice para comparar	3 años	5 años	10 años	15 años	20 años
All Domestic Funds	S&P Composite 1500	73,4%	89,1%	90,2%	93,5%	93,1%
All Large-Cap Funds	S&P 500	79,8%	86,6%	85,6%	92,2%	93,6%
All Mid-Cap Funds	S&P MidCap 400	72,6%	59,5%	75,5%	90,4%	94,9%

All Small-Cap Funds	S&P SmallCap 600	67,2%	56,3%	86,0%	89,3%	93,7%
All Multi-Cap Funds	S&P Composite 1500	76,8%	88,3%	88,9%	92,3%	93,8%
Large-Cap Growth Funds	S&P 500 Growth	77,7%	77,6%	85,4%	97,0%	95,6%
Large-Cap Core Funds	S&P 500	81,6%	87,0%	95,9%	95,8%	95,1%
Large-Cap Value Funds	S&P 500 value	85,6%	90,3%	91,9%	88,0%	90,9%
Mid-Cap Growth Funds	S&P MidCap 400 Growth	84,9%	38,1%	57,9%	83,8%	91,1%
Mid-Cap Core Funds	S&P MidCap 400	66,7%	72,1%	86,8%	95,7%	98,2%
Mid-Cap Value Funds	S&P MidCap 400 Value	90,2%	77,4%	92,5%	94,1%	96,9%
Small-Cap Growth Funds	S&P SmallCap 600 Growth	88,3%	43,7%	77,7%	85,5%	95,6%
Small-Cap Core Funds	S&P SmallCap 600	58,2%	59,8%	94,0%	93,5%	94,6%
Small-Cap Value Funds	S&P SmallCap 600 Value	60,3%	65,0%	88,9%	90,1%	92,5%
Multi.Cap Growth Funds	S&P Composite 1500 Growth	80,8%	85,9%	90,7%	96,6%	94,5%
Multi.Cap Core Funds	S&P Composite 1500	81,0%	91,0%	96,3%	93,3%	93,1%
Multi.Cap Value Funds	S&P Composite 1500 Value	80,3%	97,5%	96,3%	93,3%	91,4%
Real Estate Funds	S&P United States REIT	93,3%	61,7%	65,8%	84,9%	88,9%



## % fondos large cap US que baten al S&P 500



Fuente: Carlos Arenas Laorga con datos de S&P

Si la tabla la pusiéramos con la rentabilidad ajustada al riesgo, los porcentajes mejorarían un poco. Pero poco. Y el *large caps*, pocos lo baten. Ahora bien, cuando sabemos que **hay cientos de miles de fondos (miles, o cientos, para cada categoría), buscar 10 que sí sean mejores tampoco resulta tan complicado**. Eso, que ya lo hemos mencionado, en primer lugar. Pero es que, en segundo lugar, al ser gestión activa, lo suyo es hacer movimientos en la cartera cada cierto tiempo.

Como conclusión lógica. Si coges fondos que, a menos de 10 años baten al índice, y cambias cada cierto tiempo (tampoco mucho) de fondos, por región, sector, sesgo, etc. ¿Cuál es el resultado? Pues que, **estadísticamente batirías a los índices**, incluido el S&P de forma consistente. Con más rentabilidad, menos riesgo, más control de tus inversiones...

Entonces, **la gestión activa, con las estadísticas en la mano, tampoco es tan mala** como parecía a primera vista. No es que la gestión activa haya sido

asesinada, simplemente es que no se sabe utilizar bien. **Mucha gente que dice que sabe de inversión y realmente no sabe.** La excusa de la estadística es perfecta para esconderse detrás. **Si no saben conseguir un fondo que bata al índice** y cambiar cada cierto tiempo analizando el entorno macro, simplemente **defenestran esa gestión.**

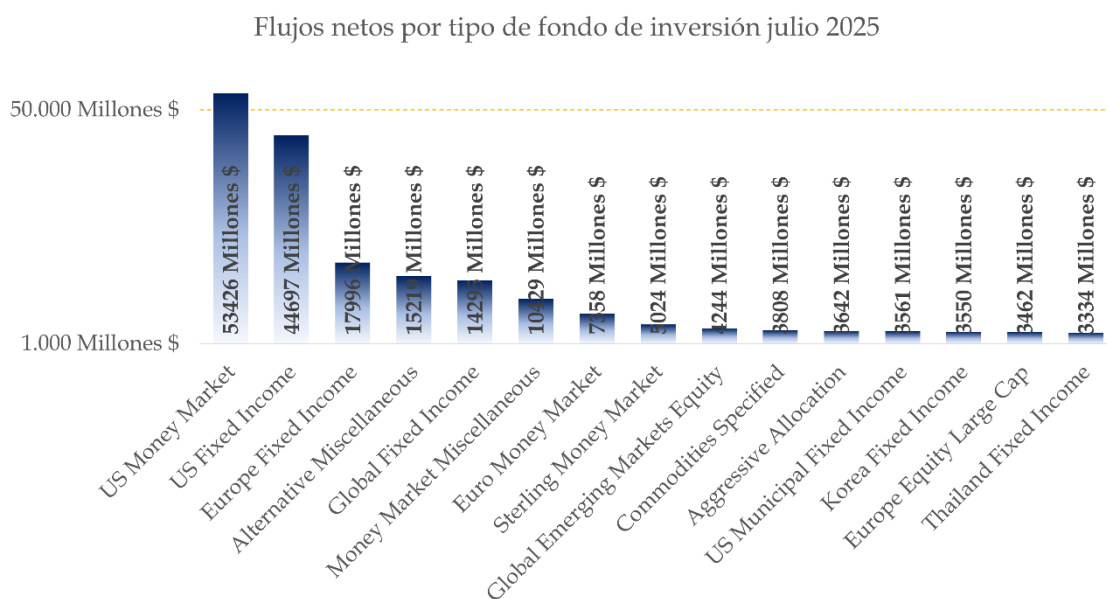
No tratamos de negar la evidencia, es más, pocas personas encontrarás que pongan tantas estadísticas sobre los pocos fondos que baten a su índice. Pero, en la cocina, **si le das un cuchillo a un niño, te puede hacer un destrozo. Tragedia casi asegurada. Si se lo das al cortador de jamón, la tragedia se convierte en guateque.**

Cada cual debe decidir cuándo y cómo (y en qué porcentajes). **No son estrategias excluyentes.** No todo en la inversión indexada es Jauja. Ni todo color de rosa en la activa. Pero cada cual tiene sus ventajas. Si sabes de inversión, sabes de lo que hablo al defender la gestión activa.

### 33. Qué han comprado y vendido los inversores este verano

Durante este verano hemos visto movimientos que, a mi parecer, son raros. Te lo contamos con unos gráficos en donde vemos los flujos de fondos.

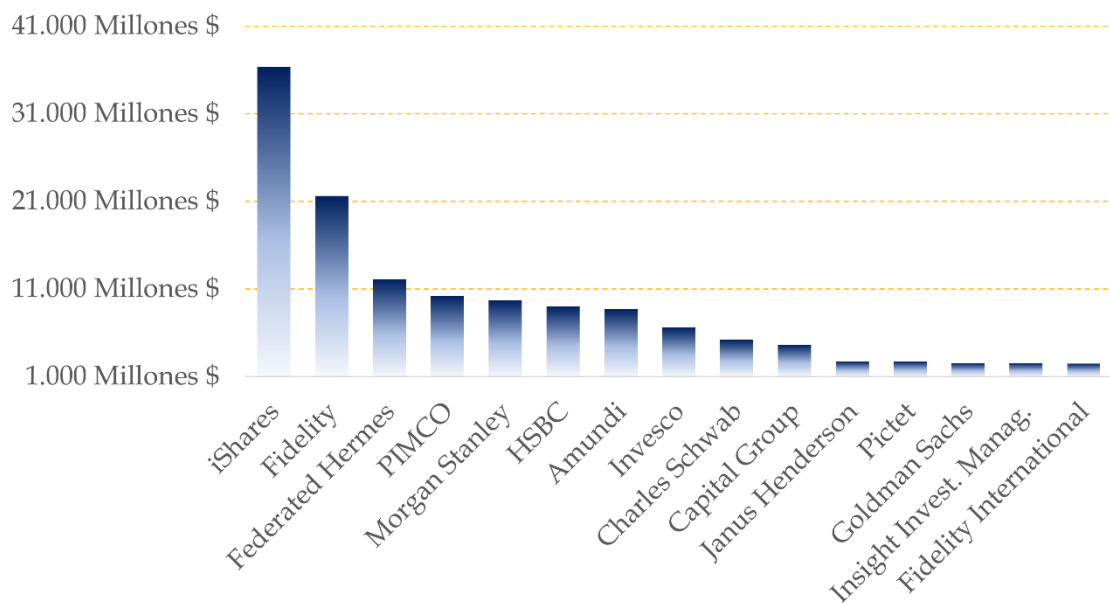
Julio ha sido un mes que definiría como interesante en términos de flujos. No lo sacaría en la portada del telediario, pero sí es algo que hay que contar para cualquier inversor. Bancos centrales, conflictos, inflación... ¿Y qué hacen los inversores?



En primer lugar, **la renta fija y el mercado monetario siguen mandando**. Con menos fuerza que en meses anteriores, eso sí. Y, en renta variable, vemos a **emergentes y a Europa antes que EE.UU.** Interesante...

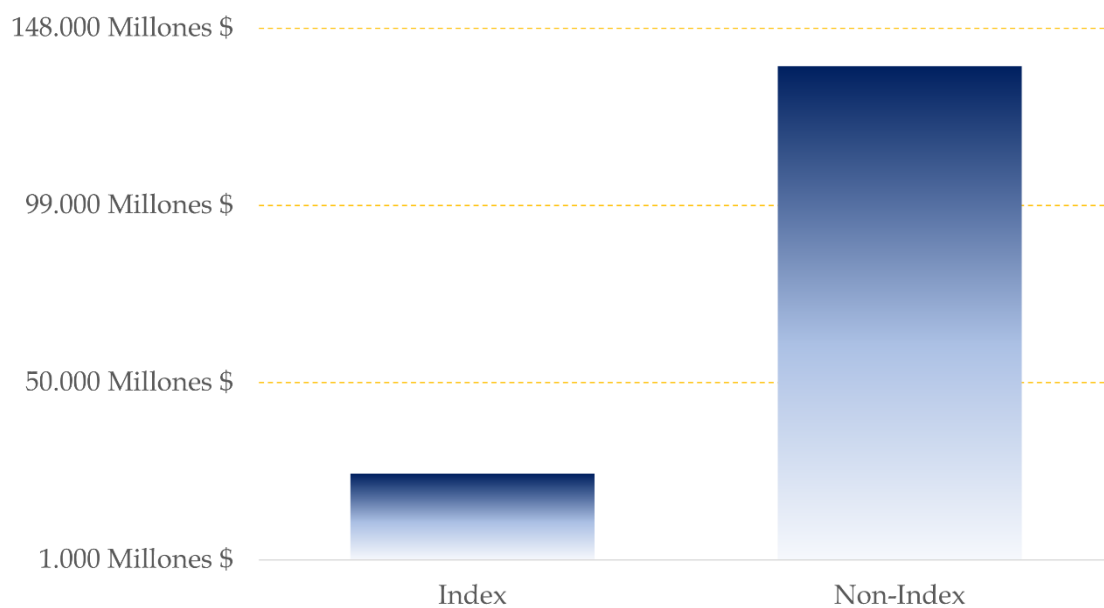
Otro dato que quiero señalar es las **gestoras que más han captado**. Los **ETFs siguen mandando**. Los flujos netos captados en julio por ETFs han sido de 94,8 mil millones de dólares. Por otro lado, los fondos clásicos apenas 3,9 mil millones. Eso sí, si añadimos los fondos monetarios, ya nos vamos a 64 mil millones. Con todo, no llega a lo que han captado los ETFs.

Flujos netos en julio 2025



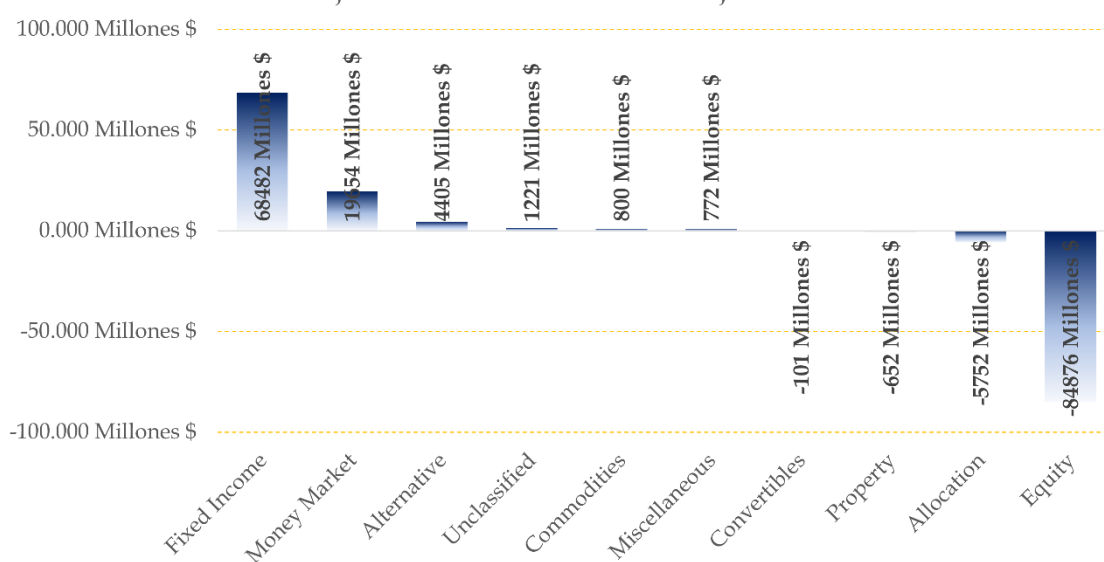
Ahora bien, sabiendo que han captado más los fondos cotizados que los fondos clásicos (open end funds), dentro de estos últimos, **ha primado la gestión activa**. Dato bien curioso... Más todavía cuando la diferencia es tan notable. Mi conclusión habiendo desglosado los datos es que, al invertir en mercados menos eficientes como Hispanoamérica, Asia y Europa, han elegido los fondos de gestión activa. Por ejemplo, uno de los mercados de **renta variable con flujos más elevados es mid/small caps europeas**. En este caso ha entrado sólo un 4,4% en indexado. **Sectores como el industrial o el de infraestructuras**, que son los que más han captado, tienen porcentajes similares a los que acabo de mencionar.

### Flujos netos en julio 2025



Si seguimos centrados en los fondos no cotizados, vemos qué tipo de fondo ha captado. Por un lado, **monetarios y renta fija lideran** un mes más — mayor liquidez, menor duración, menos sustos. Alternativos ya se coloca en tercera posición, aunque alejado todavía. Y en **renta variable vemos salidas**. Curioso. Muy curioso.

### Flujos netos en fondos de inversión julio 2025



Los flujos nos dan muchas **señales**. Entre ellas **destaco** de este julio:

- Que el **apetito por riesgo sigue moderado**. El inversor sigue en modo esperar a ver qué pasa con la Fed, los datos inflación, etc. Ahora en septiembre ya sabemos más, pero desde luego, esto nos da pistas de que hay cierta cautela en los mercados, especialmente con EE.UU.
- Que el *carry* sigue siendo el rey.
- Que la **renta variable sigue sin atraer** como hace meses.

Seguimos instalados en un entorno de evolución. Nada de mojarse... **No hay pánico, pero tampoco euforia**. Hay **prudencia** y el inversor está **modificando algo su cartera** con posiciones defensivas a la espera de lo que pase. Nada nuevo, luego entrarán o saldrán tarde...

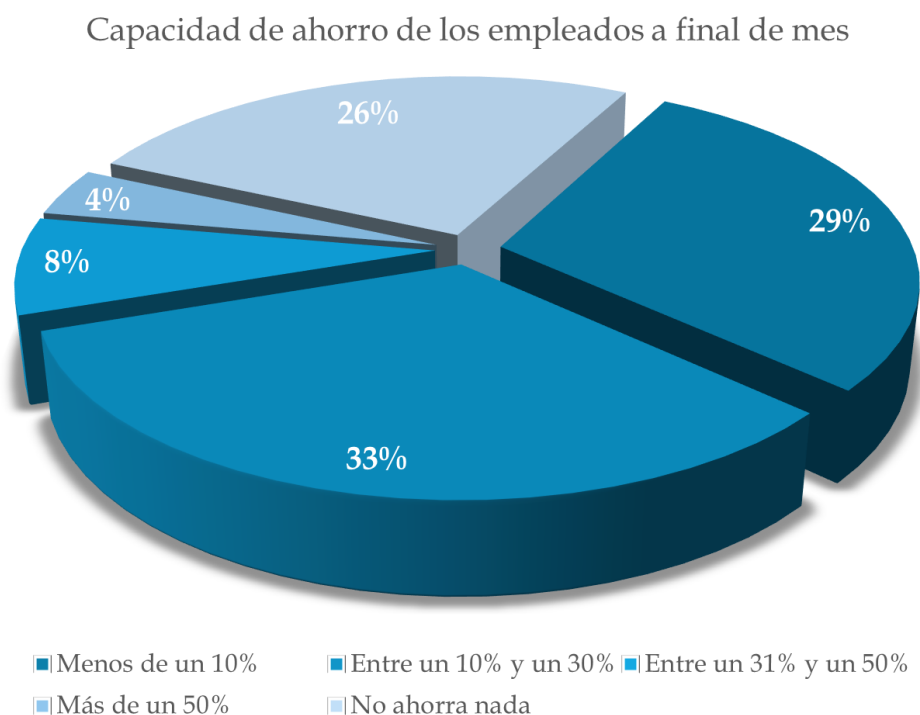
Personalmente, estos movimientos de julio me han llamado la atención. Y me han dado muchas pistas.

### 34. ¡Sí, puedes ser millonario con un sueldo medio!

Suena a titular de clickbait, pero lo mejor es que no lo es. Es verdad, puedes ser millonario con un sueldo medio. Y a los datos me remito. Si de verdad nos tomásemos más en serio la salud financiera, muchas personas -muchas he dicho- podrían ser millonarias. Luego la vida es compleja, claro...

El **sueldo medio en 2023**, que es el que tenemos disponible por el INE, ascendió a **28.049,94 euros brutos**. Si ahorramos durante nuestra vida laboral -unos 40 años- el 20% de lo que ganamos, vas a ver lo que nos dicen los datos.

Antes de nada, decir que no todo es perfecto. Por ejemplo, **parte del ahorro que realizan los españoles va hacia la vivienda**. Y eso no se tiene en cuenta. De hecho, la capacidad de ahorro es baja, pero tampoco es para echarse a llorar.



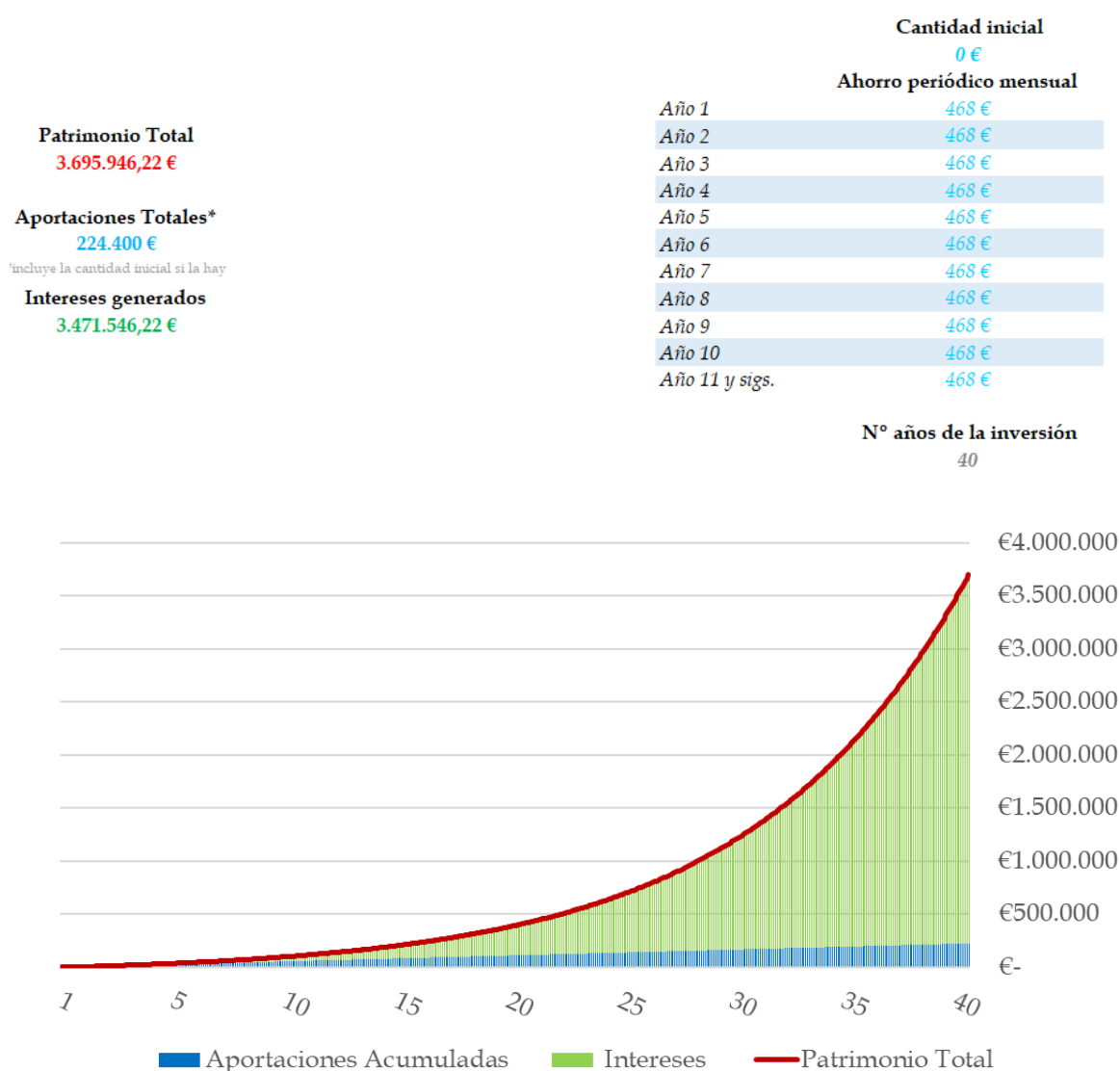
Fuente: Carlos Arenas Laorga

Pero también es verdad que espero que **tu salario aumente con los años** y puedas tener más que un sueldo medio. Imagino también que puedas ahorrar para tus hijos, pero también supongo que heredarás algo en cierto momento. Como siempre, **hablamos de promedios**. Cada uno tenemos nuestra situación.

Total, volviendo a los datos. Si **ahorras ese 20%**, estamos hablando de 467,499 euros al mes.

Pues si suponemos que **los inviertes a lo largo de tu vida laboral** (40 años) en un índice global o en el S&P 500, el índice más grande, **serías millonario** en tu jubilación. Repito, millonario.

El S&P 500 ha tenido de rentabilidad promedio en los últimos 90 años, un 11,24%. Por tanto, tus aportaciones serían de 224 mil euros, pero terminarías con...



Fuente: Carlos Arenas Laorga



Sí, **3,7 millones de euros (3.695.946,22 €)**. De los cuales, prácticamente todo son plusvalías.

Puedes pensar que he escogido el mejor índice, pero el MSCI World ha dado algo más del 9%. Con lo que tampoco estamos hablando de cifras imposibles. Ni mucho menos.

Lo que sí afecta es la **inflación**. Eso sí. La rentabilidad descontando inflación, es decir, ya neta o, por decirlo de otro modo, la capacidad adquisitiva de esos euros es menor. Ya nos vamos a un **más modesto 7,42%**. Con esta cifra, ya neta, la cantidad es de **1,3 millones**. Por ser concretos, 1.298.263,67 €. Es bastante menor, pero es la **capacidad real de esos euros descontando la inflación de los 40 años**. No está mal tampoco. **Sigues siendo millonario**.

**¿Dónde está la trampa?** Hemos cogido la rentabilidad que da el índice más grande del mundo, no muy lejano de un MSCI World. Hemos seleccionado un sueldo medio según el INE... Pues es que **no la hay**. La única trampa son los impuestos y el ahorro que se destina a la vivienda, un tipo de activo que no reporta unos beneficios en unidades monetarias. Lo da en tener un techo en propiedad, que tampoco está mal.

Aquí entra la pregunta clásica de **por qué no lo hace todo el mundo si es tan sencillo**. Lo primero de todo es porque no todos leen Estrategias de Inversión. Me entendéis: por **ignorancia financiera**. La ignorancia es el gran enemigo. Y el segundo motivo es porque la **cultura de la inmediatez** es muy fuerte. También la gente quiere tener una tableta y sabe lo que hay que hacer y casi nadie la tiene. Es fácil: tienes que comer menos y hacer más deporte. Pero el caso es que todos la envidian y pocos hay que la tengan.

La **educación financiera** no se enseña en los colegios. Los jóvenes adolecen de esta ignorancia. Y los adultos ya llegan tarde. Como mucho, los jóvenes conocen el ahorro en ladrillo y los depósitos. A los datos de la OCDE sobre educación financiera me remito.

Y otros que tienen el conocimiento básico y quieren ahorrar, lo van dejando por pereza y desidia. Prefiero un capricho ahora. Como el que quiere la cervecita y los sanos torreznos y luego quiere la tableta en la tripa. Al final acaba siendo la tableta, pero la de chocolate.

Como decían en Kung Fu Panda, el secreto es que no hay secreto. Tiempo e interés compuesto.

**Ahorra una cantidad fija cada mes. Inviértelo en una cartera diversificada que reinvierta los beneficios. Y paciencia,** mucha paciencia. Duerme con visión de década, no de días.

Es una verdadera revolución que puede empezar por una decisión tan simple como automatizada. Como septiembre es mes de propósitos, espero no llegar tarde y que estés a tiempo de hacer el único que seguro te hace millonario.

### **35. ¿Sigue siendo el sector salud una apuesta ganadora?**

Cuando un inversor se plantea la posibilidad de suscribir un fondo de esta temática suele hacerlo con la convicción de que la salud es un sector defensivo. No es erróneo, pero dentro del sector salud hay muchos subsectores.

Sabemos que la salud, en genérico, es un sector con una demanda bastante inelástica. Todos sabemos que, cuando vienen mal dadas, reducimos de consumo discrecional. A lo mejor retrasamos la compra de un coche, pero la medicación la seguimos consumiendo. Pero mucho cuidado, porque no todo en el sector es defensivo. Y más todavía, con las políticas arancelarias de Trump.

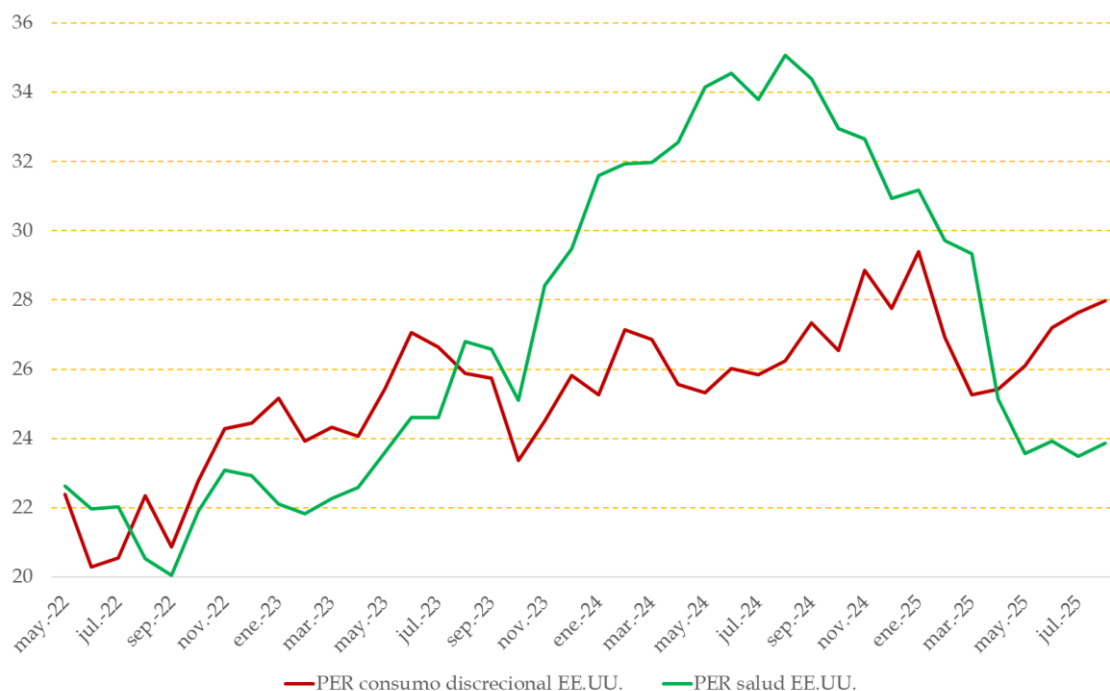
Y, con todo ello, sigo convencido de que el sector salud es —a medio y largo plazo— uno de los pilares clave y con mayor solidez en una cartera diversificada.

Como vientos de cara, creo que hay tres riesgos muy para tener en cuenta. Y los tres tienen que ver con motivos políticos, extrínsecos al propio sector. El primero de ellos, como todos sabemos, es el nombramiento de Robert F. Kennedy Jr. como secretario de Salud y Vinay Pasad al frente del CBER de la FDA. Conocemos su reticencia -por decirlo de un modo amable- a buena parte del sector. En segundo lugar, Trump ha propuesto reducir hasta en un 59% el precio de los medicamentos. Esta medida rompe una tradicional barrera entre la política y el sector. Siempre es mejor estar al margen de las decisiones políticas, que son cambiantes y restan estabilidad al sector, aunque en momentos puntuales puedan favorecerlo. Y, por supuesto, en tercer lugar, los aranceles. Por ejemplo, las farmacéuticas europeas se están viendo obligadas a invertir en suelo americano, ya que un 50% de sus beneficios viene del otro lado del Atlántico.

En términos de cotización, estos tres riesgos los ha puesto de manifiesto el mercado en forma de caídas o menores rentabilidades. La mayor presión sobre los márgenes es una realidad que no escapa a los inversores.

A pesar de estos contratiempos o un panorama menos alentador, sigo siendo fiel creyente de este sector. En primer lugar, quiero recordar que este sector tiene numerosos subsectores muy distintos entre ellos. Nada tiene que ver la farma tradicional o los equipos médicos y hospitalarios con las *biotechs* o la robótica y la *health tech*. El fondo que tenemos en cartera en Estrategias de Inversión se centra mucho más en parte equilibrada y defensiva tradicional, es decir, en grandes farmacéuticas y lo que se conoce como *medical devices*. Estos dos subsectores no tienen el potencial de crecimiento de los otros, pero no están tan expuestos a la enorme volatilidad, a la aprobación regulatoria, o a determinados ciclos bursátiles. Digamos que nos centramos en sectores que son el corazón del sector, más defensivos, más tradicionales, con ingresos muy recurrentes.

Y, en segundo lugar, las valoraciones están bastante atractivas. No solo por el potencial de revalorización, sino por los múltiplos a los que cotiza el sector, que están especialmente baratos.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

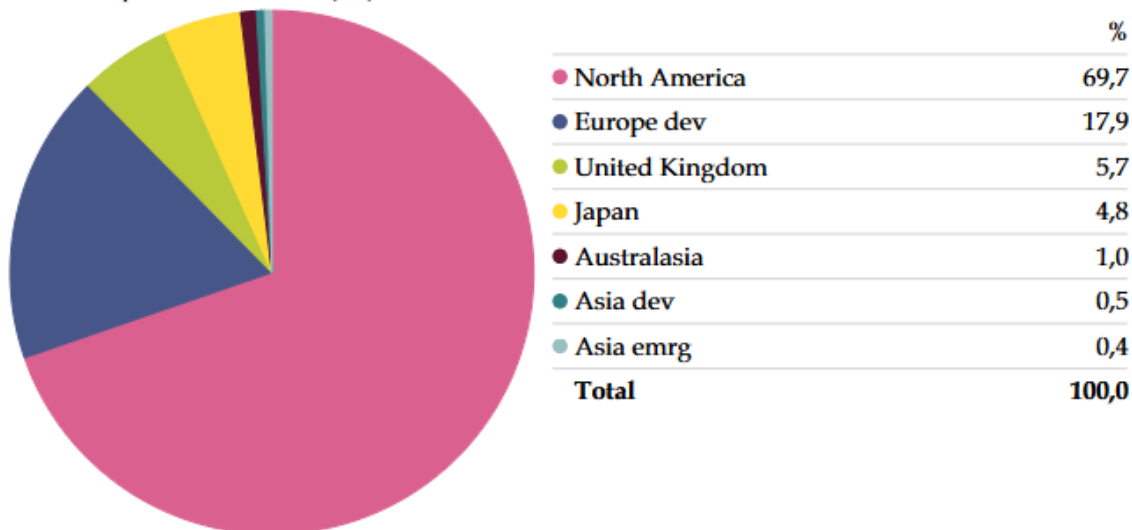
La fe en el sector (en esta parte del sector) no viene del desconocimiento de los riesgos, sino de una serie de razones que son inexorables.

1. Demografía y envejecimiento. Cada día, más de 10 mil personas superan los 65 años en EE.UU. Pero lo mismo o más acentuado sucede en Europa y no digamos ya en Japón. Más edad supone mayores gastos sanitarios, más tratamientos de enfermedades crónicas y mayor necesidad del sector farma.
2. Innovación. A pesar de ser un sector muy tradicional, las terapias o los tratamientos no paran de avanzar. Y a ritmos muy acelerados, por cierto. A pesar de la compresión de márgenes, el sector salud innova de forma continua. Cada día hay nuevos productos que mejoran nuestras vidas.
3. Demanda inelástica. Aunque ya lo hemos mencionado, nadie deja su tratamiento de cáncer porque el mercado bursátil esté cayendo.
4. Refugio. Aunque se ha visto que no es un sector inmune, históricamente ha sido una muy buena protección. Con las valoraciones de ganga actuales y ofreciendo una probabilidad de menores caídas, sigue siendo una de las mejores alternativas frente a sectores más cíclicos.

En la cartera de Estrategias de Inversión tenemos el fondo AB Intl Health Care (LU0251853072). El fondo lleva una rentabilidad negativa este año, mientras que el año pasado no brilló especialmente tampoco. No solo el fondo, sino el sector, en general.

### Exposición por región

Fecha de la posición en cartera: 31/07/2025



Fuente: Morningstar Direct

Hay que señalar que, buena parte del drenaje de la rentabilidad este año se debe a la depreciación del dólar frente al euro. Y eso, hay años que da y otros

que quita. Por ejemplo, si el año que viene el euro se deprecia frente al dólar, esa rentabilidad se suma gratis, igual que ahora la quita sin que sea un problema de que la inversión sea mala.

La rentabilidad del fondo anualizada a 5 años es ligeramente superior al 4%. Baja, pero no despreciable. Y en línea con el sector. El fondo se posiciona en la parte más defensiva y tradicional, por lo que considero que sigue siendo una buena alternativa defensiva en un sector con precios de terceras rebajas. Las compañías que tiene en cartera son líderes del sector: Eli Lilly, Johnson & Johnson, AbbVie, Roche, Novartis, o AstraZeneca, entre sus principales posiciones.

Y no quiero dejar de comentar que, tres de las compañías europeas en cartera están moviendo fichas muy bien para posicionarse en Estados Unidos con el nuevo entorno: Roche, Sanofi y Novartis.

Seguro que invertir en salud no es como hace una década. Ya no es un sector tan refugio dados los numerosos subsectores. Pero cada vez hay mayores vientos de cola a medio y largo plazo a su favor, como los 4 mencionados. ¿Conoces a alguien que gaste menos en salud hoy que ayer? Más bien al contrario. ¿Sabes cuáles son las tendencias demográficas? La necesidad del sector es indiscutible.

### **36. En defensa de la libertad financiera y la memoria de Charlie Kirk**

Vivimos tiempos convulsos. Extraños, cuando menos. Tiempos en los que defender tu libertad casi supone un ataque al prójimo o te convierten en sospechoso si no piensas igual que tu vecino. Tiempos en los que te miran con desdén por querer prosperar y construir un patrimonio.

No estoy hablando en abstracto. La relativización, o incluso la justificación del asesinato de Charlie Kirk me parecen tanto o más horribles que el mismo atentado. El crimen político es duro, pero justificar un atentado es una señal de podredumbre moral y una señal de alarma para los que creemos en la libertad.

Puedes estar a favor o en contra de las ideas de quien sea. Pero esto no da derecho al ejercicio de la violencia contra esas ideas, siempre que su defensa se base en el libre ejercicio del diálogo. Algo por lo que Charlie Kirk me merecía mucho respeto. Al margen de estar más o menos en desacuerdo con sus planteamientos.

Como inversor me asola el mismo miedo. Yuxtapuesta a la caída de la libertad de expresión va el desmoronamiento de la libertad financiera. Ojalá que no con la muerte. Pero existen otros tipos de violencia como la condena social o la fiscalización abusiva. Al amparo de la “justicia social” se cometen las mayores injusticias. Un despilfarrador y un inversor, después de 15 años tienen situaciones muy distintas. ¿Qué hace que el estado se arrogue la pretensión moral de justificar como bondadoso el quitar al que tiene para dar al que no tiene?

Justificar un robo en pro de la mal llamada “justicia social” es justificar el asesinato de Charlie Kirk. Insisto, independientemente de estar en sintonía o no con sus ideas. La violencia contra ideas acaba llegando más pronto que tarde al bolsillo. Tus inversiones van a poder ser parte del problema. Tú, como inversor, puedes pasar a ser parte del problema. El ahorro, ese pequeño acto de rebeldía individual, es la base de la acumulación de capital y de tu libertad financiera. De que tus hijos puedan ir a estudiar al extranjero. Y eso puede verse como pernicioso para la sociedad. Por tanto, hay que confiscarte esas inversiones.

Si no puedes expresarte sin miedo, no puedes invertir sin miedo. Y es bien curioso que una sociedad que se jacta en el abrazo de la diversidad justifique o no termine de condenar del todo un asesinato por expresar unas ideas. Si prefieres gastar tu sueldo, es maravillo: *carpe diem*, solo hay una vida... Pero como ahorres e inviertas y puedas vivir mejor -incluso de las rentas- eres un insolidario.

Querer ser libre parece ser casi un pecado, cuando es la esencia misma del ser humano.

Para mí, la libertad financiera es una forma de expresión. Que, por cierto, ya está bastante castigada y militada. Invertir es una forma de protegerte de la arbitrariedad política. Decides no depender del estado. Y eso, amigo mío, es casi un pecado. Molesta. Eres un hereje independiente que rinde pleitesía al don de la libertad.

Nunca pensé que tuviera que hablar de esto. El hecho de hacerlo ya es un mal síntoma. La defensa de tu patrimonio empieza incluso antes del ahorro. Comienza defendiendo tu derecho individual a pensar distinto, aunque moleste; a poder elegir un modo de vida sin ser castigado por ello, pues la inversión no solo no atenta contra la libertad de otras personas, sino que hace más productiva y rica a la sociedad.

Mucho cuidado con justificar un crimen en nombre de un bien subjetivo al que algunos llaman con prepotencia bien común, arrogándose el derecho divino de dictaminar lo que es bueno y malo. Hoy es un ideólogo conservador. Mañana un *influencer* financiero.

Normalizar la idea de que hay opiniones que se debaten a micrófono abierto que merecen o justifican el asesinato es perder la libertad; es abrir la puerta a saquear patrimonios ajenos por pensar distinto. No hay ahorro sin derecho de propiedad. No existe la inversión sana sin estabilidad jurídica. No hay libertad si la disidencia se acaba pagando con la sangre o, más sibilino, con impuestos injustos.



Quiero lanzar mi grito de libertad. No quiero que nadie me imponga cómo vivir, cómo ahorrar, o cómo invertir. En cambio, sí quiero a expertos que me den su opinión para que yo, en libertad, decida qué hacer y qué no.

Tú puedes no ahorrar ni invertir. Y trataré de convencerte de lo contrario, con argumentos. Pero no mereces mi desprecio. Lo respeto y daría mi vida por defender tu libertad para gastarte todo tu sueldo -aunque opine que no es buena idea. Por supuesto, esa libertad tuya va acompañada de responsabilidad. Es un binomio inseparable: libertad y responsabilidad. Pero exijo, no tanto que des tu vida por defender mi libertad, pero sí, por lo menos un respeto exquisito. Reivindico que nadie me coacciones, ni con pistolas, ni con una condena pública, ni con impuestos abusivos. Reclamo mi derecho a preferir la prudencia al despilfarro, mi libertad financiera al clientelismo y dependencia del estado, mi autonomía al subsidio.

Me gustaría un mundo en el que se pueda ser conservador o progresista; inversor o consumista. Donde no tengas que pedir perdón ni ser saqueado por querer ser rico. Donde, quien produce y acumula capital no sea sospechoso.

Este atentado es un aviso a quienes creemos en la libertad. Y son decisiones que se concretan en la vida real en cosas tan sencillas como elegir ahorrar un 20% de tu sueldo cada mes para invertir.

No hay libertad económica sin libertad de pensamiento. No hay seguridad patrimonial sin respeto a las diferencias que todos tenemos. Quien justifica o minimiza un asesinato, ¿crees que no justificará expropiarte mañana? Yo voy a defender mi libertad. Y mi libertad financiera.

### 37.El mercado está en máximos, por eso precisamente invierto en *Quality Dividend*

Soy prudente con la inversión. Más todavía cuando haces carteras con dinero que no es propio. Y más todavía cuando el perfil medio del inversor para quien construyes la cartera es moderado.

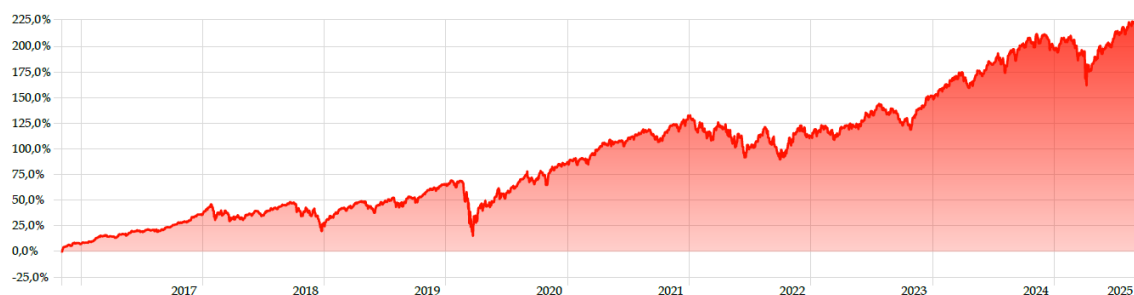
En algunas ocasiones veo buenas oportunidades en emergentes. Pero quizá no lo incluyo en la cartera. Lo mismo con otros activos que, siendo muy buenos, puedan hacer que un año malo drene la rentabilidad más de lo conveniente.

Y, por eso, en estos momentos, un activo que me gusta especialmente es el *quality dividend*. Los mercados bursátiles en máximos, pero el oro también. Hay una mezcla de buscar refugios y que la fiesta continúe. Muchos conflictos geopolíticos en ciernes. Incluso estancamiento económico, como el caso alemán, mientras el DAX es uno de los índices más rentables.

No tengo ni idea de qué va a pasar. Lo que sí puedo hacer es construir una cartera que se adecúe a este escenario. Y este tipo de activos de más calidad y de reparto de dividendos me parecen especialmente buenos.

La **calidad lo hace mejor en momentos de incertidumbre y de caída**. Sobre el dividendo sobra la explicación. Pero lo peculiar de este activo es que **no necesariamente sube menos cuando los mercados son alcistas**. Por eso, una exposición estructural en la cartera de compañías de calidad es importante para mí.

Ilustración 1. Fondo de quality dividend de la Cartera de Estrategias de Inversión



Fuente: Morningstar Direct

Ahora bien, que los mercados estén en máximos y haya mucha incertidumbre, ni de lejos hace que no invierta. Simplemente aplico un criterio extra de prudencia. **Si no invertimos cuando estamos en máximos, nos hubiésemos perdido los siguientes máximos.** Todavía recuerdo la recuperación de 2022 y la cantidad de personas que me decían que ya no entraban porque “iban tarde”. Pues se perdieron los 57 máximos de 2024 y los más de 20 que llevamos ahora....

El mercado sigue premiando las compañías sólidas, los balances sanos, la capacidad de hacer crecer el dividendo, la calidad. Y aquí es donde entra esta idea de inversión que tenemos en la cartera de Estrategias de Inversión de aunar la calidad y el dividendo.

Perdonadme el mal ejemplo, pero este tipo de activo es como decidir no bajarse del coche, simplemente, ponerse un buen cinturón de seguridad.

Cuando un árbol crece mucho, es importante que tenga las raíces bien plantadas. Compañías de calidad con dividendo creciente son garantía de ello. De hecho, los criterios de las empresas en las que invierte este fondo cotizado son: que tenga una **elevada rentabilidad sobre el capital, estimaciones positivas sobre el crecimiento de los beneficios, y un buen crecimiento del dividendo.** Es más sencillo decirlo como compañías que crecen más y reparten más, pero sin comprometer su estabilidad financiera.

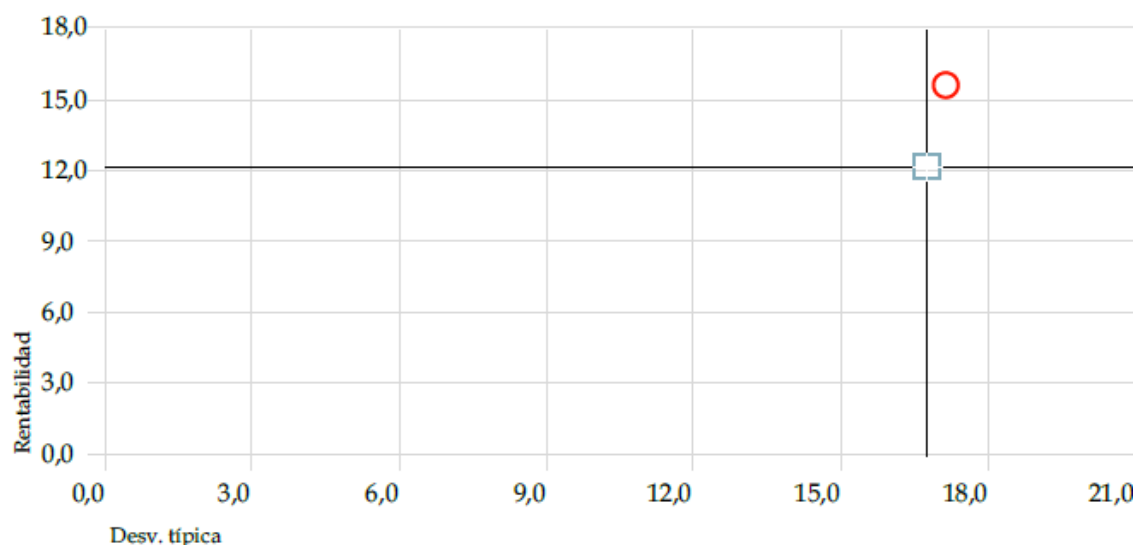
Son compañías que no están exentas de caer, claro. Pero su máximo *drawdown* suele ser menor e, incluso, suelen tener menos volatilidad.

El ETF **WisdomTree US Quality Dividend Growth** ha dado un **+14,27% anualizado** en los últimos 5 años. No está mal. Con unas 300 compañías en cartera y con una **volatilidad media inferior al conjunto de compañías que no son de calidad y de reparto de dividendo.** Al final, cuando caes menos, aunque luego puedas subir también menos, la rentabilidad final es mayor. Y no has perdido el sueño por las noches. Por ejemplo, **en 2022, cayó tan solo un 2,4% en euros. 2021 obtuvo un +33,2% y 2023 y 2024, +14,6% y 25,8%, respectivamente.**

## Riesgo-remuneración 3 años

Periodo de tiempo: 11/09/2022 a 10/09/2025

Índice de referencia de cálculo: Morningstar US High Div Yld NR USD



Fuente: Morningstar Direct

Incluso comparándolo con un índice de alto dividendo, vemos que el fondo cotizado **consigue más de 3 puntos extra de rentabilidad anualizada** con una volatilidad similar.

No todos los ETFs son iguales. Algunos replican índices pasivos sin filtrar calidad. Otros simplemente seleccionan por dividendo, aunque ese dividendo venga de empresas en declive. En cambio, **el WisdomTree US Quality Dividend Growth ETF aplica un filtro de calidad fundamental**, no solo por rentabilidad del dividendo, sino por su sostenibilidad.

Cuando vengán caídas, que vendrán, las **compañías de calidad con dividendos crecientes suelen ser las primeras en recuperarse**. En parte porque están menos endeudadas, y en parte porque los inversores tienden a refugiarse en ellas cuando el viento cambia.

No se trata de adivinar si el mercado subirá o bajará mañana. Se trata de construir una cartera que resista el paso del tiempo y de los ciclos. Y ahí, la combinación de *Quality* y *Dividend Growth* sigue siendo una de las apuestas más sensatas. No es solo momento de estar invertido. Es momento de estar bien invertido.

### 38. La paradoja del oro, por qué puede seguir disparándose mucho más

El oro no genera rentas, ni da cupones trimestrales, ni dividendos. El oro se ha movido tradicionalmente por los tipos de interés reales.

Aunque ya hemos escrito sobre el oro, nos siguen llegando consultas. Y quiero explicar por qué es un activo que puede seguir sumando rentabilidad.

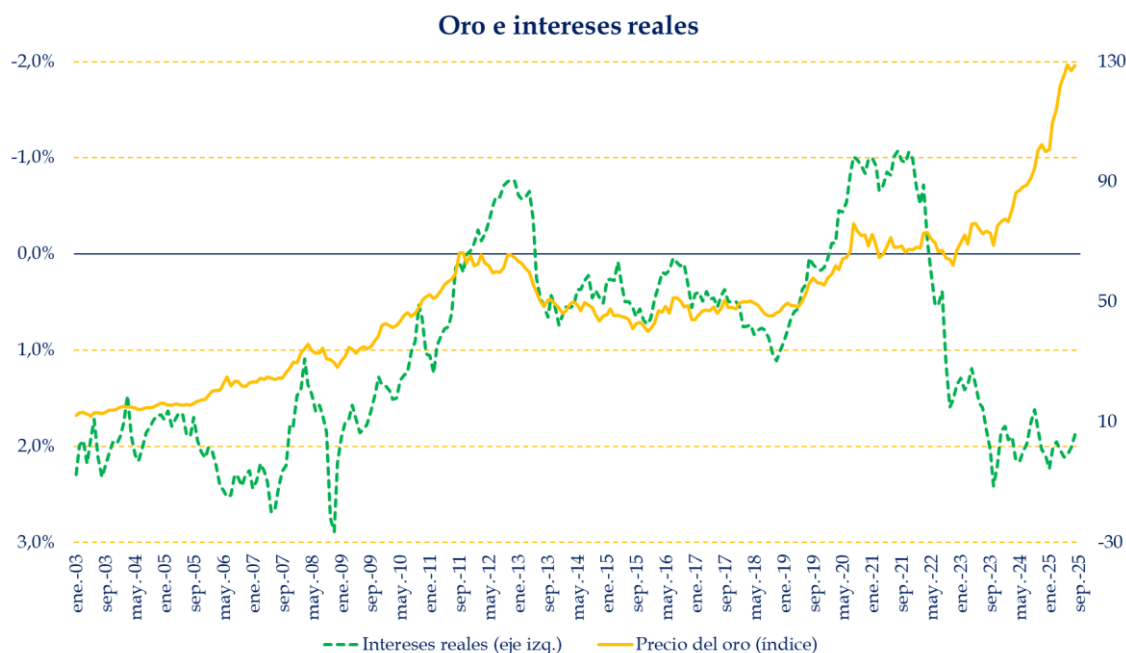
Ya no es solo por las **compras de oro por parte de los bancos centrales**, que también. Sino por la **enorme divergencia con los tipos de interés reales**. Para entenderlo, el tipo de interés real es el nominal descontando la inflación esperada. Y el oro tiene una correlación muy grande con esta variable.

Cuando los tipos de interés de los bancos centrales bajan, tal y como está sucediendo y, la inflación esperada parece que se mantiene más alta del objetivo, los **tipos de interés reales caen**. Luego, el oro debería subir. El coste de oportunidad de tener oro cae, porque si un bono da rentabilidades reales cercanas a cero o negativas, mejor tener un activo que sea depósito de valor (o de poder adquisitivo).

Imagina que un bono americano paga un 2,5%, mientras que la inflación esperada es del 3%. ¿Prefieres un papel que te quita poder adquisitivo o un activo físico que mantiene su valor?

Pues es lo que estamos viendo. Aunque los costes de financiación están subiendo (tipos de interés a largo plazo), los **bancos centrales están bajando los tipos** a corto plazo, mientras que **se espera que la inflación no modere más**. Esto es un viento de cola tremendo para el oro. Y resulta que, desde hace algún tiempo, esta correlación se había perdido. Como vuelva, y es probable que vuelva, **el oro podría subir muchísimo más** de lo que ya lo ha hecho. No digo que sea matemático, pero es bastante posible.

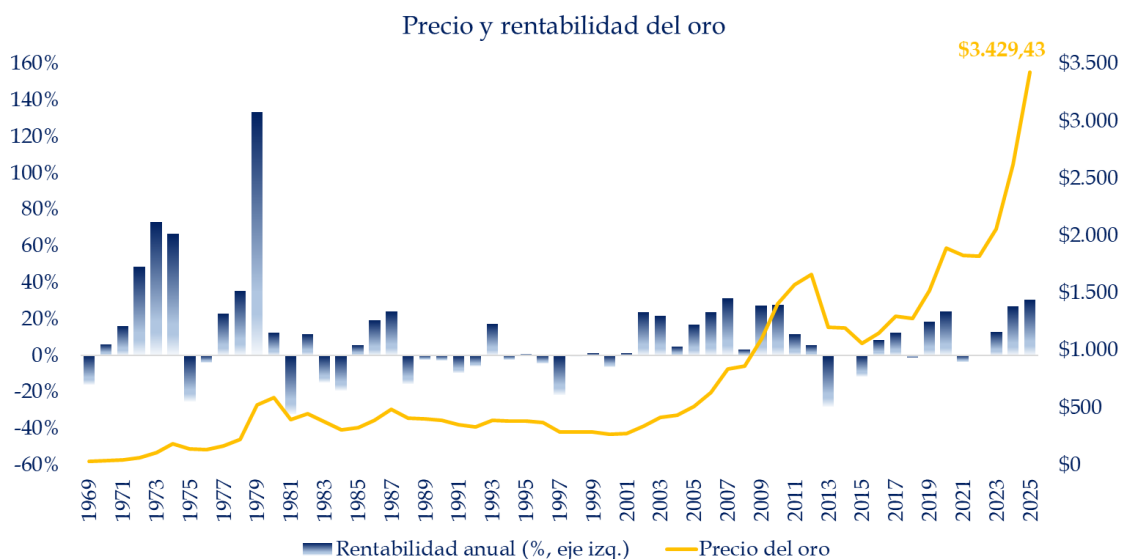
De hecho, si ves al gráfico, verás que esta correlación de la que hablo se perdió en 2022. Y como vuelva a recuperarla, el oro tiene mucho, mucho, mucho recorrido.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

Según el último informe del World Gold Council, **los bancos centrales compraron en 2024 más de 1.000 toneladas de oro**, en línea con los máximos de los últimos años. Aunque esto ya lo hemos señalado en algún artículo previo, quiero resaltar que, aunque Rusia ha ralentizado sus compras de oro, **Polonia y China siguen aumentándolas**.

Lo hacen porque, desde las sanciones a Rusia, congelando sus reservas de dólares y euros, buscan reducir su dependencia de estas divisas, especialmente el dólar. **El oro da independencia política**. También hay otros motivos, como la estabilidad, al ser el activo neutral por excelencia, o por protección frente a la inflación.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

Estamos viendo el **descrédito de la moneda fiat**. Por eso Turquía, India o China están comprando como si no hubiera un mañana. Cuando no sabes si el dólar se va a seguir debilitando y prefieres no depender de que te pongan sanciones, lo mejor es ser independiente. Y eso te lo da el oro.

El oro ya está caro si lo miramos en términos históricos, sí. Pero el oro no mide su valor con flujos de caja futuros, sino como reserva de valor. Y tenemos un mundo con una **deuda en máximos históricos y una M2 disparada**.

Los bancos centrales no son los youtubers de la inversión (con mis respetos para aquellos con buena formación financiera). Y si no paran de comprar, por algo es.

### 39. ¿Por qué mi fondo USA va plano si el S&P 500 sube un 14%?

No es que tu fondo vaya mal. Puede ir en negativo incluso, pero no es culpa del gestor del fondo. Si tienes un indexado al S&P 500, irás en negativo. ¿Cómo es posible si el S&P realmente lleva un +14%?

Puedes ir al mejor concierto, pero como estés con unos buenos tapones te lo pierdes. O puedes estar en un espectáculo impresionante, pero si estás detrás de una columna, no vas a ver nada. Esto es lo que puede suceder con el efecto divisa en las inversiones. Es como esa columna. A veces no hace nada, a veces cuando parece que todo se desmorona es quien sujeta la estructura. Y a veces es la que te tapa de ver el espectáculo.

Visto el ejemplo, vamos a la realidad. **¿Cómo es posible que llevando un +14% el S&P 500, tu fondo indexado esté en números rojos?** Es por el **tipo de cambio** euro-dólar, más conocido como **EUR/USD**.

**Un fondo** con subyacente en dólares (la mayoría que no son inversión en Europa) y comprado en euros (la mayoría para inversores europeos), **se ve alterado por el tipo de cambio**. Yo pongo euros, pero el gestor compra Microsoft en dólares. Ahí en medio hay un tipo de cambio que nos lo comemos. A veces para bien, otras para mal.

Si compras un fondo que replica el S&P 500 **sin cobertura de divisa** (*unhedged*), no solo estás invirtiendo en acciones americanas. También **estás apostando, sin saberlo, por la evolución del dólar frente al euro**.

En 2025, el S&P 500 ha subido más de un 14%... pero el dólar ha caído frente al euro un 14,5% %. El resultado es que, si eres un inversor europeo, esa **revalorización se ha visto neutralizada por completo** al convertir los beneficios de vuelta a euros.

La rentabilidad que ves en tu fondo no es solo lo que han hecho las acciones, sino también cómo ha evolucionado la moneda en la que están esas acciones.

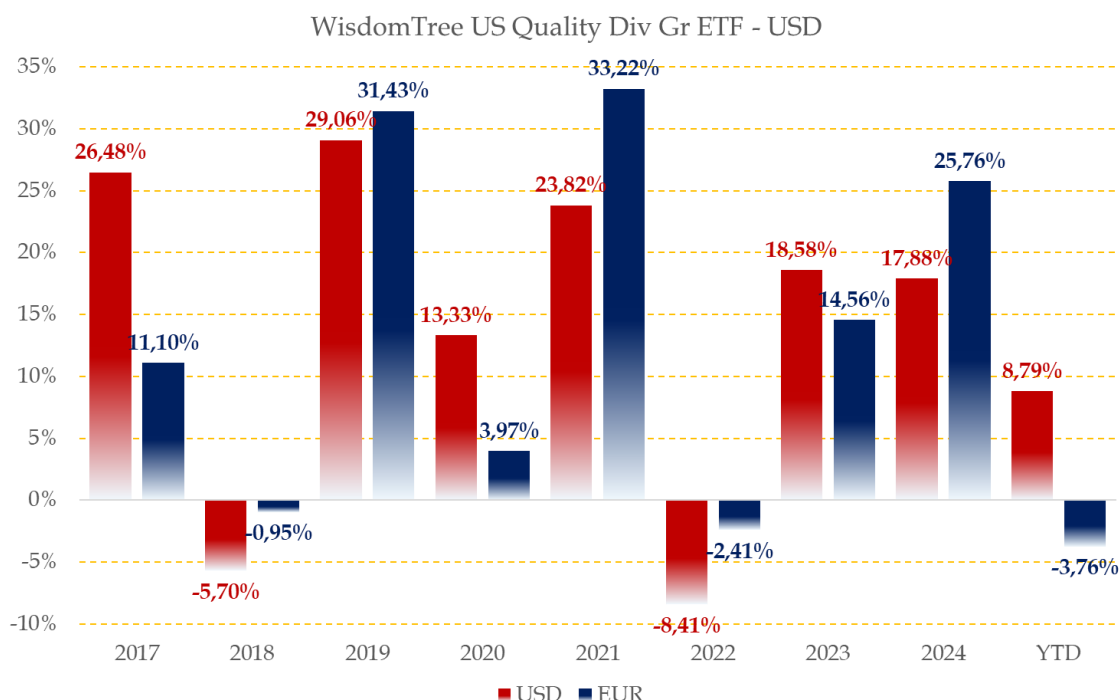


Ahora bien, varias cosas a este respecto. A largo plazo, el efecto de la divisa es casi nulo. Hay años que pierdes rentabilidad “por la cara” y hay años que ganas rentabilidad “gratis”. Pero, **en el largo plazo, el efecto divisa se diluye (ver gráfico 2).**

Aunque, siempre puedes *hedgear la divisa*. Algunos fondos ofrecen versiones con cobertura de divisa (*currency-hedged*). Es decir, contratan instrumentos financieros para neutralizar el efecto del tipo de cambio. Así, te garantizan que, si el dólar cae frente al euro, **tu rentabilidad no se ve perjudicada**.

Y antes de que pienses que esta es la solución, atento. **Hedgear cuesta dinero**. Esa cobertura se paga. Por ejemplo, para cubrir el USD frente al EUR, el coste anualizado puede rondar el 1,5-2,5%. Es decir, si el fondo sube un 10% en dólares, tú verás solo un 7-8% después de cubrir la divisa.

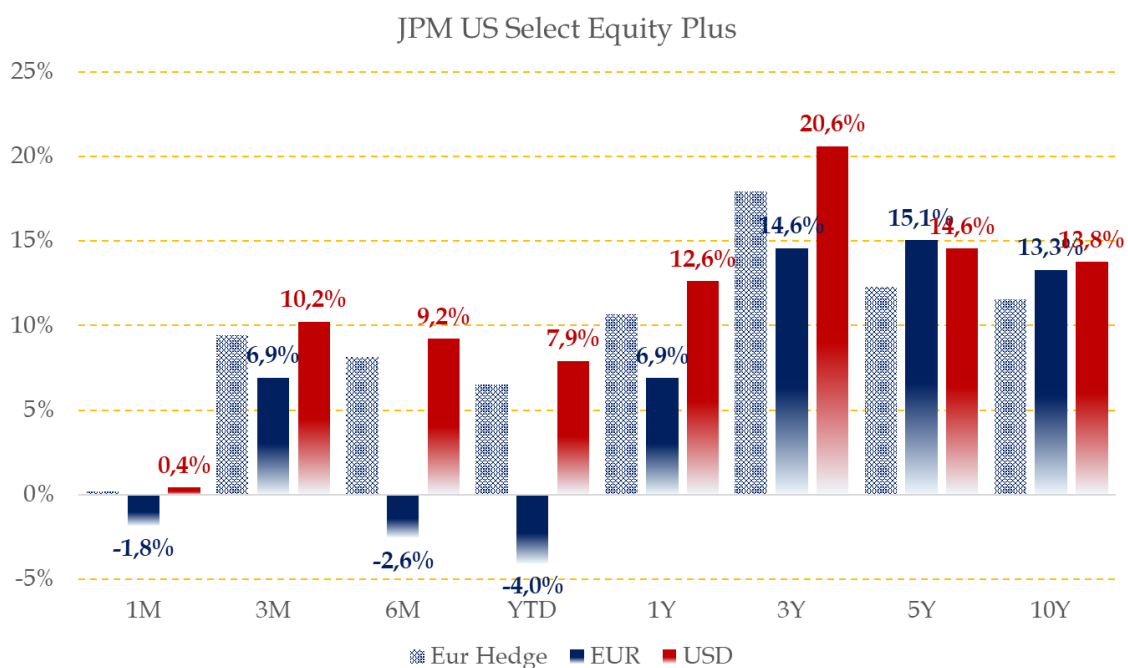
Además, hedgear te protege solo cuando el dólar cae. Pero si el dólar sube, pierdes ese beneficio extra. Y, a largo plazo, un 1,5% menos asegurado es mucho dinero.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

En este primer gráfico puedes ver que, cada año, un fondo en una u otra divisa cambia. **A veces lo hace mejor en euros, a veces en dólares.** ¿Qué es mejor? Salvo que tengas una visión clara de que el tipo de cambio se irá a 0,8 o a 1,5 euros por dólar, lo mejor es dejarse llevar. Como decía antes, habrá años en los que ganes por la cara y otros en los que te drene rentabilidad. Uno puede pensar que es una faena lo de este año, pero en 2024 se ganó una rentabilidad extra sin hacer nada, o en 2022, o en 2021...

Vale, cada año es distinto, pero ¿a medio y largo plazo?



Fuente: Carlos Arenas Laorga

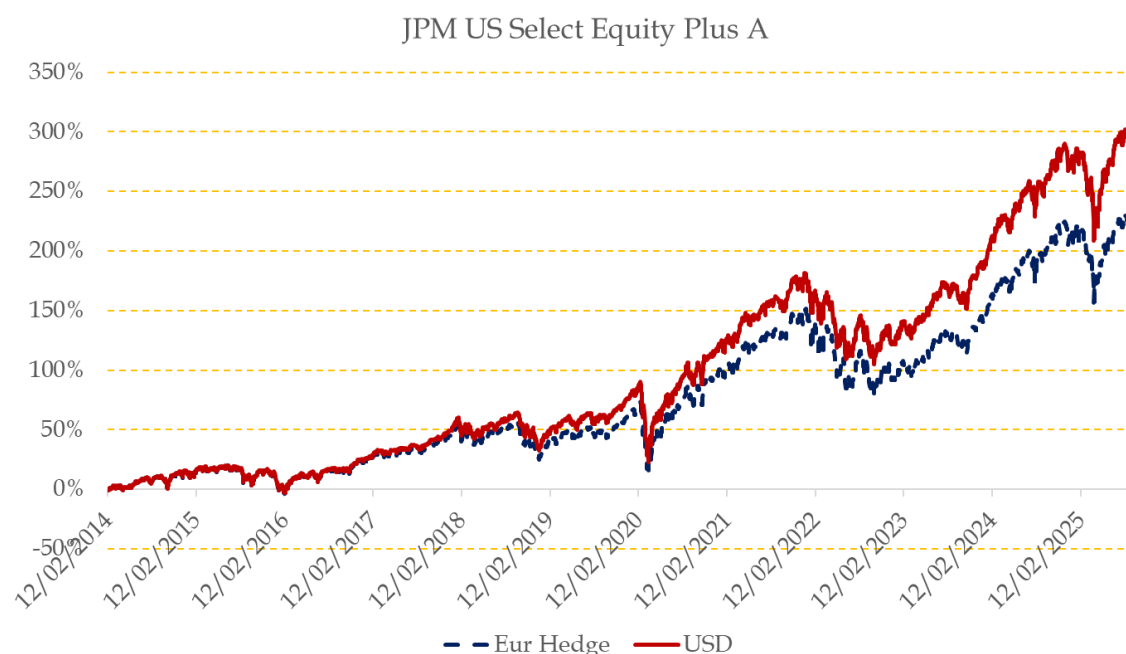
Aquí tienes el ejemplo de un fondo con subyacente en dólares comprado en euros, dólares y hedge. Como ves, **el hedge va a hacer siempre exactamente lo mismo que el fondo en dólares, con una rentabilidad 1,5-2,5 puntos menos.** Siempre. En cambio, si lo ves **en euros, los cambios son notables.** La **volatilidad** con respecto al subyacente **aumenta.** Pero habrás observado que, conforme **aumenta el plazo, esas diferencias se van haciendo más pequeñas,** hasta sutiles décimas en 10 años.

Vale, creo que ya está explicado. Y ahora te puedes preguntar qué haces. Te lo digo, pero te adelanto que la respuesta no es única. Depende del horizonte temporal, del perfil de riesgo, de tu visión de la divisa...

Lo ideal es que tu **inversión sea a largo plazo**, por lo que te debería **dar bastante igual la evolución del euro/dólar**, que tenderá a equilibrarse con el tiempo. En ese caso, muchos inversores preferimos no cubrir, asumiendo que unos años compensan a otros. Fíjate en las diferencias a 5 años y a 10. Casi imperceptibles.

Ahora bien, si quieres hacer una inversión más táctica en renta fija, la cobertura puede tener sentido. Especialmente si una de tus necesidades es reducir volatilidad.

Pero **hacer un hedge en un fondo de renta variable a largo plazo, solo te va a quitar rentabilidad**. De verdad. No sucumbas porque este año haya ido mal el tipo de cambio para tu inversión. Te recuerdo que, en una cartera global, la exposición al dólar suele ser más grande de lo que el inversor piensa: renta fija, emergentes, materias primas... no solo acciones americanas. Y el hedge, te drena más del 1% cada año...



Fuente: Carlos Arenas Laorga

El error de la rentabilidad de este año no está en la elección del fondo, sino en el tipo de cambio. No es culpa del gestor. Si ves que los índices van por un lado y tu fondo por otro, además de la gestión activa, mira el tipo de cambio. Puede que, sin saberlo, tu base inversora esté en otra divisa distinta del euro. Casi seguro, de hecho). Pero, a largo plazo, puedes estar bastante tranquilo.

#### **40.Quizá tú café te esté costando 425.000 euros y tú, sin saberlo**

Os voy a contar una historia real. Voy a cambiar los nombres, por deferencia al principal afectado, pero la historia es como sigue.

Ferrán tiene 30 años, vive en Madrid y trabaja como analista en una empresa que se dedica a comprar y vender compañías. No es un mal trabajo. Un poco exigente de horario, pero tampoco cobra una miseria. A Ferrán le encanta el café. Y hay una cafetería cerca de su trabajo a donde va siempre después de comer a por su favorito, un flat White espumoso, en vaso grande de cristal (el cartón ya no se lleva en esa cafetería tan elegante y moderna cuyo nombre prefiero no mentar). Cada día, después de comer, va religiosamente a por su café vespertino, repitiendo su ritual en ese lugar en donde el wifi va más rápido que el de su casa y gente moderna teclea en sus ordenadores. El precio del café es de 3,85 euros. Es el café “pijo” como lo llaman en su oficina. En realidad, tampoco es tan caro tal y como están las cosas y es su pequeño capricho.

Un día, mientras Ferrán removía su café “pijo” con su cucharilla de bambú, un amigo del trabajo le explicó una cosa que hizo que parase en seco el estudiado movimiento de muñeca. Ferrán, desde entonces, dejó su espumoso vespertino para saborear rentabilidades.

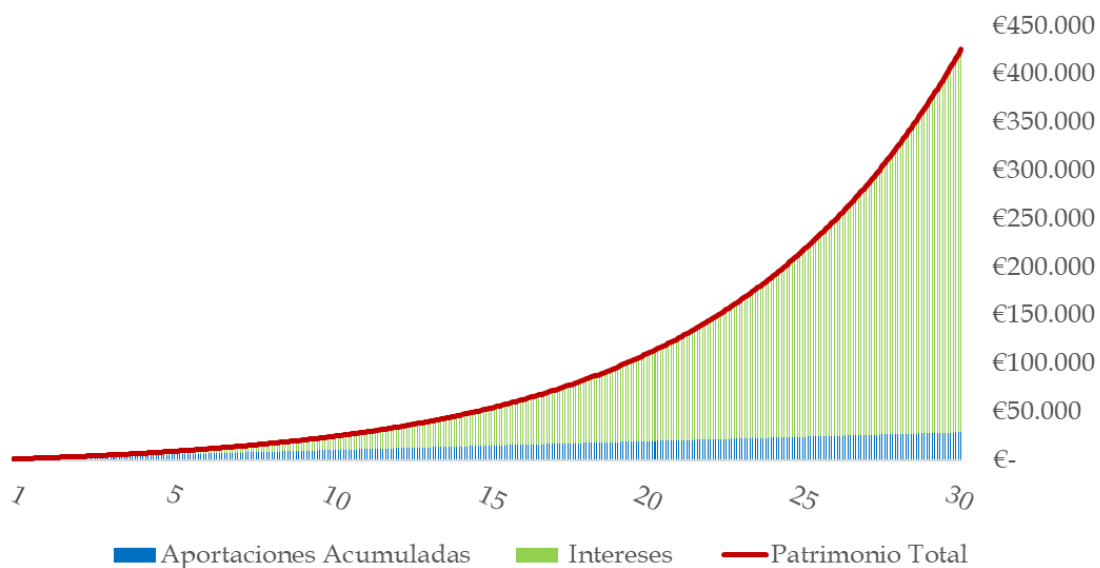
Ese día por la noche, Ferrán hizo los cálculos que su colega le había explicado y descubrió con sorpresa que no solo tenía razón, sino que se había quedado corto. Abrió su Excel y escribió en una celda “77 euros al mes”. Pensó que quería hacer dos cosas. La segunda era jubilarse a los 60 años. La primera, irse a Roma con su mujer. Y se lanzó a los cálculos.

Tenía 2 mil euros en la cuenta y quería comprarse un móvil nuevo. Con la historia que le había contado su amigo, decidió que no se gastaría todo en el nuevo teléfono y que se iría a uno de 700 euros. Que no está mal.

Miró la rentabilidad anualizada del S&P 500 los últimos 10 años y calculó qué pasaría si, con sus 1.300 euros, y su nuevo ahorro de 77 euros al mes, se invirtiese en el S&P 500. Ya le había dicho su amigo que rentabilidades pasadas

no aseguran rentabilidades futuras, pero 10 años le pareció muestra suficiente como para ver qué sucedería. Y cuando vio el resultado, decidió dejar de beber el café para empezar a capitalizarlo.

Con 30 años de trabajo que le quedan hasta la jubilación, y su ahorro previo de 1.300 euros, haría unas aportaciones totales de 29.020 €. Y obtendría un resultado final de 425.775,99 €. Es decir, habría obtenido un rendimiento de 396.755,99 €.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

Con ese dinero, se podría jubilar a los 60 años. Y no solo eso, podría irse de viaje con su mujer a Roma. Un simple café diario...

Desde entonces, Ferrán ha pasado de coffe lover a latte financiero.

A Ferrán, como a muchos, le costó entender que lo importante no es lo que ahorras hoy, sino lo que dejas de ganar mañana si no lo inviertes. Esa constancia te da una libertad financiera que crece como una bola de nieve.

Ferrán empezó a hacerse el café de por la tarde en la oficina. 1,25 € se gasta al mes ahora mismo. Se dio cuenta de que su café no costaba 3,85 €, sino más de 425 mil euros. Y ahora se ríe de su antiguo yo.

A mí me encanta el café. Pero el coffee culture no es incompatible con esa pequeña decisión que tiene un impacto enorme.

Ahora, han pasado apenas dos años desde que Ferrán tomó esa decisión. Han sido dos buenos años y Ferrán ya está convencido de que lo seguirá haciendo. Es como hacer ejercicio. Cuando uno le pilla el truco, es un reto que casi engancha, te hace sentir mejor y ya no necesitas a nadie para convencerte de lo que ya has experimentado. No es el café, es el hábito.

A Ferrán le sigue gustando el café de autor, pero prefiere ser el autor de su vida. Lo cual no quita para que alguna vez se dé el capricho.

No es cuestión de suerte. Es tiempo e interés compuesto. Y, por supuesto, invertir con cabeza. Ya os contaré dentro de unos años, pero me la juego a que esta historia tiene un final feliz.

## 41. Entendiendo los tipos de interés

Muchas veces escuchamos en las noticias cosas como que el BCE ha decidido mantener, bajar, o subir los tipos de interés. Pero ¿qué es realmente esto? Y, ¿por qué se habla del tipo depo, o repo? ¿Es lo mismo?

Las consecuencias de estas decisiones **afectan al bolsillo** en forma de pagos de **hipoteca**, de remuneración del **depósito** de la cuenta del banco, o la facilidad que te va a poner un banco para concederte un crédito.

El primer lugar, está **el rey de los tipos**. El que de verdad salía en las noticias cuando se habla de que el BCE hace algo con los tipos de interés. Es el conocido como **tipo de Operaciones Principales de Financiación o MRO**. Es el tipo de interés al que la banca comercial pide prestado al BCE (por cierto, a una semana). También se le conoce como **tipo repo** (por operación de recompra). Es el **tipo de interés más importante (al menos hasta 2014, ahora se suele coger el depo)**, porque marca la base de financiación del sistema financiero. Si los tipos suben, pedir dinero al banco central es más caro, pero a ti te suben más los préstamos. Los márgenes de la banca se amplían. Pedir dinero al banco te sale más caro, vamos. Y si bajan los tipos, lo contrario. Aunque, ojo, si los suben muy rápido, las pérdidas de activo por la cartera de renta fija de algunos bancos poco capitalizados pueden hacer que lleguen a quebrar... Pero esa es otra historia que ya contamos en su día.

El BCE **pretende controlar variables como la inflación y el crecimiento económico**, de manera principal, aunque afecta a otras, como el **nivel de empleo**. **Si se quiere calentar la economía, se bajan los tipos**. Así, aumentan los créditos, se piden más hipotecas, se aumentan líneas de negocio, se contrata a más gente, se consume más. Pero cuidado, es más fácil endeudarse y, además, la inflación se puede descontrolar. Por el contrario, si los subes, ocurre lo opuesto: se enfría la economía.

Luego tenemos la **Facilidad Marginal de Crédito**. Es el tipo de interés que cobra el BCE a la banca para la liquidez que necesitan de un día si no consiguen otro banco que les preste. Es como la **ventanilla de urgencia**, o el súper abierto

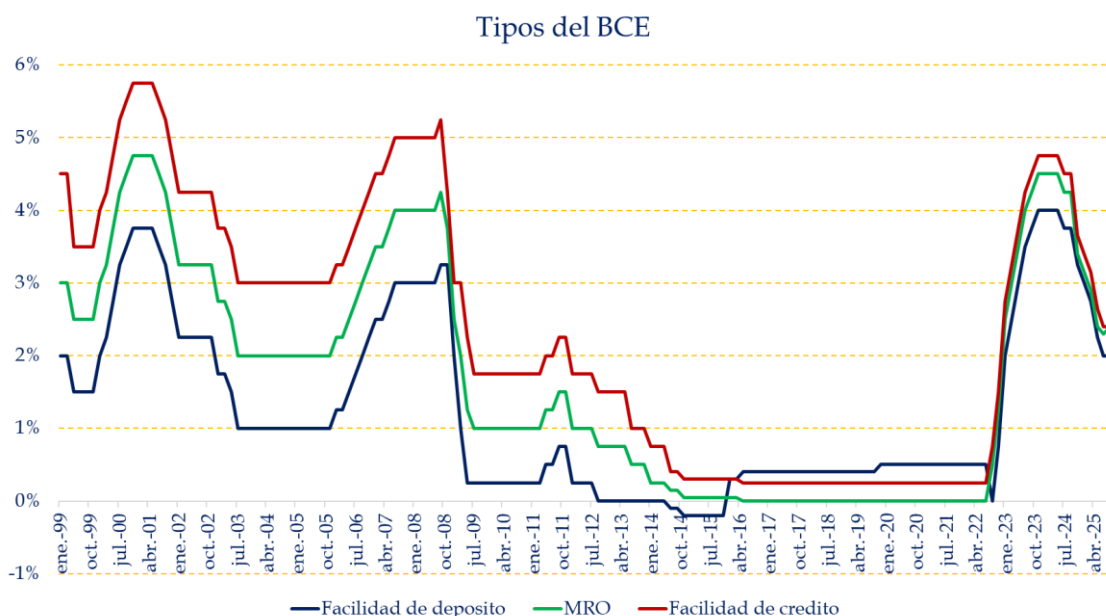


a las 2 de la madrugada cuando uno quiere comprar el pan. Obviamente, este tipo suele ser algo más elevado, porque no se trata de vivir de emergencias todo el día. Y quien compra a las 2 de la madrugada, paga el sobre precio. Personalmente, es el que menos me importa (entiéndase).

Por último, y algo más conocido, tenemos el **tipo de la Facilidad de Depósito, o tipos depo**, que son el suelo de los tipos interbancarios. Desde 2014, es el tipo de interés que sale en las noticias. Cuando dicen que el BCE ha subido o bajado los tipos nos referimos a este. Es el tipo de interés que **el banco central paga a la banca por dejar su exceso de liquidez en depósitos a un día**.

Parece complicado, pero no lo es tanto. El dinero que le sobre a la banca y deja al banco central por la noche se paga con este tipo de interés.

**Se utiliza, por tanto, según el BCE quiere que la banca dé más dinero a hogares y empresas. Si ese tipo está alto, la banca no dará dinero a la gente.** Porque si el BCE se lo remunera bien, a un día y sin riesgo, ¿para qué lo va a prestar a familias o empresas con mayor riesgo? Como veis en la gráfica, durante años ha llegado a ser negativo. Esto quiere decir que el BCE no quería, ni por asomo, que la banca le diera su dinero a él, sino que lo pusieran a circular en la economía. Y si no lo hacían, el BCE les cobraba. Es la línea azul.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

Cuando suben los tipos, suelen hacerlo los 3. Es decir, no me pidas dinero, y no dejes tampoco mucho dinero a familias y empresas. Enfriemos la economía para controlar la inflación. Ahora que se estanca el crecimiento y la inflación está más controlada, los bajamos. Da más dinero, yo (banco central) no te remunerero tanto...

Como es lógico, los 3 los suelen mover a la par. A veces uno un poco más o un poco menos, pero muy unidos.

Atención que viene una cosa importante. **MUY IMPORTANTE**. Los tipos de interés **se deciden en Frankfurt por un agente central llamado Banco Central Europeo**. Es como aquellos organismos de la URSS de planificación central. Nos parece normal porque estamos acostumbrados, pero no lo es en absoluto. El precio más importante de la economía y de los mercados financieros, lo impone un organismo de planificación centralizada, llámase Banco (central) de Japón, BC(entral)E, Fed, o Banco (central) de Inglaterra. Por si luego dicen que el mercado es quien hace que vengan las crisis o que el mercado es libre.

Imagina que el precio de las patatas lo empiezan a regular por decreto. Te parecería una aberración, probablemente. Pues esto sucede, no con las patatas, que ya sería malo, sino con el precio más importante de toda la economía.

Este grupo de burócratas (en el caso europeo) es el Consejo de Gobierno del BCE, que se reúne cada seis semanas para evaluar la situación económica. Estudian variables como la inflación, desempleo, PIB, etc., para decidir.

Ahora parece que la Fed ha decidido con unos datos que no eran del todo fiables y por eso se ha vuelto a reabrir el debate sobre si un organismo central debe controlar una cuestión tan importante. De una decisión arbitraria (más o menos estudiada, pero arbitraria) de un grupo de personas dependen trillones de euros o dólares, puestos de trabajo, ese famoso objetivo del 2% de inflación (que ya vimos lo ridículo del asunto en otro artículo), inversiones de empresas, etc.

Y, por supuesto, te afecta al bolsillo, como comenzaba el artículo: **hipotecas** variables (el Euribor está directamente relacionado con el tipo depo), pedir una nueva hipoteca más barata o cara, la remuneración de tu **depósito** del banco, el impulso (o no) a los **mercados financieros** (tus inversiones), al mercado de **bonos**, los **préstamos** personales, los **créditos** empresariales, el **coste de financiación de países enteros...** ¿No es suficientemente importante como para dejarlo en manos de unos pocos, aunque fuesen muy buenos? No lo sé, pero ahí dejo la pregunta.

Estos tres tipos de interés **no son elementos aislados**, claro, van muy al unísono. A veces un poco arriba o abajo, pero todos en consonancia. Recuerda que los que salen en la tele ahora son los tipos depo, pero no olvides que existen los otros, especialmente el MRO, por la información que nos puede dar.

Cuanto más y mejor entiendas el funcionamiento de los tipos de interés y más te familiarices con ellos, **más fácil te resultará entender algunas cosas de la inversión. Por qué suben o no ciertas compañías** o regiones en función de los tipos, por ejemplo. Por qué los bancos centrales pueden decidir bajarlos o subirlos y cuándo es bueno o no tan bueno para los mercados o determinados sectores. Y un largo etcétera que crecerá a medida que lo manejes más. Es más, hasta la **valoración de una compañía depende de los tipos** a los que descuentas los flujos futuros, y esos tipos van referenciados a... ¡Bingo! Los tipos de interés que marcan los bancos centrales.

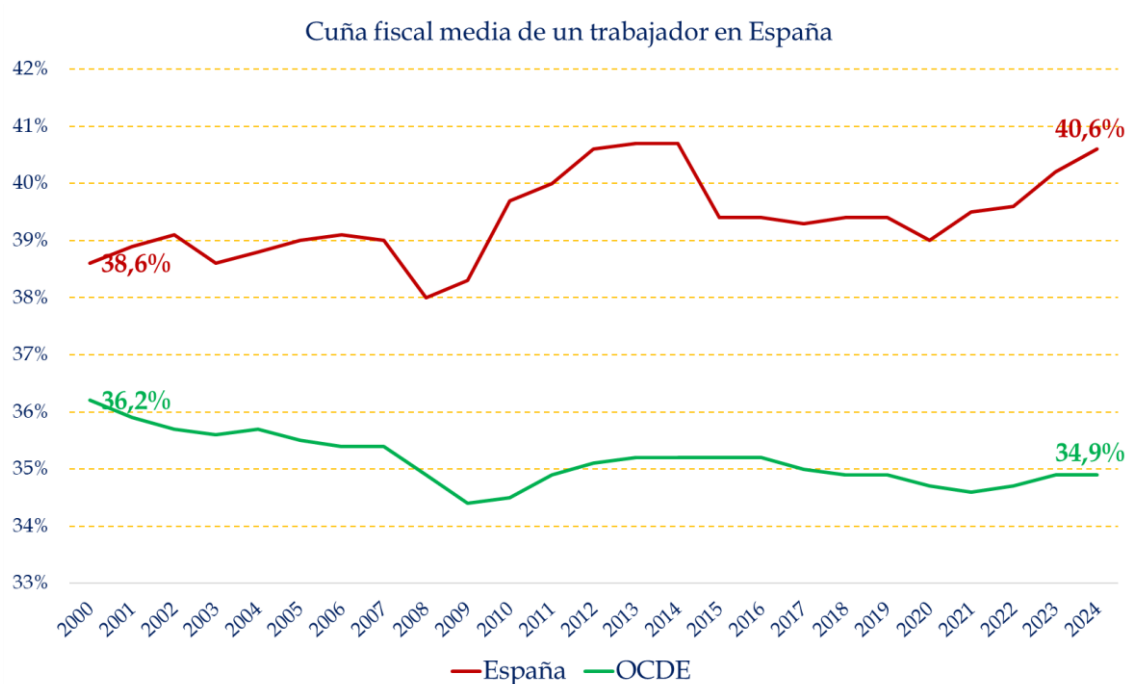
Quizá sea un artículo un poco aburrido, pero espero que te haya picado la curiosidad de saber más, por lo menos. Porque si aprendes sobre los tipos puedes dominar cómo hacer una mejor hipoteca, cómo y dónde invertir, ser un crack de la renta fija, o, por lo menos, no cambiar de canal cuando escuches que los tipos de interés van a subir o bajar.

## 42.¿Cuánto pagamos (realmente) en impuestos sobre el sueldo en España?

Llega la nómina. La miras y ves lo que ganas. Es comprensible, pero realmente no es lo que ganas. Es solo una parte del iceberg, porque bajo la superficie hay una buena parte que es absorbida.

Vamos a empezar por el ejemplo concreto. Imagina que cobras algo similar al salario medio en España. Tu empresa paga **2.530,6 €**. Pero eso no significa que tú veas esa cifra cuando te llega la nómina. El **36% de ese sueldo se va en cotizaciones**. Así, se te queda un sueldo bruto de 2.000 €. Sin pestañear. Y luego, hay que aplicar la seguridad social a cargo del trabajador (ese 36% se divide en 30%+6,35%). Ya nos vamos a 1.870,6 €. Estamos hablando de **9.200 € anuales solo en concepto de cotizaciones sociales**. Y para un sueldo medio, no para un súper rico.

Pero aquí no acaba todo, porque también hay que aplicarle las retenciones por IRPF. Cuando le aplicamos el IRPF mensual, ya **nos vamos a una nómina neta de unos 1.550 €**. Es decir, **unos 1.000 € menos de lo que paga la empresa por nosotros** (coste laboral).

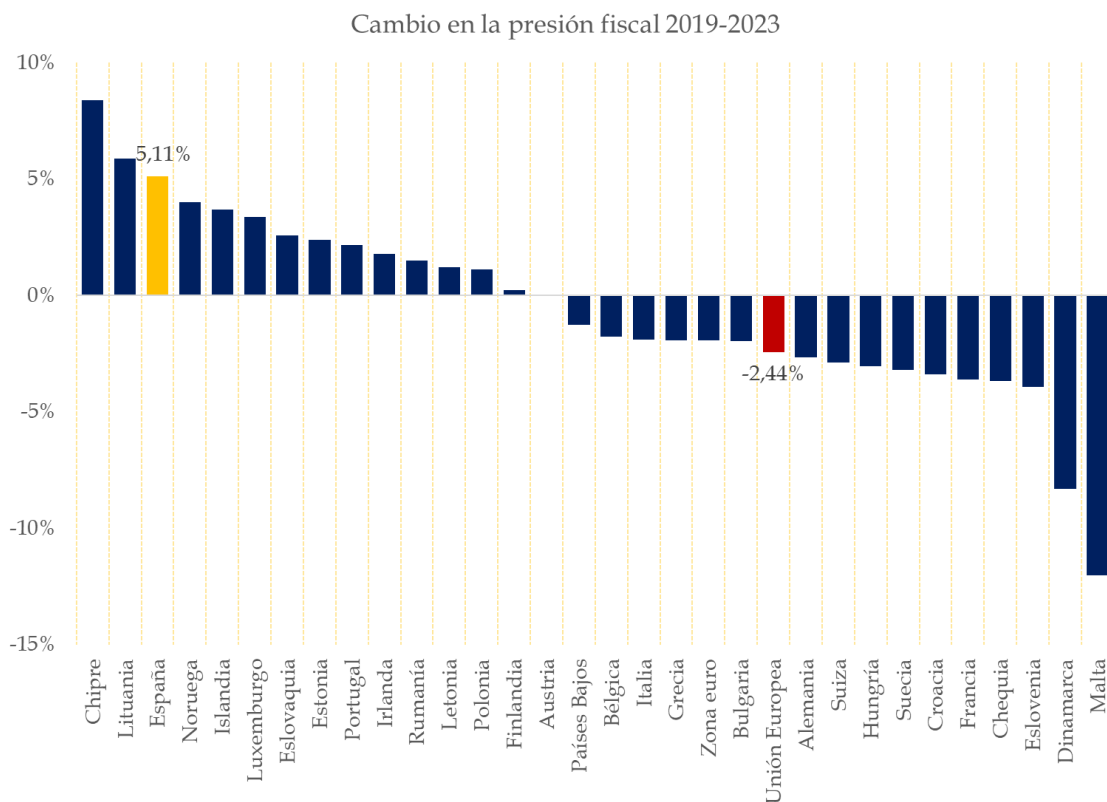


Fuente: Carlos Arenas Laorga

Ya tienes tu salario de **1.550 €**. Y ahora resulta que te aplican un IVA medio de más del 15% cuando compras... Y no me meto con IBI, tasas, y otros impuestos. Solo con las cotizaciones sociales y los dos impuestos más conocidos, te quitan más del 51% de tu sueldo. Pero el título del artículo no mencionaba el IVA así que, por ser coherentes, solo en impuestos directos, pagas entre el 45-55% en impuestos directos. Aquí depende de la comunidad porque, como sabes, hay tramos autonómicos.

Te puede parecer bien o mal. No lo sé. Pero lo que me llama la atención de esto es el **enorme desconocimiento que existe**. Muy pocas personas saben que la mitad de su sueldo se diluye en impuestos (cotizaciones incluidas) que ni siquiera llegan a ver.

Este sistema que oculta lo que pagas no es casualidad. Algunos economistas han utilizado la fábula de la rana hervida para explicarlo. Si metes a la rana en la olla hirviendo, salta. Pero si la vas calentado poco a poco, acaba muriendo sin darse cuenta. Y esto sigue en aumento...



Fuente: Carlos Arenas Laorga

Quiero recordaros que el **IRPF nació hace bien poco, en 1932**, con el nombre de Impuesto General sobre la Renta de la República. Y que nació con un tipo del 1% y con **carácter provisional**. Provisional... cuidado con esa palabra cuando se hace con un impuesto. Hoy en día tenemos **tipos marginales máximos del 54%** (sin contar cotizaciones). Somos la rana hervida. Con razón ha habido economistas que han utilizado esa fábula.

Suele decirse que esto de los impuestos es para los ricos. Pero no nos engañemos, no hay tantos ricos. Al final es la **clase media quien suele soportar la mayor parte del peso**. Y, como bien decía la ministra de Hacienda, el salario mínimo es clase media.

Como es lógico, **la recaudación de impuestos se intenta camuflar** con estructuras opacas, complejas capas de cotizaciones y retenciones, o con elementos que incluso ni ves. Luego se añade al famoso “educación y sanidad gratuitas”. Es una batalla que los liberales han perdido. Gratuito no hay nada. Los médicos cobran un sueldo, y los hospitales no se pagan solos. Gratuito quiere decir que lo pagamos de forma indirecta.

Y yo escribo sobre esto no para denunciar la extraordinaria carga fiscal. Sino para reclamar, por lo menos, **transparencia**. Cada euro público gastado viene de lo que le han quitado al ciudadano (de ahora o a tus hijos y nietos con deuda). Es un euro que tú no vas a gastar porque lo gasta el estado por ti. Y con una población envejecida, una Seguridad Social tensionada y una deuda pública que supera el 100% del PIB, las promesas de bienestar futuro se empiezan a parecer más a una hipoteca sobre nuestros hijos que a una garantía sostenible.

Si con las cotizaciones actuales apenas se sostiene el sistema de pensiones presente, ¿qué pasará cuando se jubilen los nacidos entre los años 1960 y 1980? Esa generación baby boom es mucho más numerosa que la actual fuerza laboral.

La respuesta política ha sido sencilla (y preocupante): subir impuestos. Y si el pasado es un buen predictor, todo apunta a que esa será la vía preferida, antes que reformar en serio el sistema.

**La educación financiera empieza por entender esta realidad.** No para rechazar todo gasto público, sino para **exigir eficiencia, transparencia y, sobre todo, responsabilidad** a quienes gestionan lo que es, en última instancia, nuestro esfuerzo convertido en euros.

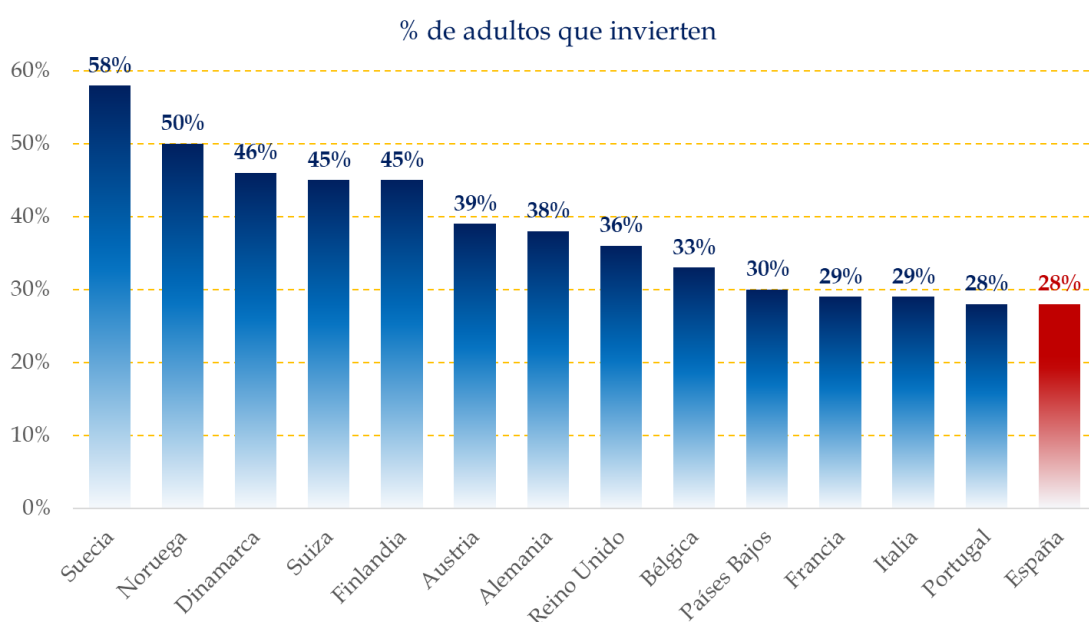
### 43. Datos que revelan la falta de educación financiera, parte 1

Releyendo un informe de BlackRock sobre la inversión en España, no dejo de sorprenderme ante la incapacidad de la sociedad por conocer los enormes beneficios de la inversión en la vida de cada uno.

Que la inversión es una cosa estupenda si se hace bien no es lo que piensa la mayor parte de la población española. Unos por miedo, otros porque no saben cómo ahorrar, otros por ignorancia sobre lo que realmente se genera con el interés compuesto. En fin, cada cual con sus cosas, pero el resultado es que **somos una sociedad en la que no hay educación financiera**. Y eso hay que solucionarlo.

No es una tarea sencilla. Ni mucho menos. Pero es una ardua empresa por la que muchos luchamos denodadamente cada día. Y no cejaremos en el intento, ya lo aviso.

De este informe que mencionaba, he rescatado algunos datos que he puesto en gráficos para que los podáis ver. Son cosas que me han llamado la atención y me preocupan especialmente. Animo a **todo el que lea este artículo a que comparta con sus conocidos sus conocimientos de inversión**. Lo básico, pero hay que extender lo bueno.

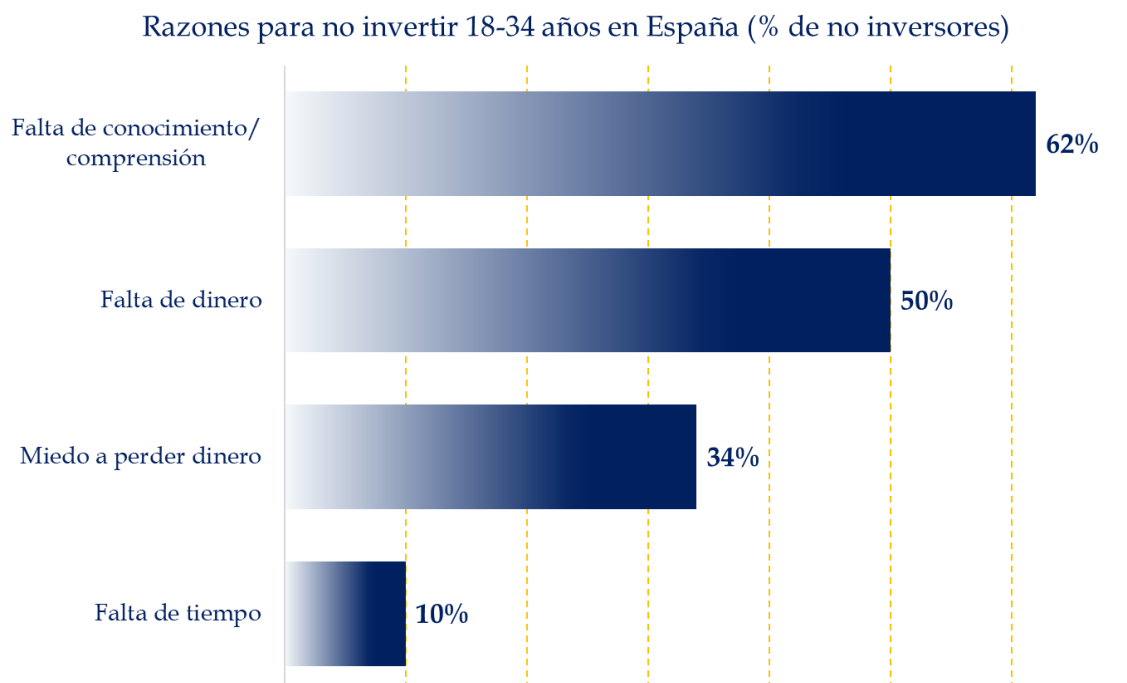




Fuente: Carlos Arenas Laorga, con datos del informe de BlackRock, "Las tendencias que marcan la inversión en España"

Lo primero en lo que me quería fijar es en el **bajo porcentaje de personas adultas que invierten en España. Somo los últimos** junto con Portugal. Los últimos... Esto tiene una gran ventaja, por otro lado. Y es que tenemos una clara oportunidad de crecer de forma muy considerable. **¿Cómo es posible que solo inviertan un 28% de los adultos en nuestro país?** ¿Acaso no conocen que el interés compuesto hace rico a un sueldo medio, que hace millonario a un modesto salario si lo capitaliza hasta su jubilación?

Pues efectivamente. A la luz de los datos que arroja el informe, este es **el principal problema, la falta de educación**. El desconocimiento. La ignorancia. Y además, el porcentaje es muy elevado.



Fuente: Carlos Arenas Laorga, con datos del informe de BlackRock, "Las tendencias que marcan la inversión en España"

Luego tenemos otro gran elefante, la **falta de dinero**. Es verdad, los sueldos son bajos, la vivienda es cara. Pero, **en el fondo, es problema de falta de conocimiento**, porque no saben cómo ahorrar. Hemos hablado muchas veces [sobre esto](#). Pero hay que recordar una y otra vez que el ahorro no es lo que me

sobra al final de mes, que suele ser cero. Sino lo que retiro según ingreso dinero. Y con eso, ya hago mi presupuesto.

El tercer punto de no invertir ya es más pequeño, pero sigue siendo relevante. **El miedo a perder dinero es, una vez más, vuelta al primer punto de la falta de conocimiento.** ¿Sabes que en el pasado, **el peor inversor del mundo, a 30 años hizo un +8% en el S&P 500?** Repito, el peor. Sí, el que compró cuando más caro estaba y vendió en el momento de crisis. Pues en periodos de 30 años, lo peor ha sido un +8%. **A largo plazo es muy difícil perder.**

Luego hay un último punto. Es mucho menor este porcentaje, pero es de dos dígitos, así que no le doy importancia menor. Se trata de **la falta de tiempo.** ¿Acaso no conocen que las inversiones se pueden delegar? ¿Es posible que no sepan que pueden **sistematizar una inversión periódica mensual y olvidarse?** **Otra vez volvemos a lo mismo: falta de educación financiera.**

**El PROBLEMA con mayúscula del sector financiero.**

Ayúdanos a darle la vuelta a esto como si se tratara de un calcetín. Hagamos de España un lugar de personas con salud financiera extendiendo la educación hasta el último pueblo y la última persona de nuestro país.

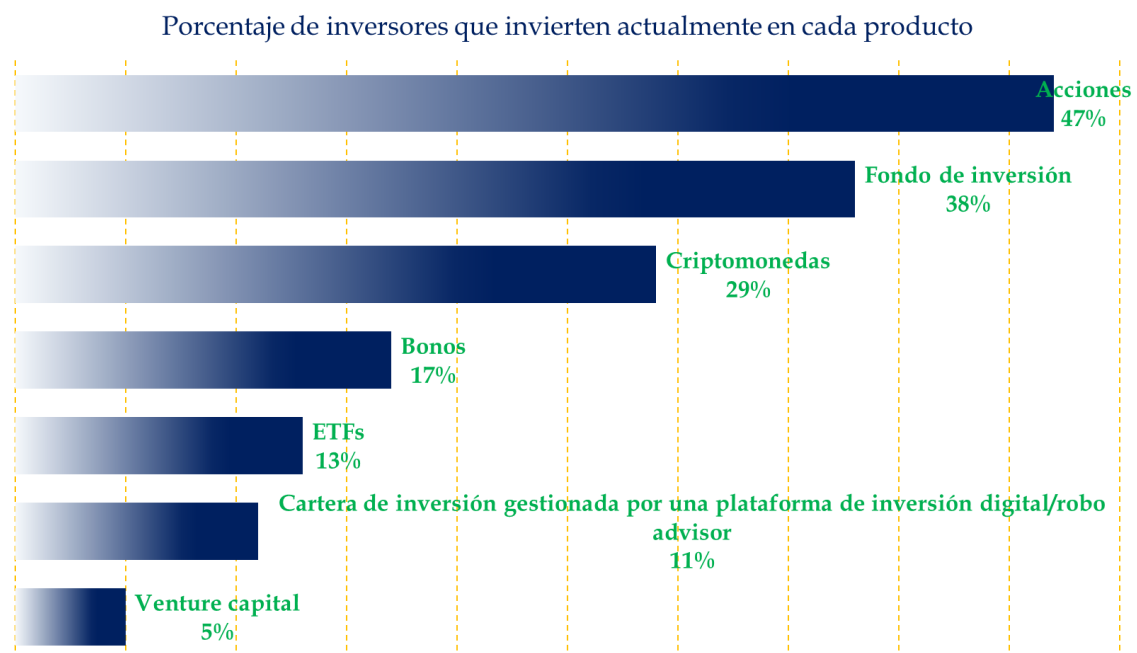
## 44. Datos que revelan la falta de educación financiera, parte 2

La falta de conocimiento sobre el mundo financiero es un gran problema en España. No es cualquier problema, hablamos de riqueza de familias, de libertad financiera de hogares y personas.

Ya expusimos en un reciente artículo los principales problemas de España, en donde queda patente que la falta de educación financiera es el gran problema por que lideramos la cola en inversión en Europa. Pero esta falta de conocimiento tiene unos problemas añadidos. No es que solamente se invierta poco, sino que se suele invertir mal. Y ya no hablamos de entrar en el mercado cuando no toca, sino de en qué productos de inversión lo hacemos.

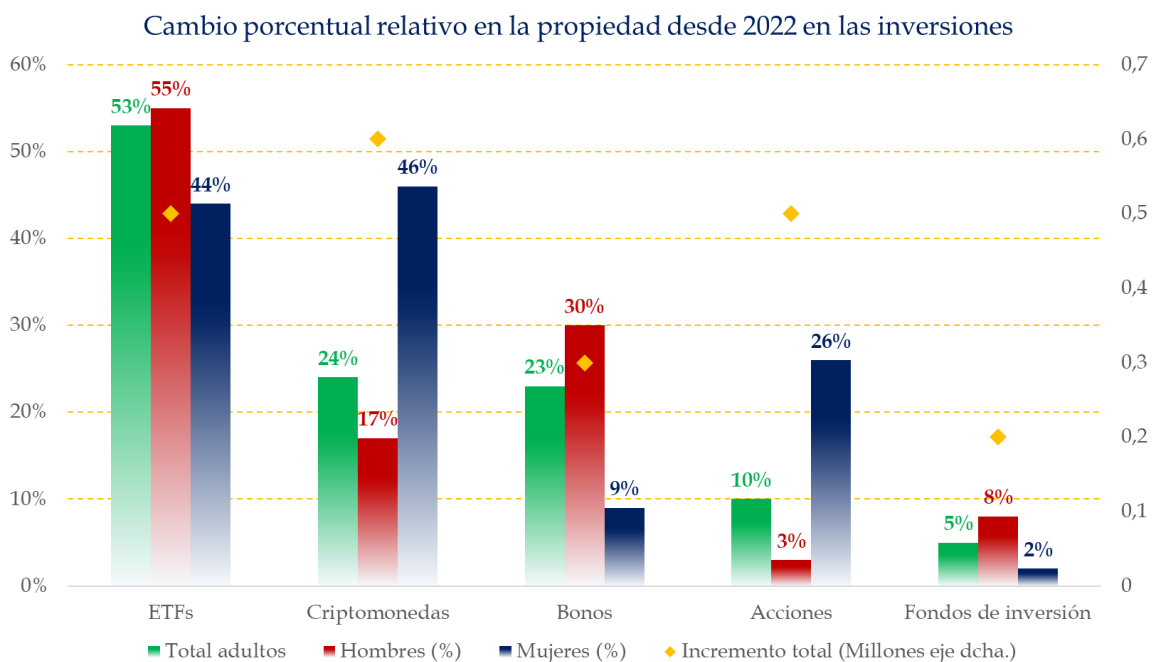
Es buena señal que la mayor parte de las inversiones se destinen a las acciones y a los fondos de inversión. Pero es preocupante que esos porcentajes sean tan pequeños. Y diría más, veo un serio problema que las criptomonedas ocupen un tercer lugar con un porcentaje tan elevado.

Y no estoy en contra de estos activos. Pero sí estoy muy en contra de que ocupen un lugar tan preponderante.



Fuente: Carlos Arenas Laorga, con datos del informe de BlackRock, "Las tendencias que marcan la inversión en España"

De hecho, el activo que más ha crecido desde 2022 en términos absolutos es el de las criptomonedas. En términos relativos son los ETFs, lo cual me parece lógico e incluso, sano. Por el contrario, en términos relativos, ha crecido muy poco la inversión en fondos y acciones. Algo estamos haciendo mal quienes nos dedicamos a la educación financiera. Me da la impresión de que llega mucho más el mensaje de personas sin formación en redes sociales que el de los profesionales del sector. Hay personas con formación en redes sociales que aportan mucho, pero sigue habiendo una mayoría que no. Seguimos anclados en la cultura del pelotazo. Titulares del estilo “invierte en esta crypto y te forras” llegan de manera muy sencilla y el mensaje es más fácil de asimilar. Con la expansión del mundo de las apuestas, invertir en este tipo de activos se ha convertido en algo similar a jugar al euro millones. Y no tienen nada de malo los juegos de lotería. Pero asimilar la inversión a una apuesta es como confundir la planificación con el azar, porque mientras la primera se apoya en análisis, objetivos y gestión del riesgo, la segunda depende únicamente de la suerte. Cada vez veo más locuras en torno a las apuestas, y confieso que me preocupa. Y no me deja tranquilo observar que las inversiones se asemejan en el ideario de los jóvenes con estos juegos.



Fuente: Carlos Arenas Laorga, con datos del informe de BlackRock, "Las tendencias que marcan la inversión en España"

Según el informe de BlackRock, el crecimiento de la inversión en criptos es del 24%, el segundo por detrás de los ETFs, y el mayor en términos absolutos. Y más todavía me preocupa que el colectivo de mujeres alcanza un crecimiento del 46%, a distancia abismal del +2% en fondos de inversión.

¿Cómo hacemos para dejar de alentar al criptobro y dejar que sean los especialistas de verdad quienes nos aconsejen? No lo sé. Pero, entre todos, debemos buscar soluciones.

Nada me gustaría más -y nada sería mejor para la riqueza de los españoles- que se incremente de forma sustancial el número de inversores, la cantidad invertida y que sea en activos elegidos con cabeza previa escucha de quienes realmente saben de esto.

Quiero lanzar este guante a la industria. Necesitamos más educación financiera. Necesitamos unir fuerzas en pro de la riqueza de los españoles. Hagamos un país mejor.

Y me gustaría terminar como terminé el anterior artículo sobre educación financiera. Y es que, siempre volvemos a lo mismo: **falta de educación financiera. El PROBLEMA con mayúscula del sector financiero.**

## 45. Por qué el inversor gana menos que su fondo (no son las comisiones)

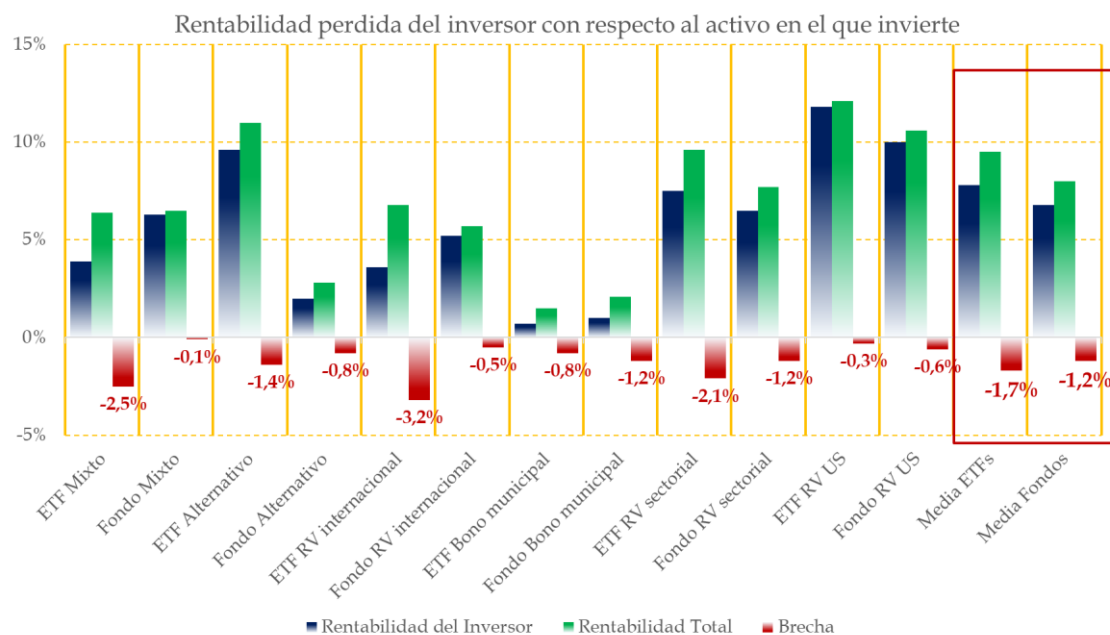
¿Sabías que, aunque un fondo de inversión gane un 8% anual, el inversor medio apenas se lleva un 7%? No es un error de cálculo, son datos que Morningstar lleva años midiendo. Y tiene nombre: *behavior Gap*, o como podríamos traducirlo, brecha de comportamiento.

Muchas personas dicen que la rentabilidad de un activo y la de un inversor difiere por las comisiones de gestión del activo en que se invierte. Y no es así. Claro que es mejor que un fondo, o un ETF tenga menores comisiones, pero la fuga de rentabilidad no es por las comisiones de gestión. Eres tú. Soy yo. Pero claro, nos cuesta mucho más aceptar que el error es nuestro y solemos echar las culpas hacia fuera. ¡Son las comisiones!, gritamos agitando la bandera de los indexados.

De hecho, es curioso que **la brecha entre activo y rentabilidad del inversor es mayor en ETFs que en fondos**, cuando la lógica nos diría que no debería ser así por las comisiones. Pues fuera prejuicios, hola datos.

Normalmente, cuando compramos o vendemos un activo, estamos dejándonos llevar (aunque sea un poco) por titulares, o por impresiones más o menos acertadas y expost. ¿Quién dijo que el inversor es perfectamente racional? Nada más alejado de la realidad.

Morningstar ha calculado que, en los últimos 10 años, los fondos han generado una rentabilidad media anual del 8,2%, mientras que sus inversores solo han capturado un 7,0%. Esa diferencia del 1,2% **anual** —el *gap*— equivale a un 15% del total acumulado. No es moco de pavo. Es la diferencia entre llegar con holgura a la jubilación o quedarse justo. Y eso que, según los datos del informe, hemos reducido la brecha desde el 1,7% (Rolling a 10 años). Y, cuidado, **en ETFs de renta variable internacional, el gap supera el 3%**, mucho ojo.



Fuente: Carlos Arenas Laorga, con datos del Mind the Gap 2025

¿Y por qué sucede esto? Por el (en este paréntesis cabe cualquier adjetivo calificativo peyorativo) *market timing*.

Imagina a Julio, un inversor promedio. Lee que un fondo ha subido un 20% en los últimos doce meses. Mira el fondo, le gusta y lo suscribe. A los tres meses el mercado corrige un 10%. Sale. Espera. El fondo rebota un 15%. Entra de nuevo.

El ejemplo es un poco exagerado, pero es bastante descriptivo de lo que sucede. No hay más que hacer un análisis sobre los índices y los flujos hacia esos índices... El resultado es que el fondo que suscribió Julio lleva un +8% y Julio, con suerte, alcanza el +4%.

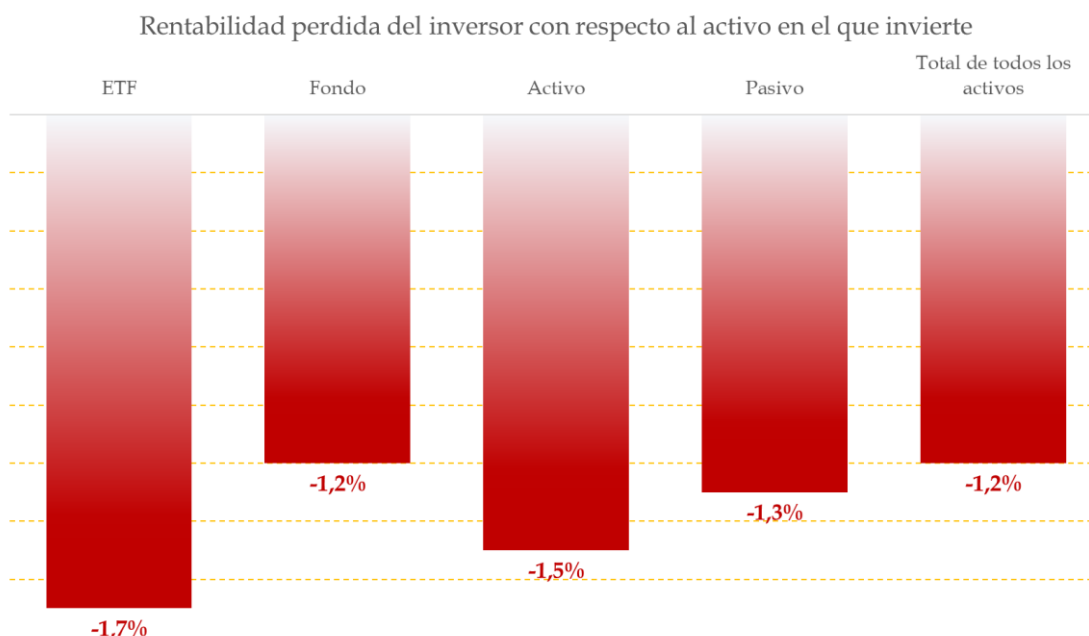
El problema de fondo no es que los inversores seamos torpes o miedosos. Es que a muchos nadie les ha explicado bien cómo funciona esto. Muchos aún piensan que rentabilidad y riesgo son independientes. Sin ser conscientes, por supuesto.

Lo bueno de esto es que no es lo que piense yo o lo que piense fulano. Los datos lo demuestran. Y la conclusión es alucinante: **cuanto más se mueve el inversor, menos gana.**

Una y otra vez, **cometemos los mismos errores**. Somos el animal que tropieza, no dos veces, sino infinitud, en la misma piedra. Siempre solemos pensar que esta vez será diferente. Y no...

- Entramos en el mercado tarde.
- Nos salimos cuando la sangre corre por las calles.
- Nos enamoramos del fondo de moda justo antes de que deje de serlo.
- Nos vamos del aburrido fondo que da un 6% constante por miedo a perdernos el 20% del Nasdaq... justo antes del batacazo.

Siempre me gusta asemejar la inversión con la dieta. **Muchos saben lo que hay que hacer, pero pocos lo hacen**. Comprar barato y vender caro es de primero, no de economía, sino de la vida. Luego ya nos adentramos en cosas como diversificar, estar invertido a largo plazo... reglas simples pero contraculturales. Porque exigen paciencia, autodisciplina y resistir el ruido.



Fuente: Carlos Arenas Laorga, con datos del Mind the Gap 2025

Esta brecha existe. Y no pienses que eres inmune. No hay modo de solucionarlo más que con educación financiera. Conociendo que existe esto, sabiendo que caemos, aceptando el error y poniendo medios para no volver a hacerlo.

Te animo con **3 consejos para cerrar esta brecha** y mejorar en tus inversiones.



1. **Automatiza:** si sabes que tus emociones te van a jugar malas pasadas, evita tener que decidir cada vez que quieras invertir. Programa aportaciones periódicas. Menos estrés, más eficiencia.
2. **Ignora los titulares:** si tu estrategia de inversión cambia cada vez que lees un tuit o un titular, necesitas más distancia. La información sin filtro es un veneno para el inversor. Información, bien. Sin filtro, error.
3. **Mide la rentabilidad real:** muchos presumen del +32% de su fondo *growth*, pero no hablan de que ellos llevan un +12% solamente. Sé honrado contigo mismo.

La diferencia entre tú y el fondo está en tu cabeza. Y esa brecha, aunque parezca pequeña (un 1% anual), es capaz de reducir en un 30-40% tu patrimonio final a largo plazo. **No le echas la culpa a las comisiones.** Vamos a convertirnos en mejores inversores. Basta de echar culpas fuera.

La actitud de muchos inversores recuerda, por desgracia, al conocido refrán que se puede aplicar en numerosas ocasiones de que todo viento es favorable para el barco que no sabe a dónde va.

**El inversor medio gana menos que su fondo (ETF o cualquier activo) porque compra tarde, vende mal y se deja llevar.** Y eso tiene cura. Se llama educación financiera.

¿Quieres cerrar tu *gap*? Empieza por quedarte quieto.

## **46. Ni aunque lo hagas fatal: el mercado premia a quien se moja**

Este dato merece ser gritado desde la azotea de cualquier gestora. Cualquier inversor puede hacerlo bien aunque lo haga mal. No es una errata lo que acabo de escribir, no.

Aunque tengo una increíble suerte con mis cuñados, todos conocemos al “cuñado” por antonomasia. El tipo que siempre dice que va a invertir, pero que el momento no es el perfecto. Que si ahora está caro, que si nos viene una crisis, que mejor la liquidez hasta que se vayan los nubarrones... Quizá es el mismo que te dice que vio la oportunidad de invertir en Amazon hace 20 años, pero no tenía liquidez en esos momentos. Total, que **hoy sigue con el dinero en la cuenta y con una rentabilidad del 0%**, si le damos la ventaja de no restarle la inflación.

También todos conocemos a ese amigo que le pasan cosas. Suele ser un gafe con una habilidad paranormal para darse golpes, perder la cartera y cosas del estilo. Bien podría ser el que invierte en máximos. Pues imagina a **ese gafe que, durante un periodo de 19 años, ha invertido, cada año, 2.000 \$ en el pico máximo de cada año**. Es imposible, pero imagínatelo. Justo después de invertir, el mercado cae, claro (siempre invierte en el pico).

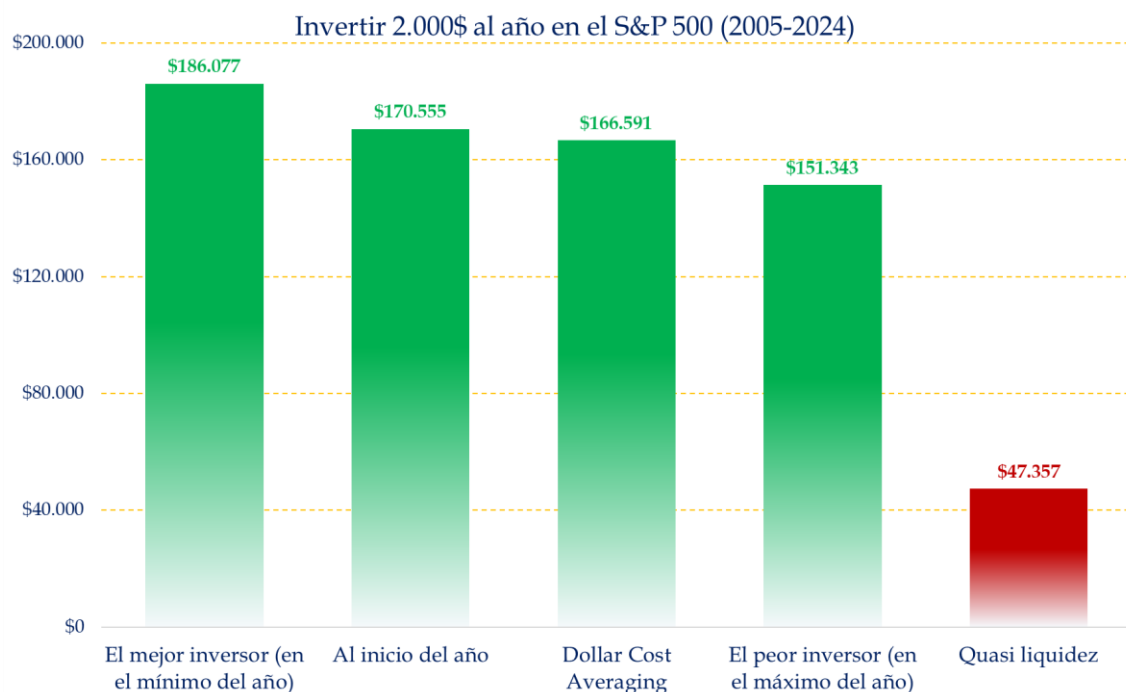
Con esa puntería inversa de francotirador miope. ¿Sabes cuánto habría acumulado? **151.343 dólares**. Sí, has leído bien. **El inversor más gafe** de dos décadas, que compra siempre en el peor momento posible, termina con más de 150.000 dólares. **Una rentabilidad del 300%**.

Siempre decimos que el peor enemigo es la inflación, pero quiero retractarme de forma pública con este artículo. El peor es el coste de oportunidad. Es ser un falso prudente. Un cobarde, vamos. No entrar.

Al igual que hay una forma de amor que es “estar”. Hay una estrategia que no falla en el largo plazo que es igual: estar. Ojo, parece fácil y luego no lo es tanto.

Volvamos a nuestro análisis real. Cinco escenarios. Mismo dinero invertido: 2.000 dólares al año. Mismo índice: S&P 500. Mismo periodo: 2005 a 2024. Lo único que cambia es **el cuándo**. Los resultados son los siguientes:

- Quien invirtió cada año en el **mínimo anual** (el visionario de la bola de cristal) acumuló **186.077 \$**
- Quien invirtió **el 1 de enero de cada año**, sin mirar, sin pensar, con disciplina, llega a **170.555 \$**
- Quien hizo *Dollar Cost Averaging*, terminó con **166.591 \$**
- Nuestro querido gafe, que invirtió **siempre en el máximo del año**, se queda con **151.343 \$**
- Y quien **no invirtió**, ni bien ni mal, simplemente no hizo nada... **47.357 \$** (le vamos a dar el beneficio de invertir en bonos a corto plazo).



Fuente: Carlos Arenas Laorga

¿La diferencia entre hacerlo perfecto y hacerlo fatal? **35.000 \$**

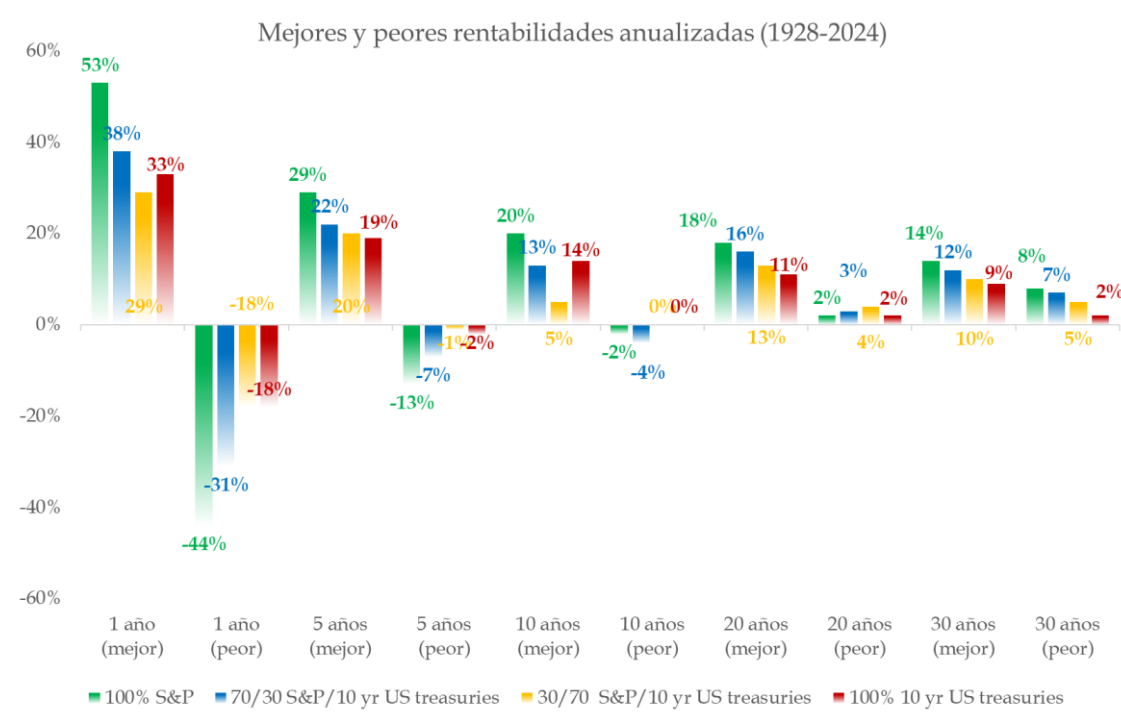
¿La diferencia entre hacerlo mal y no hacerlo? **140 mil dólares.**

Es decir, el tío más torpe del mundo, si invierte con constancia y aguanta, **le pasa la mano por la cara al cuñado que no termina de invertir.**

**Y, es que, la inversión no es un casino, es una disciplina.** Lo que marca la diferencia no es tu capacidad de anticipar el mercado, sino tu capacidad de

**estar en él el tiempo suficiente.** El interés compuesto solo funciona si **dejas al tiempo hacer su trabajo**. Si inviertes de la mano de los mejores, tanto mejor, claro.

Si sigues pensando que ahora no es buen momento, ya puedes ir dejando de pensarlo. Revisa el gráfico. Empieza en **2005, justo antes del batacazo de la crisis y que costó años recuperar**. Aun con todo, el peor hizo un 300% y el mejor un 390%. Un tipo de la media, con ahorro sistemático y olvidándose, un 350%. Y estamos hablando de invertir antes del estallido de la peor crisis financiera. En 2008, pánico. En 2011, incertidumbre. En 2020, pandemia. En 2022, inflación. Y en 2024... lo que quieras. Siempre hay razones para no invertir.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

¿Puede entrar el amor de tu vida por la puerta de tu casa buscándote? Puede, pero es poco probable. Es más factible que te salgan canas esperando. No sé si pillas el símil...

**Invierte ya.** Aunque te equivoques en el *timing*. Aunque compres caro. Aunque tengas miedo. El mayor error no es comprar en máximos, es no comprar nunca.

Ni el peor inversor del mundo ha perdido dinero si ha sido constante, disciplinado y paciente. Eso sí es una bola de cristal.

## 47. ¡No invertir es el verdadero riesgo!

Me debo repetir como el ajo, pero hay cosas que hay que repetir una y otra vez. A mí mismo el primero. Y aquí me repito, pero con datos que te van a sorprender.

[Escribimos hace bien poco](#) sobre que **el principal riesgo en las inversiones es precisamente no invertir**. Y hoy traigo otros datos que son impecables.

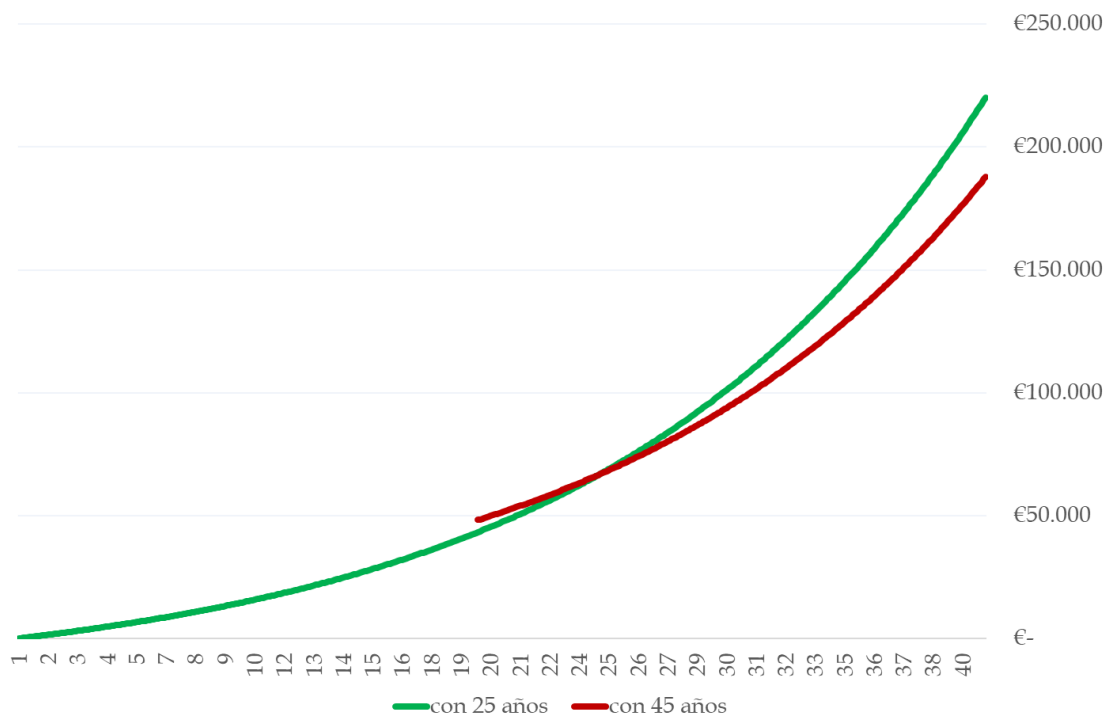
Quien no invierte un capital es como quien tiene un coche que, por miedo a estropearlo, lo deja parado en la calle. Efectivamente, no se va a chocar nunca. Lo que no quita para que se oxide, le den un golpe, se avería poco a poco... Es una tontería de ejemplo, pero es algo así. Y, además, no lo disfrutas.

Y como decíamos en el [anterior artículo](#), el peor enemigo no es la inflación, sino la no inversión.

Supón que inviertes **10 mil euros a un 7% anual** (la rentabilidad media histórica de la renta variable global una vez descontada la inflación). En **30 años, sin meter un euro más, tendrás más de 76 mil euros**. Y no, no porque ganes 700 euros cada año, sino porque esos 700 euros también generan intereses por rentabilidad. Y esos euros adicionales que ganas, a su vez, generan más rentabilidad. Es el efecto bola de nieve. El segundo año no tendrías un 7% sobre 10 mil, sino sobre 10.700 euros. Cuanto antes empieces, más grande es la bola. Y al revés: cada año que lo pospones, **es dinero que dejas de ganar**.

La clave no es cuánto tienes, sino **cuánto tiempo lo dejas invertido**. Un inversor que empieza con 100 euros al mes desde los 25 años y consigue una rentabilidad media del 7% anual, podría llegar a los 65 años con más de **220.000 euros acumulados**, mientras que sus aportaciones totales a lo largo de su vida fueron de 48 mil euros, con 100 euros cada mes.

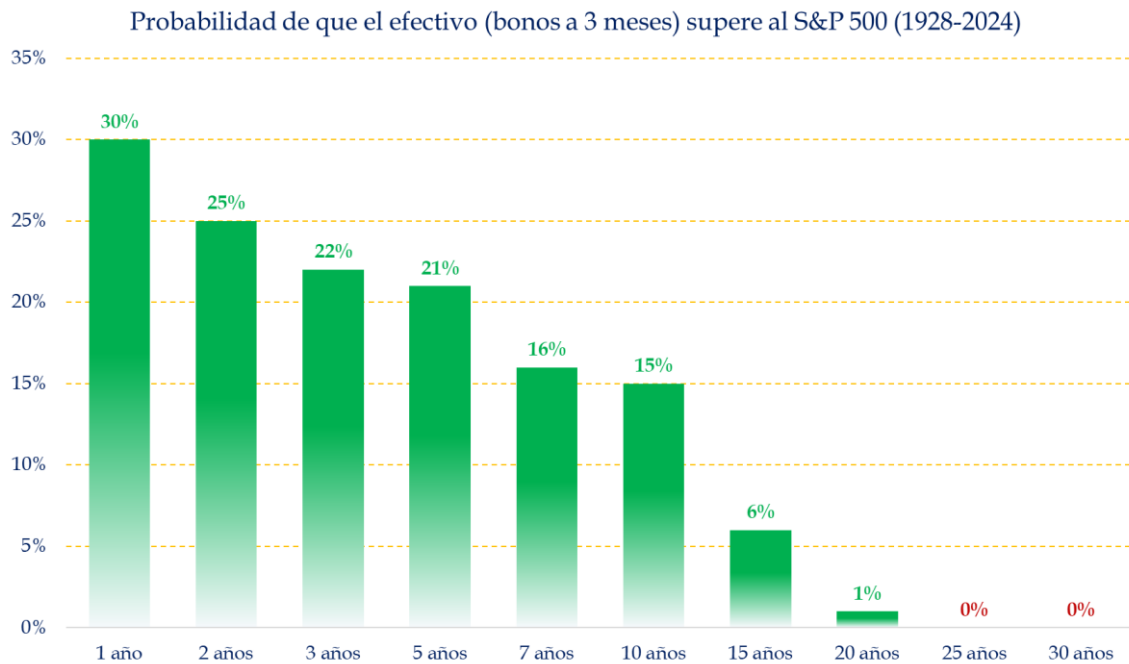
Si empiezas a los 45 años, cuando has conseguido ahorrar esos 48 mil euros, tendrías a los 65 años apenas 185 mil euros. Casi 70 mil euros menos... Y sin tener en cuenta que la inflación se le habría comido parte de esa aportación inicial.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

Por supuesto, invertir conlleva riesgo. Pero creo que, a estas alturas, queda bastante claro que **el mayor riesgo no es invertir, sino no hacerlo**. Si quieres ir a comprar el pan, hay un riesgo al cruzar la calle. Todo en la vida tiene algo de imprevisible.

Pero tampoco confundamos riesgo con volatilidad. Que los mercados suben y bajan es un dato. **Que, a largo plazo, quienes se mantienen invertidos ganan, es otro dato.**



Fuente: Carlos Arenas Laorga

También lo digo siempre, pero seguiré. No se trata de adivinar el futuro, sino de invertir con las probabilidades a nuestro favor. Y la probabilidad del 100% existe en periodos largos. Al menos, así ha sido en el pasado. Poco probable que no suceda en el futuro.

Carteras diversificadas, estrategia y largo plazo. No hay que tener 50 mil euros para empezar. Basta con 10, 20, o 30 euros mensuales. **La inacción es lo más caro.**

Ante la pregunta si debo invertir o no, hay una respuesta clara: no hacerlo es la primera forma de perder.



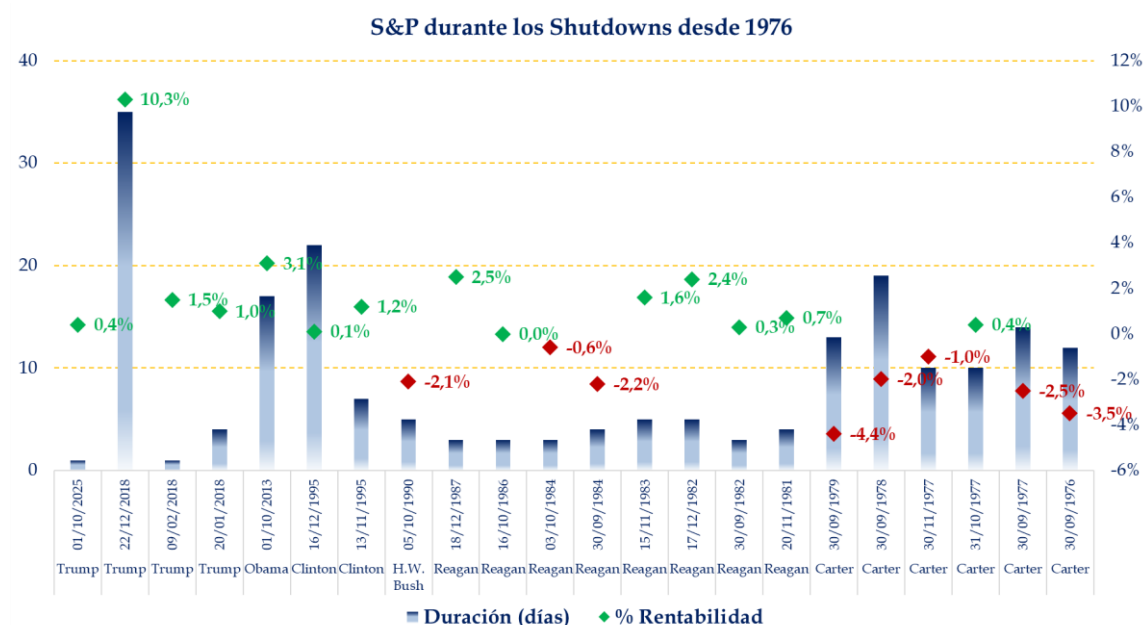
## 48.Shutdown en EE.UU. ¿Qué es y por qué (no) me importa?

El Gobierno más poderoso del mundo se cierra, sí. Pero me da un poco igual...

Cada año, el 1 de octubre, tú estás pendiente de si te ha llegado la nómina o del cambio de hora, pero en Estados Unidos es el **comienzo del año fiscal**. Y, sin acuerdo político entre Congreso y Senado para aprobar las leyes de financiación necesarias para el nuevo ejercicio fiscal, el estado “se apaga”, lo que se conoce como *government shutdown*.

Pero no vayas a pensar que esto es excepcional... llevamos unos pocos. Más de una decena este siglo si contamos los parciales y los totales. ¿Y cómo es posible esto si ambas cámaras las controla el partido republicano? Pues resulta que para estas leyes presupuestarias de financiación es necesario no solo controlar la Cámara de Representantes y el Senado, sino que se necesitan, al menos, **60 votos en el Senado**. Y el partido de Trump no los tiene.

Otra pregunta normal es **porqué no se han puesto de acuerdo**. Pues te lo cuento, porque los demócratas han supeditado su apoyo a que los republicanos deshagan algunos recortes de aquellos que impulsó Elon Musk y unos asuntos de su programa del Obamacare.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

Aunque al final es el juego político del drama, amenazas, y acabamos en un acuerdo, por el camino hay personas que lo pasan mal.

En primer lugar, **hay gente que deja de cobrar**, ahora lo explicamos. En segundo lugar, **algunas oficinas públicas cierran**, como la **encargada de los datos de empleo**. Y eso es muy importante para la Fed, que ya estaba en tela de juicio por malos datos. Ahora, directamente, no los tiene.

Los parques nacionales cierran, los datos del paro no se publican, y en los laboratorios de investigación biomédica se apagan los microscopios. Pero el tráfico aéreo, los juzgados o el correo siguen funcionando. Eso sí, con empleados trabajando sin cobrar, a la espera de que el Congreso desbloquee el presupuesto y les pague con carácter retroactivo.

Este circo me ha recordado a los libros de los juegos del hambre. Y he decidido bautizar a este gallinero político como *The Budget Games*.

Y os cuento mi desidia con esta película. Más allá de que hay personas que no cobran unos días y lo de los datos de empleo, es que me da exactamente igual. Es más, ojalá se pagase a esas personas y siguiese siempre cerrado el Gobierno. el ruido mediático es enorme. La prensa no puede contenerse al estallar en titulares sobre que la mayor economía del mundo cierra.

Ya, pues en términos de **PIB es un efecto nulo**. Bueno, según las estimaciones de la Oficina Presupuestaria del Congreso, el último y larguísimo (35 días) *shutdown*, tuvo un impacto neto del **0,02% del PIB**.

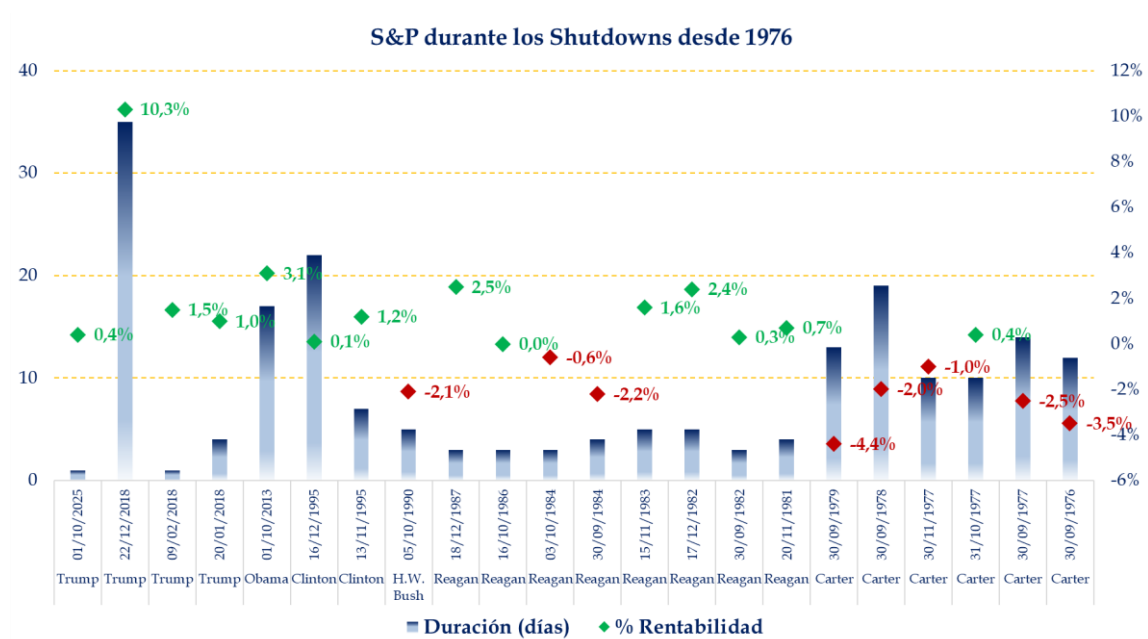
He de decir que aun así, no es del todo inocuo. Hay **efectos colaterales** que no se reflejan directamente en el PIB: decisiones de consumo e inversión que se postergan, licitaciones que se congelan, confianza institucional que se erosiona... Pero, en términos generales, no afecta nada.

Y los **mercados bursátiles... menos todavía**. Es más, **suelen ser días positivos**. Se ve que a los inversores americanos les importa tanto como a mí.

Y se ve también que no somos el único país en el que hay problemas con los presupuestos.

Pero no vayas a pensar que esto es excepcional... llevamos unos pocos. Más de una decena este siglo si contamos los parciales y los totales. ¿Y cómo es posible esto si ambas cámaras las controla el partido republicano? Pues resulta que para estas leyes presupuestarias de financiación es necesario no solo controlar la Cámara de Representantes y el Senado, sino que se necesitan, al menos, **60 votos en el Senado**. Y el partido de Trump no los tiene.

Otra pregunta normal es **porqué no se han puesto de acuerdo**. Pues te lo cuento, porque los demócratas han supeditado su apoyo a que los republicanos deshagan algunos recortes de aquellos que impulsó Elon Musk y unos asuntos de su programa del Obamacare.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

Aunque al final es el juego político del drama, amenazas, y acabamos en un acuerdo, por el camino hay personas que lo pasan mal.

En primer lugar, **hay gente que deja de cobrar**, ahora lo explicamos. En segundo lugar, **algunas oficinas públicas cierran**, como la encargada de los

**datos de empleo.** Y eso es muy importante para la Fed, que ya estaba en tela de juicio por malos datos. Ahora, directamente, no los tiene.

Los parques nacionales cierran, los datos del paro no se publican, y en los laboratorios de investigación biomédica se apagan los microscopios. Pero el tráfico aéreo, los juzgados o el correo siguen funcionando. Eso sí, con empleados trabajando sin cobrar, a la espera de que el Congreso desbloquee el presupuesto y les pague con carácter retroactivo.

Este circo me ha recordado a los libros de los juegos del hambre. Y he decidido bautizar a este gallinero político como *The Budget Games*.

Y os cuento mi desidia con esta película. Más allá de que hay personas que no cobran unos días y lo de los datos de empleo, es que me da exactamente igual. Es más, ojalá se pagase a esas personas y siguiese siempre cerrado el Gobierno. el ruido mediático es enorme. La prensa no puede contenerse al estallar en titulares sobre que la mayor economía del mundo cierra.

Ya, pues en términos de **PIB es un efecto nulo**. Bueno, según las estimaciones de la Oficina Presupuestaria del Congreso, el último y larguísimo (35 días) *shutdown*, tuvo un impacto neto del **0,02% del PIB**.

He de decir que aun así, no es del todo inocuo. Hay **efectos colaterales** que no se reflejan directamente en el PIB: decisiones de consumo e inversión que se postergan, licitaciones que se congelan, confianza institucional que se erosiona... Pero, en términos generales, no afecta nada.

Y los **mercados bursátiles... menos todavía**. Es más, **suelen ser días positivos**. Se ve que a los inversores americanos les importa tanto como a mí.

Y se ve también que no somos el único país en el que hay problemas con los presupuestos.

## 49. Prepárate para la siguiente subida de impuestos

Dentro de poco te encontrarás con que te llega menos al final del mes. Y no es porque el malvado empresario te lo quite. Te lo quita el estado. Así que, ve preparando el bolsillo que se viene otra subida encubierta.

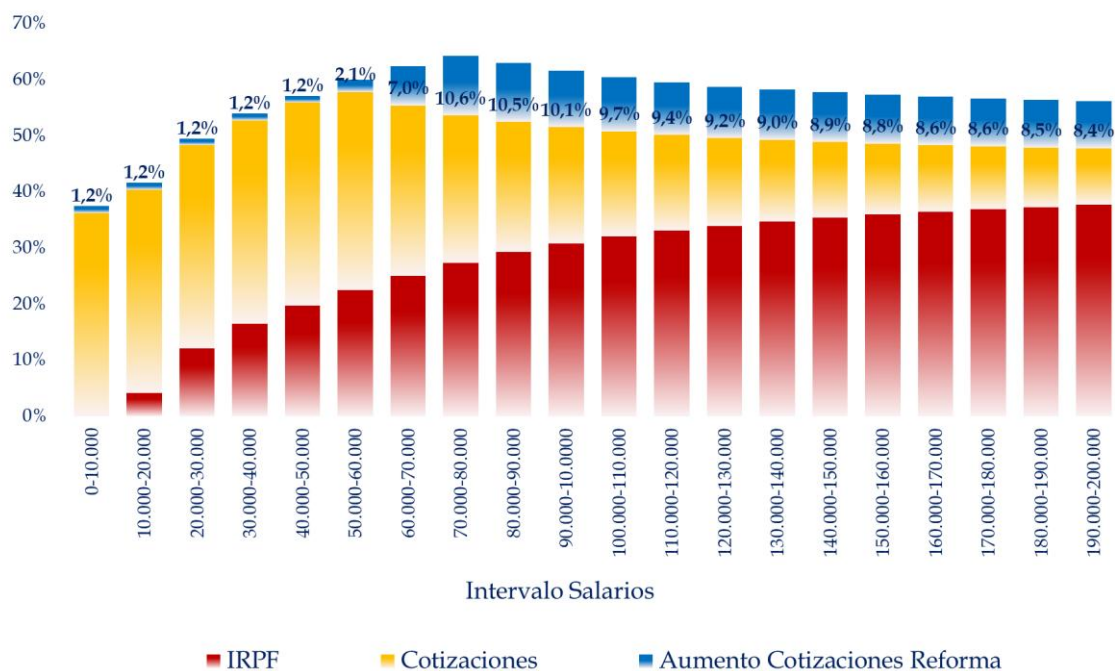
Como bien sabes, el sistema de pensiones está bastante roto. Para tratar de solucionarlo de forma momentánea y temporal se diseñó un parche llamado **Mecanismo de Equidad Intergeneracional o MEI**. No es otra cosa que un nuevo impuesto disfrazado de cotización. Lo más curioso es que, por mucho que quieran asemejarlo a una cotización social, **no aumenta tu futura pensión**.

Esencialmente **es un aporte** (huelga decir que es obligatorio) **al Fondo de Reserva de la Seguridad Social** — la famosa hucha de las pensiones —, que busca parchear temporalmente el sistema ante la jubilación masiva de los nacidos en el *baby boom*.

**El MEI se aplica sobre tu base de cotización**. Y cada año, va creciendo hasta el 2029. Y ahí ya se mantendrá. Claro... Seguro que sí.

Año	Total MEI	Empresa	Trabajador
2023	0,60%	0,50%	0,10%
2024	0,70%	0,58%	0,12%
2025	0,80%	0,67%	0,13%
2026	0,90%	0,75%	0,15%
2027	1,00%	0,83%	0,17%
2028	1,10%	0,92%	0,18%
2029-2050	1,20%	1,00%	0,20%

Supón un salario medio de 28 mil euros. Esto quiere decir que te van a quitar unos 21 euros mensuales, o 252 al año, como prefieras verlo.

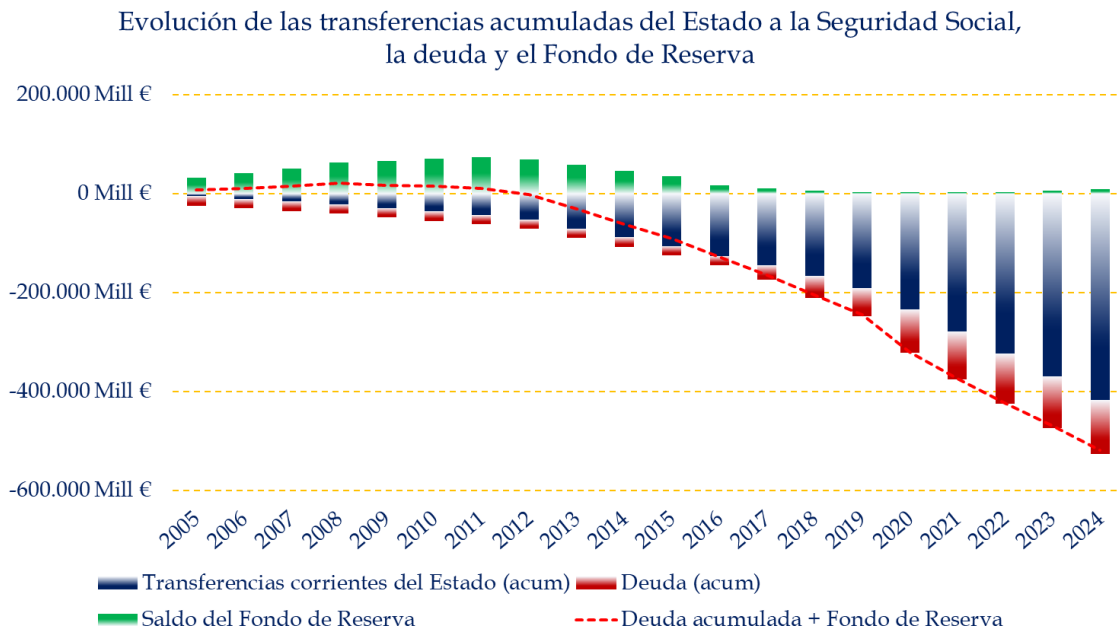


Fuente: Carlos Arenas Laorga

Tal y como está diseñado, a mayor base (quien más cobra), mayor es el impuesto. Pero ya hemos visto cómo afecta a un sueldo medio. Esto vuelve a subir en 2026. Y todo esto sucede sin que te des cuenta. Se te quita de forma automática de tu sueldo. Tú no tienes que hacer nada. Ni siquiera consentirlo.

El argumento es bueno, claro. Hay que mantener el “solidario” sistema de reparto de las pensiones. Mantener la hucha llena.

Pero es un parche minúsculo. El sistema no es sostenible.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

**Por mucho que se llame cotización, es un impuesto en toda regla.** Es obligatorio y **no genera prestación**. Lo malo es que sabemos que **con el MEI no será suficiente**. Como decía, es un pequeño parche en una pelota con más agujeros que pelota. Por eso, no solo vamos a ver cómo el MEI nos resta de nuestra nómina, sino que **veremos incrementos impositivos de forma continuada** hasta que no le hinguemos el diente al problema de manera estructural.

El MEI es solo un anticipo. El estado no tiene recursos suficientes para sostener el gasto comprometido de pensiones. No es una opinión, es un hecho.

Los gráficos creo que son bastante contundentes... Pero por explicarlo de forma sencilla, no hay dinero. Y al político no le gusta recortar el gasto. Menos aún del mayor colectivo de voto que son los pensionistas. Así que no queda otra que subir los ingresos, y eso ya sabes cómo se hace, no hace falta que explique nada.

Podemos cubrirnos, eso sí. **Ahorra e invierte a largo plazo.** Desde ya. Y te aseguro una buena jubilación. Pero no cuentes con las pensiones del sistema de reparto.

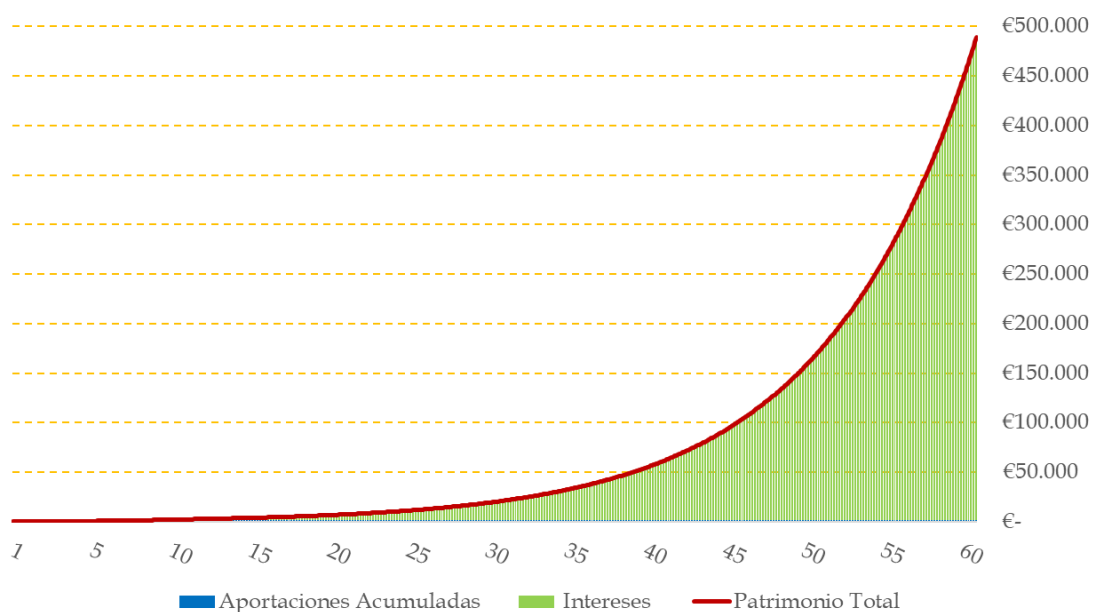
## 50. La idea que podría salvar el sistema de pensiones

Alemania fue pionera al crear el modelo actual de pensiones con Otto von Bismarck en 1881. Este modelo no era ideal, pero servía más o menos con la esperanza de vida de entonces. Ahora, vuelve a dar un paso muy importante al plantear un modelo de pensiones alternativo.

Este plan alemán no es ideal tampoco. Su idea es una **aportación estatal mensual de 10 euros desde los 6 a los 18 años**, y que eso vaya **capitalizando**, estando invertido. Y ahí se queda dando rentabilidad hasta que te jubilas. Como idea no es mala. A ver, números.

Son **12 años, a 10 euros al mes**. Y, ¿qué pasa si es invertido en el índice más grande del mundo con la rentabilidad promedio de los últimos 90 años? Pues veamos.

Aunque tus **aportaciones han sido de 1.440 €**, al terminar esos 12 años, ya tendrías **2.931,08 €**. Pero cuidado, tienes 18 años. Ya no aportas más, pero te quedan más de 40 años de vida laboral. Vamos a suponer que te jubilas con 66 años (que ya será más, pero bueno). Pues hagamos el cálculo... **Llegas a los 66 años con 488.691,22 €**. Impresionante. Medio kilo.



Fuente: Carlos Arenas Laorga. Las líneas azules, que son las aportaciones acumuladas, apenas se ven.



Bueno, la **inflación** también habrá corrido, claro. En efecto. Tienes toda la razón. **Si descontamos la inflación** y vemos el poder adquisitivo real de esas unidades monetarias, la cifra ya no es tan espectacular. Pero sigue estando más que bien. **Tendrás 71.353,91 €.**

Aquí dos reflexiones. Una, es una pasada. Dos, queda claro el **pernicioso y devastador efecto de la inflación**. Pertinaz siempre va con sequía, y galopante con inflación. Pero cabe también que la inflación sea pertinaz.

Pues Alemania, para sorpresa de muchos, ha decidido plantar la semilla. Pero se ha quedado corta. A la vista de los datos está que el problema de las pensiones puede solucionarse con capitalización. Con educación. Y, sobre todo, con tiempo.

El modelo actual de pensiones en España funciona como una cadena de favores intergeneracional. Nada de sistema solidario. Los trabajadores de hoy pagan las pensiones de los jubilados de hoy, con la promesa de que alguien hará lo mismo por ellos en el futuro. Una promesa que nadie garantiza. Pero, como bien nos recuerda la pirámide demográfica, cada vez hay menos jóvenes sosteniendo a más mayores. La consecuencia inapelable es un sistema inviable, sostenido a base de impuestos, deuda y fe.

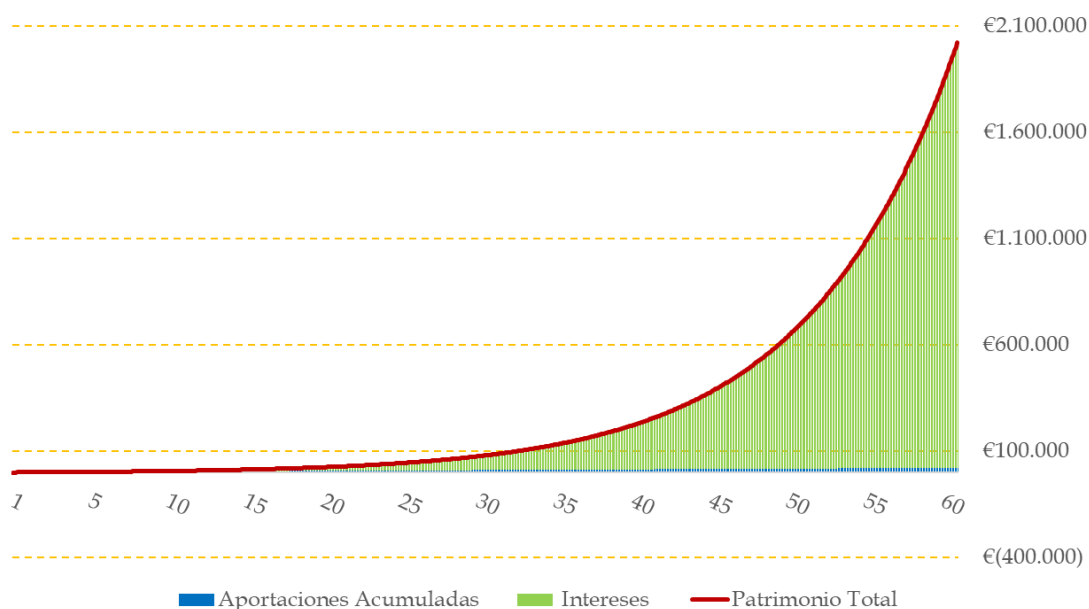
En Alemania han decidido hacer algo distinto. Y lo más interesante no son los resultados, que ya son fabulosos, sino **el mensaje. Hay que empezar a invertir pronto y dejar que el interés compuesto y el tiempo haga lo demás.**

Ahora bien, si esto funciona con 12 años de inversión sistemática, imagina lo que podría lograrse **si invirtiéramos no solo durante la infancia, sino durante toda la vida**. Proponemos aquí una solución aún más transformadora: un **plan vitalicio de inversión** desde los 0 hasta los 60 años. Y digo hasta los 60, porque te podrás jubilar sin problema...

### **Supuestos del modelo**

- Aportación mensual constante: **30 €** desde los 0 hasta los 60 años.
- Inversión en un fondo global diversificado (MSCI World o S&P 500).

- **Rentabilidad** anualizada (**11,24%**) neta de inflación: **7,42%** (según los últimos 90 años, con guerras mundiales de por medio y todas las crisis imaginables).
- Aportaciones totales: 21.590 €... ¡en toda la vida!
- Capital acumulado a los 60 años: **2.021.484,68 €** o **364.638,77 €** de poder adquisitivo reales.
- Si la aportación sube a **50 € al mes**, las aportaciones acumuladas serían de 35.970 € y el capital real llegaría los **3.368.782,07 €** o **607.609,39 €** de capacidad adquisitiva.
- Y si se mantiene invertido **hasta los 70 años**, ni te pongo las cifras... Bueno, sí. Las aportaciones acumuladas serían de 60.000 € y el patrimonio final quedaría en **9.787.335,56 €** o **1.139.333,64 €** de capacidad adquisitiva.



Fuente: Carlos Arenas Laorga. Con el supuesto original de 30 € mensuales, acabarías viendo en tu cuenta más de 2 millones de euros.

Piénsalo un segundo. **30 € al mes. Más de 2 millones de euros.** Pero es que no solo es dinero, es jubilarte como Dios manda, es educación, es cultura, es libertad. Y si quieres aportar más, pues adelante.

Enseñar a un niño a invertir no es convertirlo en un pequeño especulador, sino en alguien que entiende cómo funciona el mundo; que valora el coste de oportunidad; que piensa en el futuro y a largo plazo; que vive virtudes como la

sobriedad, la paciencia, el esfuerzo, y tantas otras. Obviamente, cada cosa a su edad. Igual no tiene que saber que tiene esa cuenta hasta los 12 años.

El plan alemán **acierta al sembrar esa semilla**. Pero falla al quedarse corto. Solo 12 años de aportaciones. Solo 10 € al mes. Solo capital público. Necesitamos más. **Proponemos 60 años y 30 € de capital privado**. Para eso:

- **Aportaciones familiares:** de padres y/o abuelos.
- **Sistemas automáticos de aportación:** como un *roboadvisor* infantil.
- **Cuentas fiscalmente incentivadas** (estas cuentas no tributan al finalizar el periodo si han estado más de 50 años invertidas o se anticipa su rescate por causas objetivas).
- **Educación financiera real en el colegio:** la única asignatura que te puede hacer libre.

Y, por supuesto, una **parte subsidiaria del estado para rentas especialmente bajas**. Recuerda que las pensiones no contributivas representan aproximadamente el 1,6 % del gasto total en pensiones en España. Es decir, que estamos hablando de un gasto ínfimo (comparado con el actual, claro). Parte o la totalidad de estos 30 € podrían ser públicos para quien lo necesitase.

España sigue enredada en ideologías paternalistas. Hay que desecharlas y pensar en las **mejores soluciones con independencia del color**. No vale exprimir al trabajador y no ofrecer una alternativa viable.

La **propuesta de inversión a largo plazo parece la más eficiente**. ¿Alguien da más?

## 51. ¿Trabajar menos? Sí, pero solo si trabajamos mejor

Últimamente se debate sobre la rebaja de la jornada laboral. Objetivo muy loable y que compro. Cobrar lo mismo y trabajar menos. Todos lo firmamos. Incluso quienes estamos encantados con el trabajo. En ese tiempo libre podríamos trabajar...

La rebaja de horas podría ser por reducir el número de horas diarias o acumular y que el fin de semana empezase el jueves por la tarde, en vez del viernes.

Suena bien. Pero no se puede hacer por decreto.

Si mañana sale un decreto anunciando que podemos volar, no te recomiendo que pruebes. **Se puede aspirar a trabajar menos horas, pero no se puede luchar contra leyes inexorables.** Podríamos trabajar menos, sí, pero con menos sueldo.

Y, ¿de qué depende todo esto? Pues de muchas cosas, no vamos a ser reduccionistas y simplificar, pero una de las más importantes es la **productividad.**

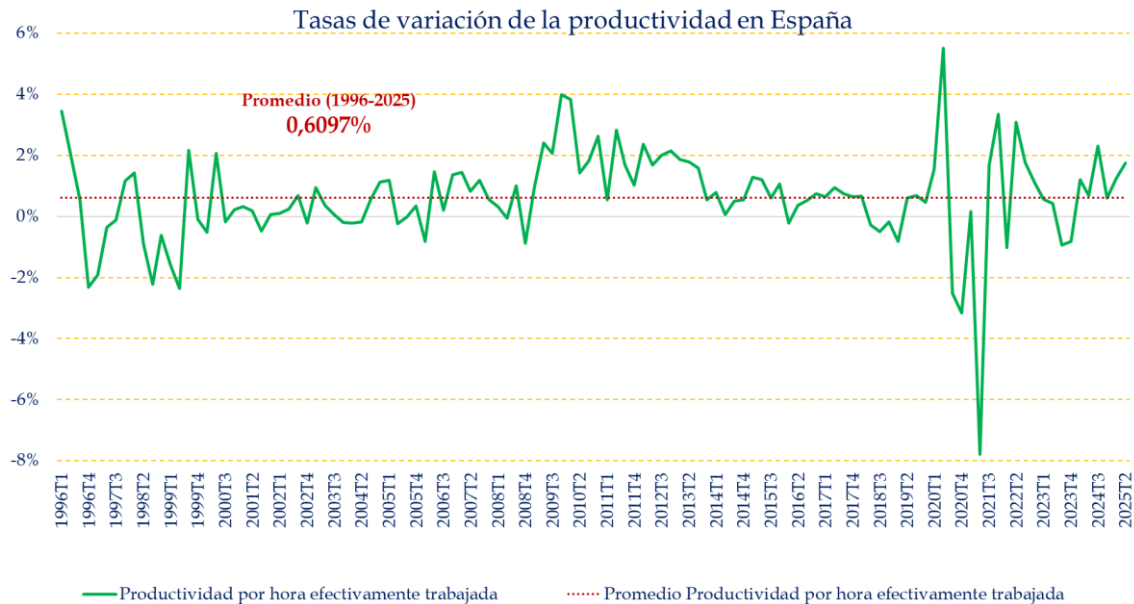
La productividad no es más que la **capacidad de generar más valor con el mismo (o menor) esfuerzo.** Hacer más con menos. Es lo que diferencia a un agricultor del siglo XXI con un tractor de uno del siglo XVI con un arado romano de madera.

¿Por qué uno trabaja menos y cobra más? No es que sea más guapo. Es que con un arado romano tardas mucho en arar 10 hectáreas. Con unos tractores automatizados que mapean el terreno, lo haces en poquísimo tiempo. Y, además, mientras ves una serie en tu casa. No tienes ni que conducir el tractor.

Los países más ricos no lo son porque trabajen más horas, sino porque **trabajan mejor. Japón, Alemania o Estados Unidos tienen una mayor renta per cápita,** entre otros motivos, **porque su productividad por hora trabajada ha sido (o es) muy superior.**

En cambio, **España lleva años atrapada en un despegue que no llega a volar.** Trabajamos muchas horas en comparación con otros países europeos, pero

**nuestra productividad crece a un ritmo ridículo**, cuando no directamente estancado. Como muestra el gráfico, **el crecimiento de la productividad en España ha sido más bien escaso** durante las últimas dos décadas.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

Las causas del letargo productivo español son muchas y variadas, pero me atrevo a decir las principales. Si mejoramos esto, nuestra productividad crecerá y entonces sí que podremos trabajar menos. Pero no por un decreto, sino porque la realidad nos lo hará posible. Al igual que nuestros abuelos trabajaban desde niños y ahora el trabajo es tan productivo que los hijos pueden ir al colegio, **en unos años podríamos tener los jueves como último día de la semana laboral.**

1. **Bajo capital humano:** seguimos teniendo tasas de **abandono escolar** altas y una **sobre cualificación** entre formación y mercado laboral. Mucha titulitis, poca cualificación útil.
2. **Escasa inversión en tecnología:** sin comentarios. Sin automatización ni digitalización, la productividad no despeg.

3. **Rigideces del mercado laboral:** rotación, contratos temporales, poca movilidad. Todo ello desincentiva tanto la inversión en formación como la retención del talento.
4. **Exceso de burocracia:** licencias, normativas, trámites... El tiempo que se pierde en papeleo es tiempo que no se invierte en producir.
5. **Falta de competencia y tamaño empresarial reducido:** muchas empresas pequeñas compiten en precios, no en valor añadido. Y sin capacidad de escalar, es más complejo.

En este contexto, proponer una reducción de jornada sin hablar de productividad es como tratar de llegar más lejos en la bici cuesta arriba dejando de pedalear. No es posible...

Imaginemos que una panadería produce 100 barras al día con 5 trabajadores. Si se impone una jornada de 4 días sin mejora de procesos, el resultado es claro: **menos pan o más trabajadores**. En ambos casos, **menos rentabilidad**. Y si el negocio no es rentable, termina cerrando... y entonces **ya no hay ni pan ni empleo**.

Los países que han avanzado hacia **jornadas más cortas**, semanas de 4 días o mayor conciliación lo han hecho siempre sobre la base de un **crecimiento sostenido de la productividad**.

Y eso no se consigue por decreto. Se consigue invirtiendo en capital humano, en tecnología, en flexibilidad laboral, en competencia real. Se consigue eliminando barreras y dejando espacio para que las empresas crezcan, se internacionalicen y se profesionalicen. Se consigue **apostando por un modelo económico donde el valor se crea, no se reparte como si fuera una tarta**.

España necesita, urgentemente, una **revolución productiva**. Porque sin productividad no hay margen ni para subir salarios, ni para reducir la jornada. Y porque el bienestar no se legisla: se construye.

Reducir la jornada laboral puede ser un objetivo noble y deseable. Pero si queremos trabajar menos, **debemos trabajar mejor.**

## 52. ¿Burbuja?

Quiero invertir, piensas. Pero ahora no porque estamos en máximos. Las cotizaciones están disparadas. La IA domina todo y estamos en una burbuja.

Esto no puede seguir subiendo, sigues pensando. Estamos en una subida artificial del S&P 500 que lideran las grandes tecnológicas. Esto ya nos lo sabemos, no hay más que ver la burbuja de las punto com.

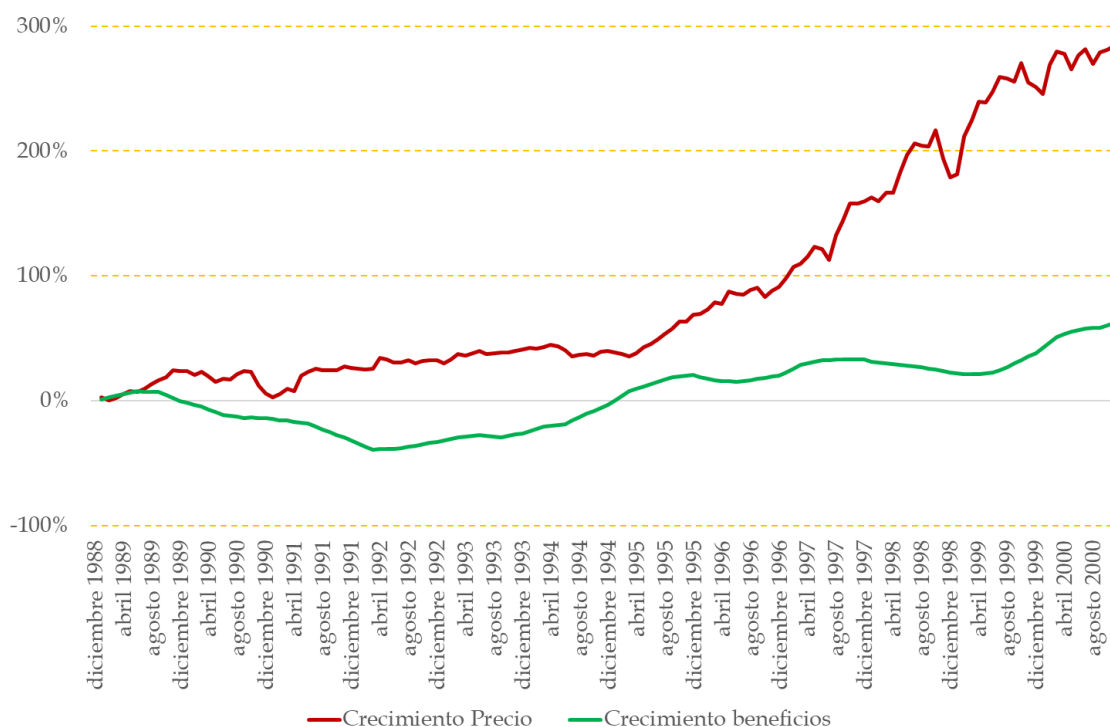
Respira. Vamos a verlo. En primer lugar, la situación es bien distinta, pero eso sería otro artículo, vamos a lo que nos interesa.

**No estamos en una burbuja.** Eso que vaya por delante. No hay indicadores claros sobre si nos vamos a estrellar. En algún momento caeremos, claro. Pero **las cotizaciones pueden estar en máximos y ser sostenibles.** De hecho, este año hemos tocado (en el S&P 500) 33 veces máximos históricos. Y el año pasado 57 veces. Si no invertiste el año pasado por ese miedo, lo que habrías perdido...

Para entender por qué los mercados están donde están, primero hay que responder a una pregunta clave: **¿sube la bolsa por una expansión de múltiplos —es decir, que los inversores están dispuestos a pagar más por cada dólar de beneficio— o porque efectivamente están creciendo los *earnings per share* (beneficios por acción en español)?**

La diferencia es vital. Si los múltiplos (PER) suben pero los beneficios no acompañan, **estamos ante una burbuja.** Si los beneficios crecen, aunque el mercado esté caro, puede seguir subiendo. Y los gráficos dicen algo claro: hay beneficios detrás de las cotizaciones.





Fuente: Carlos Arenas Laorga

Durante la burbuja de las punto com, el mercado se disparó por una expansión irracional de expectativas. En 1999 y 2000, los precios de muchas compañías tecnológicas subían sin que tuvieran apenas ingresos, y mucho menos beneficios. El PER subía, pero no los beneficios.

Si miramos el gráfico que **compara crecimiento de cotizaciones y beneficios**, en el 2.000 hay una brecha visible: los precios se disparan mientras los beneficios se estancan. Pero en 2025 esa brecha no es ni mucho menos parecida. Las cotizaciones han subido, sí, pero lo han hecho al ritmo de los beneficios. No hay desalineación abrupta.

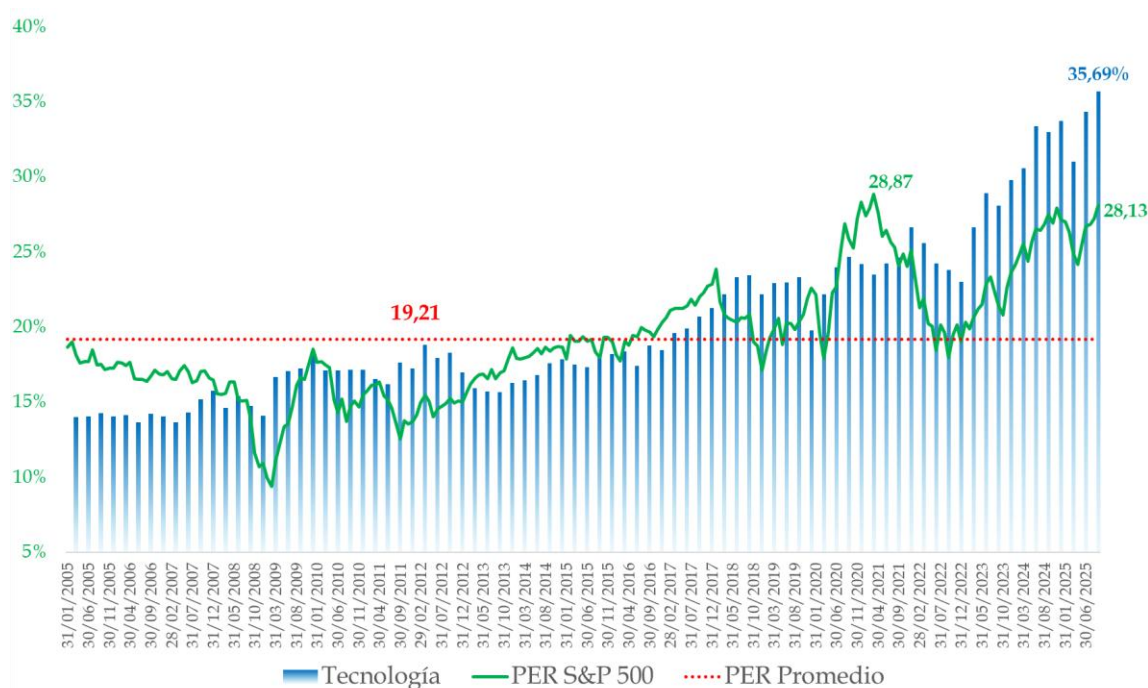


Fuente: Carlos Arenas Laorga

**¿Esto quiere decir que no vamos a caer? En absoluto.** Pero es distinto estar en una burbuja. Por supuesto hay otros indicadores importantes, pero el crecimiento de los beneficios con respecto al precio de las acciones es clave. Y no indica burbuja. Repito, no estoy diciendo que no puedan caer los índices...

Hay una crítica fácil también que apunta a que **el PER también está más caro que antes**. Pues claro. Las compañías con PER más elevado son las tecnológicas, y el peso de este tipo de compañías no ha parado de crecer.

Pero si lo vemos en un gráfico, hasta poco me parece el PER actual. No se puede comparar el PER de ahora con el de hace 15 años.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

Aquí viene la gran pregunta del inversor: **¿invierto aunque el mercado esté en máximos?** Si los beneficios continúan creciendo y los tipos de interés empiezan a bajar — como se prevé que hagan —, entonces no sería raro ver una continuidad en la tendencia alcista. Eso sí, con mayor dispersión. No todo va a subir por igual, y ahí es donde entra en juego la selección activa. Además, la diferencia en plazos de 1 a 5 años entre invertir en máximos o no, es casi nula.

Además, como hemos explicado en más ocasiones, **el valor de un activo es el resultado de los flujos de caja futuros descontados**. Si esos flujos siguen siendo sólidos (veremos este trimestre, que ya empieza la presentación de resultados), y el tipo de descuento cae (es decir, los tipos de interés), entonces el valor razonable de los activos sube. Tan sencillo como eso... y tan fácil de olvidar cuando nos dejamos llevar por titulares alarmistas.

El hecho de que la bolsa esté en máximos no implica necesariamente una sobrevaloración. Si esos máximos están apoyados en beneficios crecientes, y no en una expansión irracional de múltiplos, entonces estamos ante un ciclo sano.

**La tecnología tiene múltiplos altos, sí, pero también beneficios extraordinarios.** No estamos en el 2.000. Estamos pagando caro, sí, pero por negocios extraordinarios.

Podemos caer, pero si estamos en una burbuja, no es como la de las punto com y no es por la expansión de múltiplos.

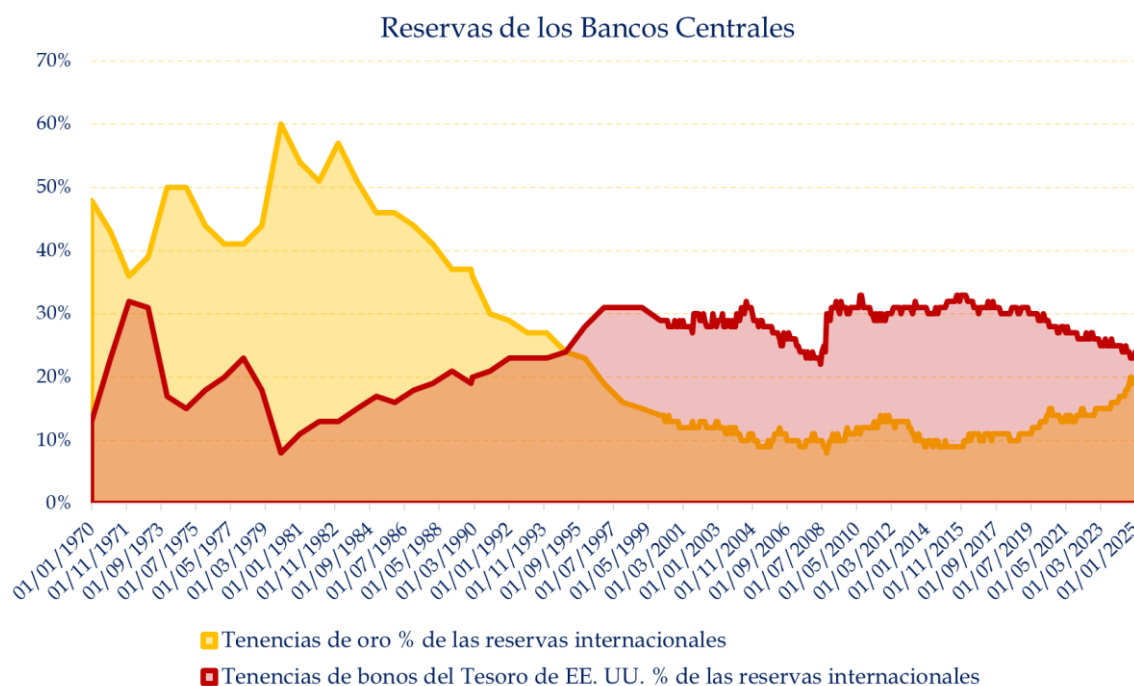
### 53.El nuevo patrón oro silencioso

Los bancos centrales quieren tener deuda americana en sus reservas, pero esta idea se está diluyendo en un mar de lingotes de oro.

Hace no tanto tiempo... **tener Treasuries era sinónimo de seguridad**, liquidez y confianza en el dólar como divisa hegemónica. Pero la tendencia en favor del oro y en contra de la deuda americana es evidente.

Ya explicamos que esta caída en la tenencia de deuda americana se debía en buena medida a lo que pasó con la **congelación de activos rusos** (unos 300 mil millones) como represalia en la guerra de Ucrania. Pero a esto se ha ido sumando un apetito por el oro que me hace pensar que, de forma sigilosa, estamos volviendo a tener en la cabeza este activo como patrón.

Si nos preguntan por qué alguien invertiría en un activo que no ofrece cupones ni dividendos, muchos no sabrían qué decir. Bueno, muchas veces sube de precio... Pero **un banco central** no busca lo que busca el inversor de la calle. Buscan **estabilidad, depósito de valor, independencia monetaria**, medios de pago comúnmente aceptados, oferta no controlada por estados... y ahí nadie supera al oro.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

Los **bancos centrales**, especialmente los de economías como China, India, Turquía, o Rusia, han **multiplicado sus compras de oro**. Como decíamos, el oro no puede ser sancionado, congelado, ni manipulado por una decisión geopolítica. Porque no depende de la política fiscal de un gobierno extranjero. El oro no es el pasivo de nadie.

El dólar, en cambio, sí lo es. **Un bono del Tesoro estadounidense no es más que una promesa de pago del gobierno de EE.UU.** Y, aunque sea la economía más poderosa del mundo, su credibilidad se ha ido erosionando con déficits fiscales desbocados, e incluso amenazas de impago cada vez que se negocia el techo de deuda en el Congreso.

No digo que el dólar vaya a desaparecer como divisa de reserva. Pero sí que estamos viendo cómo, poco a poco, los bancos centrales empiezan a diversificar. Y no con euros, yenes o libras... sino con oro.

Si el patrón oro del siglo XIX obligaba a los países a respaldar su moneda con oro, el movimiento actual es justo el inverso: **los países buscan respaldar sus reservas con oro**. Lo ideal es que sea en el primer sentido, pero el efecto es parecido.

Cuando el dinero fiduciario (como el dólar o el euro) pierde parte de su credibilidad, el mercado —y también los bancos centrales— se refugia en el activo monetario por excelencia: el oro. Es decir, estamos ante una **crisis del dinero de fácil impresión**. Y esto es bueno, muy bueno. Pero puede tener **consecuencias** para los inversores.

Por ejemplo, el Tesoro americano deberá **pagar más para atraer compradores**. Es decir, los tipos de interés de la deuda se pueden seguir disparando. Esto debería llevar a cuadrar el déficit (en el mundo ideal). Si no, EE.UU. se vería obligado a **monetizar su deuda imprimiendo dinero**, lo cual tendería a degenerar en una inflación no pequeña.

El hecho de que el oro haya superado al *Treasury* como principal activo en reservas globales no es una anécdota. Es una señal de cambio. **No nos fiamos del dinero fiduciario.** Y eso es bueno. Lo malo pueden ser las consecuencias en el corto plazo.

Piensa si tú sigues creyendo más en las promesas o también estás mirando más a los lingotes.

## 54. ¿Millonario sin grandes cantidades? Sí, por favor. La historia de Irene y Sofía

Ya sé que escribo mucho sobre la necesidad de ahorrar e invertir. Algunos os vais a cansar, pero para muchos es la primera vez que leen algo sobre poder ser ricos y pocos saben que es realmente sencillo.

Ya [hablamos del caso de Ferrán y de su café](#). Y hoy os traigo **el caso de Irene y de Sofía**. Típica conversación de fiesta...

- Pues **me encantaría invertir, pero no sé cómo hacerlo**, dice Irene preocupada.
- No te preocupes -le responde Sofía sonriente-, yo también quiero y no sé cómo.

Irene, Sofía, sabed que **podéis ser millonarias**. Y, es que, tanto Irene como Sofía son muy jóvenes. Y además de jóvenes son muy listas. Buenos trabajos, capacidad de ahorro y, como algo se olían, tienen ya algo ahorrado, unos 8 mil euros cada una. Además, están dispuestas a hacer un **pequeño sacrificio** adicional para poder alcanzar un **ahorro periódico** de 500 euros mensuales, ahora que todavía viven en casa de sus padres. Eso sí, en 3 o 4 años, quieren independizarse y solo podrán aportar 50 euros mensuales.

La situación es muy buena: no todo el mundo tiene esta capacidad, ni somos tan listos, ni tan jóvenes, ni tenemos tanto dinero ahorrado. Pero ellas sí. Así que se deciden a comenzar su aventura.

Como no saben en cómo invertir, les sugieren hacerlo a través de una cuenta que se abren en un bróker de calidad que les aconseja un amigo que trabaja en la industria y que es **independiente**. Además, este personaje les aconseja indexarse en un **MSCI World o en un índice grande, como el S&P 500**. La rentabilidad promedio de los últimos 90 años ha sido de un 11,24%

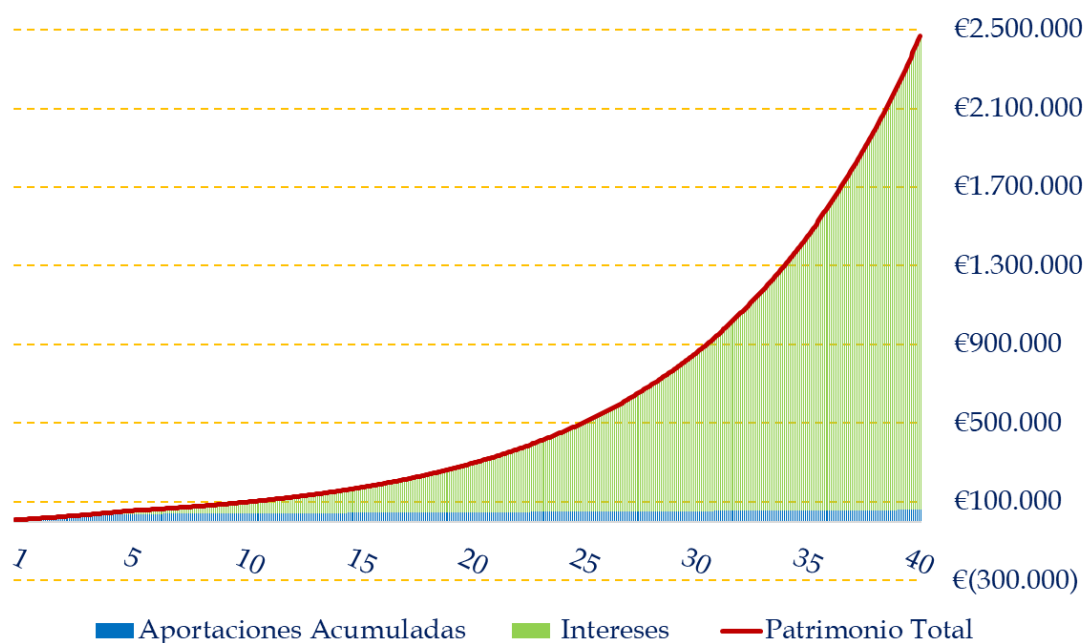
Pues manos a la obra, **invierten la cantidad inicial y automatizan** durante esos primeros años su ahorro mensual. No miran la cuenta. Nunca. Ni siquiera cuando sube o cae mucho. Les han explicado que si **invierten algo más cuando los mercados caen**, obtendrían rentabilidad adicional, pero no tienen tiempo, ni conocimiento, ni ganas. Prefieren no mirarlo nunca. Una se dedica al mundo de



la abogacía y la otra al de los recursos humanos. Son muy buenas en lo suyo, pero las finanzas les pilla muy lejos.

Finalmente se independizan y modifican su pingue ahorro periódico por uno más al alcance de todos: **50 euros mensuales**. Y siguen sin mirarlo. De hecho, viven como si no tuvieran esa cuenta.

Después de haber formado cada cual una maravillosa familia y una vida laboral llena de éxitos, ambas deciden mirar su cuenta. Quieren jubilarse, pero **no saben si la pensión les va a llegar** para dejar de trabajar en las condiciones que quieren. Y, oh sorpresa, que al mirar la cuenta, observan que **tienen ¡2,5 millones de euros!**



Fuente: Carlos Arenas Laorga

Tanto Sofía como Irene no dan crédito. Un día, tomando ambas un café, le dice una a la otra.

- ¿Sabes que **nos podíamos haber jubilado hace años?** Comenta la emprendedora Sofía.
- Es imposible, contesta Irene, he calculado las aportaciones que hemos hecho y no llegan a los 60 mil euros. Trabajo en recursos humanos desde hace muchos años y no he visto cosa igual. Es increíble, comenta admirada.

Finalmente, Sofía e Irene, Irene y Sofía, amigas desde aquella lejana fiesta, deciden **viajar por el mundo, disfrutando de su pequeña fortuna** y la salud de que gozan.

Todos somos Irene y Sofía. Cada cual con sus particularidades. Los hay que no pueden hacer un ahorro periódico inicial tan grande y los habrá que disponen de mayores caudales; los habrá no tan jóvenes y los habrá aún más; habrá quienes puedan aportar una cantidad inicial superior y quienes no puedan tanto; los habrá, en fin, de todos los colores. Pero lo importante no son las minucias de los detalles, sino la idea general. Y esta es la de siempre: **invertir cuanto antes**. Dejar que **el tiempo y el interés compuesto hagan su magia**.

### **Epílogo.**

Tanto Irene como Sofía, aconsejadas por su amigo, abrieron una cuenta cuando fueron **naciendo sus respectivos hijos**. A cada uno le ponían 15 euros al mes. Sus hijos ya contaban, sin hacer nada, con **1 millón de euros a los 60 años** por esta pequeña iniciativa de sus madres. Y, aconsejadas por ellas, también decidieron hacer ahorro periódico desde muy jóvenes. No os digo el dinero que alcanzaron los hijos para no daros envidia. Solo os digo que se pagaron una casa sin apenas hipoteca en un bonito barrio de Madrid y que disfrutaron de un más que buen nivel de vida.

**Todo comenzó en una lejana fiesta** en la juventud de sus madres. Todo comenzó con **un pequeño acto**. Un acto que cambió el devenir de sus familias para siempre.

Sé inteligente, sé como Irene y Sofía.

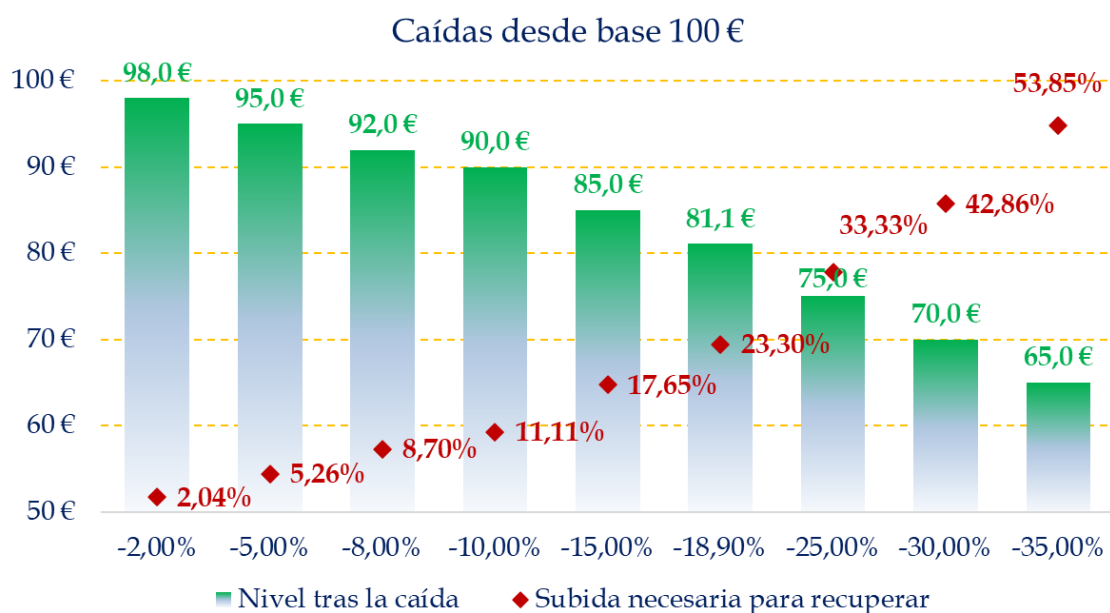
## 55. Caer para subir, el poder de las correcciones de mercado

¿Sabías que si un activo cae un -20%, necesitas algo más que un +20% para recuperar lo perdido? Parece una obviedad, pero a veces lo olvidamos y las implicaciones son grandes...

Las **caídas en los mercados**, lejos de ser un drama, son una **ventana de oportunidad** para los de largo plazo. Entiéndase lo que voy a decir, pero yo estoy encantado con que, cada cierto tiempo, vengan correcciones. Así aprovecho la liquidez que he ido generando para entrar con más fuerza. Si un determinado fondo lo llevaba en un +40% y caen los mercados, el fondo puede que quede en un pobre +15% (y hablo de una caída seria). Aprovecho para meterme con más fuerza. Así, cuando suba, lo hará con una mayor cantidad y, en poco tiempo, en vez de un +40%, tendrá un +70%.

Ya hablamos en [un artículo anterior sobre la estrategia de batir a los índices](#), y aquí profundizamos y poco más en cómo se hace esto.

Vamos paso a paso. Si caes, ¿cuánto tienes que subir para recuperar?



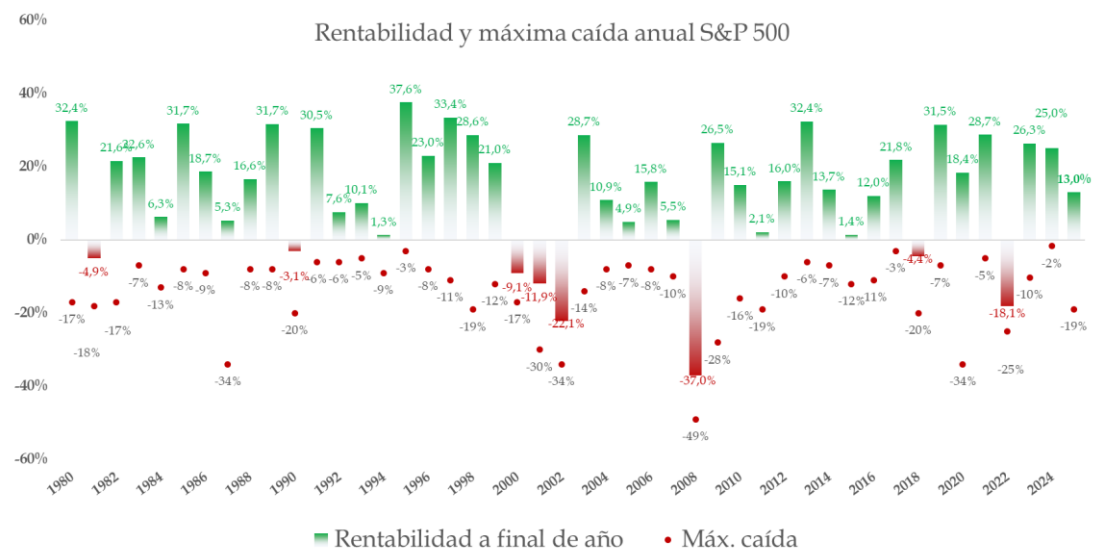
Fuente: Carlos Arenas Laorga

Cuando un índice como el S&P 500 cae un -25%, muchos inversores entran en pánico. Pero lo que pocos calculan es lo siguiente: para volver al punto de

partida tras una caída del -25%, **necesitas una subida del +33,33%**. Y si la caída es del -35%, ya necesitas un +53,85%. Por cierto, algo similar a lo que ocurrió el año del Covid...

Si tienes 100 €, y pierdes un -25%, te quedan 75 €. Si 75 € suben un +25%, no llegas a los 100 iniciales, te quedas en poco menos de 94 €. Haz el cálculo...

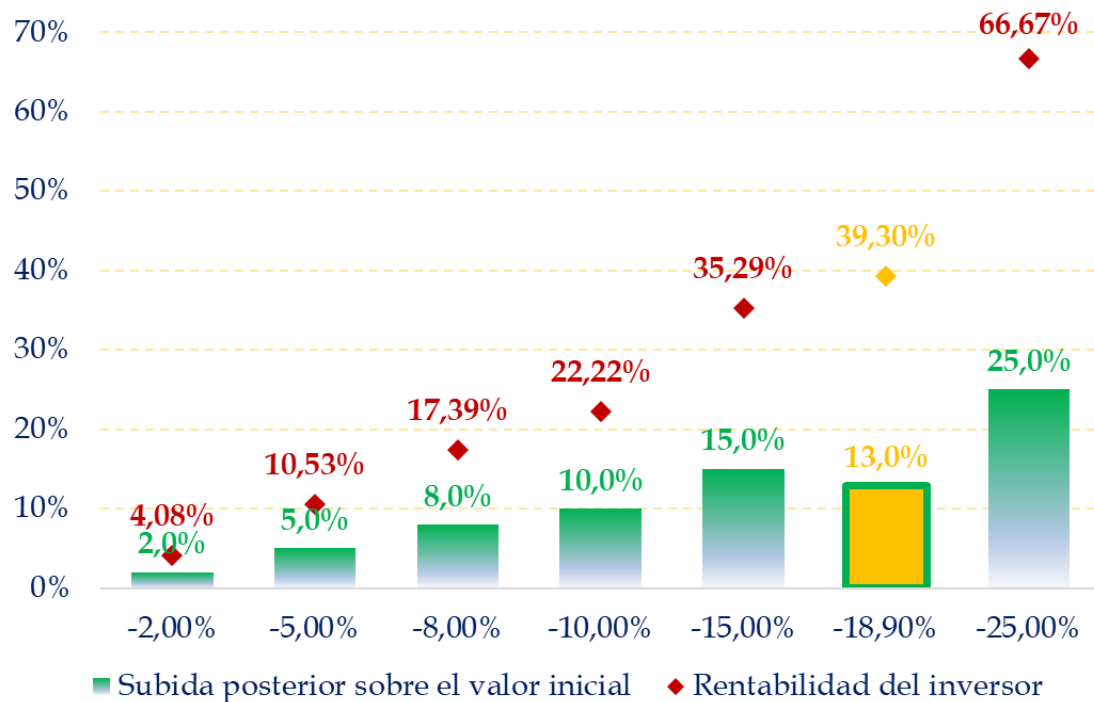
Esta asimetría es justo lo que convierte las **correcciones en oportunidades**. Si compras en mínimos, la rentabilidad potencial no es simplemente la que marca el índice... ¡sino mucho mayor! Y cada año, el mercado nos brinda estas oportunidades.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

Veamos el caso de **este mismo año 2025**. El S&P 500 cayó un -18,9% desde el inicio de año. Desde la base en la que empezó el año, **el índice ha subido un +12,9%**. A simple vista parece una recuperación modesta, pero si hubieras invertido en los mínimos... tu rentabilidad no sería del +12,9%, sino del **+39,3%**.

Cuando compras tras una caída, los 100 € iniciales están más abajo... y todo lo que venga después multiplica. En lugar de subir desde el pico, estás subiendo desde el valle.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

Muchos inversores (y no me refiero solo a los novatos) tienen una reacción común **ante las correcciones: salir por piernas**. Pero los datos históricos muestran que, en los últimos 90 años, prácticamente todas las caídas del mercado han ido seguidas por grandes recuperaciones (a veces en muy pocas semanas).

Y **no digo que haya que hacer *market timing***, ni muchísimo menos. Y tampoco se trata de acertar con el mínimo absoluto. Pero hay que saber que, cuando hay miedo, el precio de los mercados suele estar por debajo de su valor real.

No se trata de adivinar suelos, sino de entender que, cuando el miedo domina, el precio de los activos suele estar por debajo de su valor real.

Insisto en el ejemplo de este año. quien invirtió en mínimos, lleva una rentabilidad de **más del 39%** en apenas unos meses (nada mal).

Un fondo de inversión bien diversificado, con **aportaciones periódicas y contribuciones adicionales tácticas** en momentos de corrección, puede generar **rentabilidades acumuladas espectaculares**. Es el modo de obtener lo que gana

el índice y un plus extra. Como decía Warren Buffett: *sé temeroso cuando otros son codiciosos, y codicioso cuando otros son temerosos.*

Algunas claves para aprovechar bien las correcciones:

1. **Ten liquidez disponible** para aprovechar oportunidades. Por ejemplo en un fondo de renta fija a corto plazo. Que tu ahorro periódico mensual se destine en un pequeño porcentaje a esta semi liquidez, no todo a renta variable.
2. **Diversifica tu inversión:** entiendo que eres un inversor de plazo largo. Renta variable, indexada, activa, global, regional...
3. **Mantén la cabeza fría:** evita decisiones emocionales. Las caídas son parte del ciclo. Ya sabes lo que tienes que hacer. No huyas, métete.
4. **Piensa a largo plazo:** no inviertas en un rebote de 15 días. Invierte para los próximos 15 años.
5. **No metas toda la liquidez con una caída del 10%:** luego puede caer otro 10% adicional. Si cae un 10%, mete un 20% de la liquidez, si cae otro 10%, metes otro porcentaje... No trates de adivinar el mínimo.

El dolor momentáneo de una caída debemos verlo como la oportunidad de oro. Es la semilla de una gran rentabilidad futura. Todo depende de tu reacción. Entiende que cada corrección es una oportunidad disfrazada de crisis.

La próxima vez que veas una caída del -20%, acuérdate de esto. No estás ante un problema, sino ante la oportunidad de ser más rico. Estás en la parte de debajo de la escalera de la rentabilidad, y ya sabes cómo subirla.

## 56.El nuevo sistema de cuotas de los autónomos

A partir de 2026, los autónomos españoles verán cómo sus cuotas a la Seguridad Social se elevan progresivamente hasta 2028, alcanzando cifras que, en los tramos altos de ingresos, superarán los 1.200 euros mensuales. En paralelo, se consolida un sistema que **elimina la libre elección de base de cotización**, vinculando obligatoriamente las cuotas a los ingresos netos reales.

Hasta hace pocos años, un trabajador por cuenta propia, un autónomo, **podía elegir cuánto cotizar**. ¿Querías pagar poco y asumir una escasa pensión futura? Era tu decisión. ¿Querías asegurar tu jubilación con cotizaciones altas? También podías. Ahora esto se ha terminado...

La nueva tabla de cotizaciones para autónomos que ha presentado el Gobierno queda tal que así.

	2026		2027		2028	
Tramos de rendimiento netos (€)	Base mínima	Cuota	Base mínima	Cuota	Base mínima	Cuota
670 o menos	710 €	217 €	767 €	235 €	824 €	252 €
De 671 a 900	777 €	235 €	816 €	250 €	865 €	265 €
De 901 a 1.166	886 €	271 €	923 €	282 €	960 €	294 €
De 1.167 a 1.300	987 €	302 €	1.023 €	313 €	1.059 €	324 €
De 1.301 a 1.500	1.017 €	311 €	1.074 €	329 €	1.130 €	346 €
De 1.501 a 1.700	1.051 €	322 €	1.141 €	349 €	1.203 €	377 €
De 1.701 a 1.850	1.236 €	378 €	1.329 €	407 €	1.422 €	435 €
De 1.851 a 2.030	1.316 €	403 €	1.423 €	435 €	1.530 €	468 €
De 2.031 a 2.330	1.400 €	429 €	1.526 €	467 €	1.652 €	506 €
De 2.331 a 2.760	1.519 €	465 €	1.681 €	514 €	1.843 €	564 €
De 2.761 a 3.190	1.658 €	507 €	1.879 €	575 €	2.029 €	642 €
De 3.191 a 3.620	1.798 €	550 €	2.076 €	635 €	2.355 €	721 €
De 3.621 a 4.050	1.938 €	593 €	2.274 €	699 €	2.611 €	799 €
De 4.051 a 6.000	2.118 €	648 €	2.505 €	766 €	2.891 €	885 €
De 6.001 y más	2.602 €	796 €	3.276 €	1.002 €	3.950	1.209

Un autónomo que ingresa menos de 670 € al mes, pagará una cuota de 252 € en 2028. Es decir, cerca del **40 % de sus ingresos netos**. Alguien que está en el tramo que incluye 1.900 €, tendrá que pagar casi 470 €, más del **20 % de su renta**

**disponible**, pudiendo llegar a **más del 30%**. Y si tu negocio va bien y superas los 6.000 €, tu aportación mensual se irá por encima de los **1.200 €**.

Aquí no hablamos ya de redistribución, sino de una expropiación ni siquiera camuflada. El argumento oficial es mantener a flote el sistema público de pensiones, ese mismo que se dice que no está quebrado. A mí me parece raro, pero no soy autónomo.

Solo una cosilla puntual. Si así **se recauda más hoy, también se están generando mayores derechos futuros**. Es decir, el agujero no se tapa, se aplaza... Pero oye, casi 10 millones de votos valen más que los escasos 3,4 millones de autónomos. Y dado que se les suben tanto los impuestos, lo normal es que caiga esta cifra de autónomos. **¿Será que no se quiere que existan los autónomos?** ¿Se pretende que todos sean trabajadores por cuenta ajena, ya sea en el sector público, ya en el privado?

En cualquier caso, y volviendo al tema de las pensiones, la aceptación tácita de que el sistema no se sostiene parece evidente. Entonces llega una pregunta del todo pertinente. Si ahora somos capaces de que el sistema no reviente, ¿cuándo lo hará?

Creo que debemos preguntarnos si un autónomo puede vivir así. ¿No es mejor cerrar la persiana y buscar trabajo por cuenta ajena? Las políticas deben buscar un plantel de incentivos y aquí se da todo lo contrario. Es decir, el Gobierno quiere recaudar más de los autónomos, y sube las cuotas. Pero esto va a suponer que **muchos autónomos dejen de serlo o se vean obligados a cerrar**. A su vez, esto hace que se pueda **recaudar menos porque hay menos autónomos** a los que sustraer esas cotizaciones. Al final, se consigue el efecto contrario al que se pretendía en primer lugar. O quizá haya otros objetivos distintos y los desconozco...

Las alternativas que se me vienen a la cabeza con una presión fiscal asfixiante son: cerrar, emigrar, o la economía sumergida. Ninguna de las tres me parece adecuada.



Y si la consecuencia es que disminuye la base de contribuyentes, nos quedaremos sin autónomos, sin pensiones y sin futuro.

Esto no pretende ser una crítica negativa, sino constructiva. Sería fantástico que los autónomos tuvieran mayor libertad. Preguntemos a los autónomos qué quieren hacer. Así, desde la Administración Pública, se podrán tomar medidas que sean más beneficiosas para un colectivo que ya lo tiene complicado.

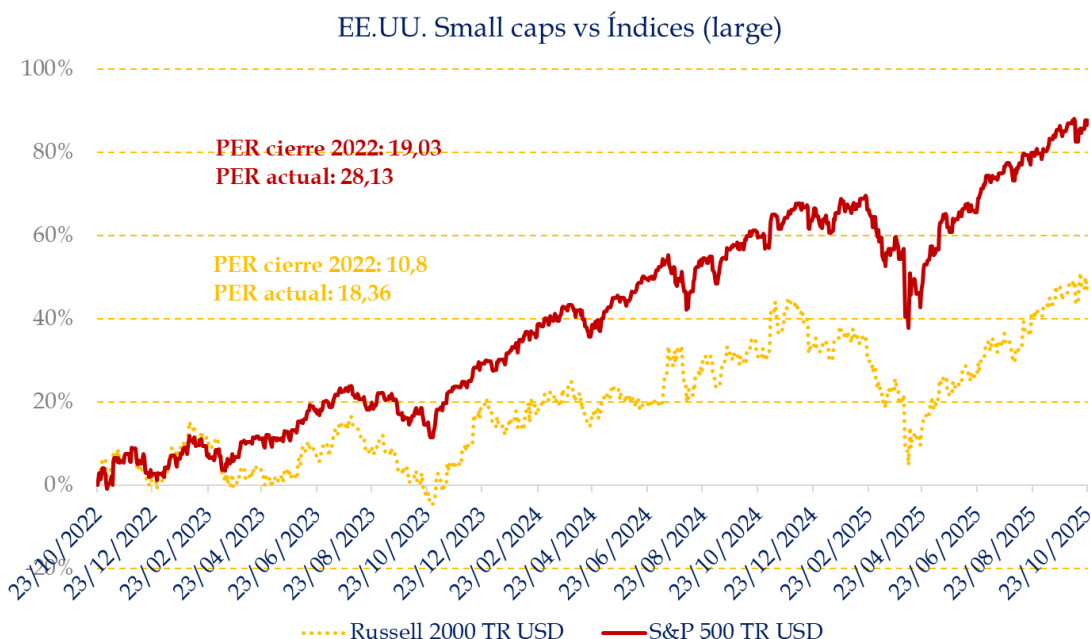
## 57. ¿Hora de volver a las *small caps*?

Con los tipos de interés bajando en Estados Unidos y ya bajos en Europa, y con políticas fiscales cada vez más expansivas, las *small caps* vuelven al radar de muchos inversores. ¿Es momento de entrar? ¿Dónde están las oportunidades, en EE.UU. o en Europa?

Ya hablamos en su día de la oportunidad de este tipo de activos. Seguramente, la conclusión que saco es que me equivoqué. Me adelanté 6 meses. Con las caídas correspondientes. Por suerte, parece que ya están despertando.

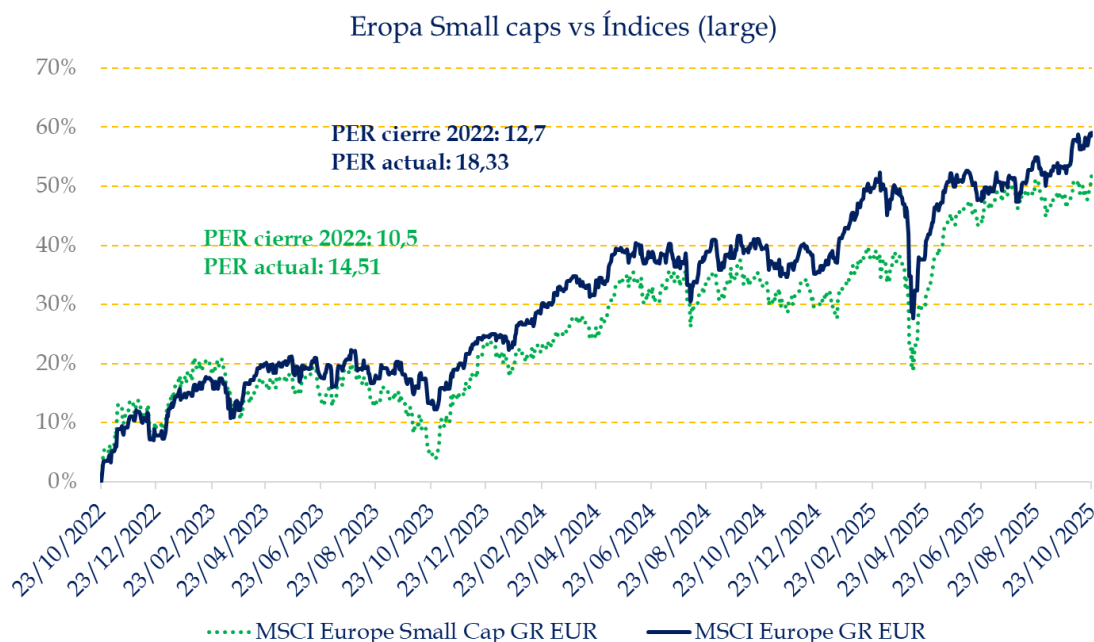
Con riesgo de equivocarme de nuevo, creo que hay oportunidad en este tipo de activo. Con **tipos de interés bajos y cayendo**, y **políticas fiscales expansivas**, un activo muy beneficiado, tradicionalmente, son las pequeñas compañías.

En **EE.UU.**, la Reserva Federal ha comenzado a reducir los tipos de interés tras una de las subidas más agresivas en décadas. Y parece que antes de fin de año nos encontraremos con **ulteriores bajadas**. Eso es **menor coste de deuda**, mayor **capacidad de financiarse** de forma barata, debilidad del dólar y menor capacidad exportadora (lo cual es bueno para las pequeñas al estar en mercados nacionales), posibilidad de repunte bursátil y crecimiento económico (también relativamente mejor para las pequeñas), y un largo etcétera en el que podríamos continuar un rato largo.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

En **Europa**, aunque los tipos ya son más bajos, se está acompañando todo con **importantes políticas fiscales expansivas** que pretenden estimular el crecimiento tras años de estancamiento.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

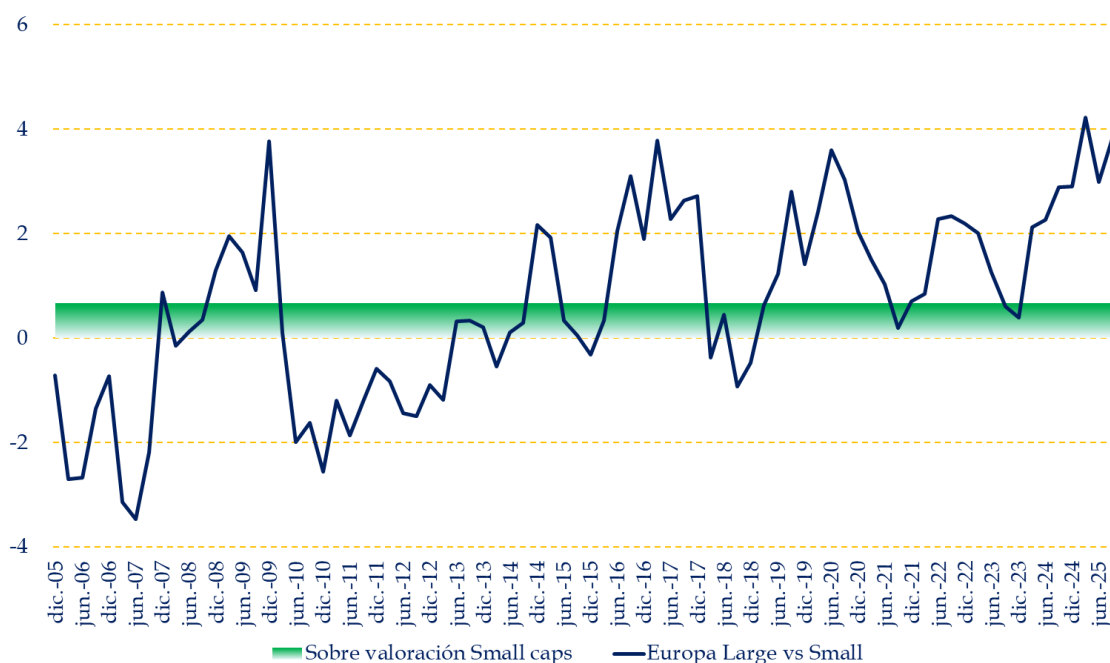
¿Y por qué esto es importante para las *small caps*? Porque este tipo de compañías — más pequeñas, más ágiles, pero también más sensibles al ciclo —

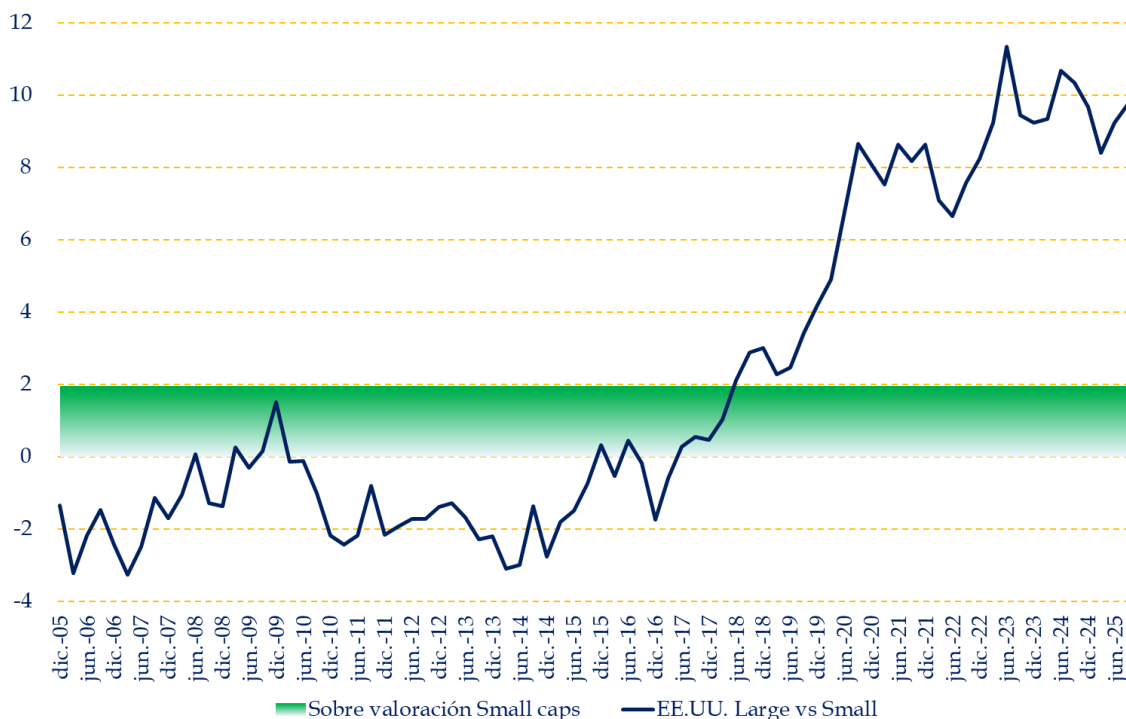
**suelen sufrir en entornos de tipos altos y liquidez restringida.** Al reducirse el coste de financiación y mejorar las condiciones de demanda, estas empresas pueden volver a crecer, innovar y, lo más importante para el inversor, revalorizarse. Por eso, al ser **más sensibles al ciclo, un impulso monetario y fiscal y valoraciones atractivas, deberían hacerlas revalorizarse.**

Las *small caps* europeas han vivido años difíciles. Un cóctel de bajo crecimiento, incertidumbre geopolítica (Rusia-Ucrania, energía, elecciones polarizadas, estancamiento de Alemania, o inestabilidad política) y una escasez crónica de inversión las ha dejado atrás en rentabilidad frente a otros activos. Pero parece que esto está cambiando...

Muchas de las consecuencias de estas políticas monetarias y fiscales impactan de modo especial en las pequeñas empresas, lo cual también suele traducirse en **flujos de capital hacia sectores típicamente representados por *small caps*.**

Además, muchas de estas empresas cotizan con **múltiplos muy bajos**, por debajo de su media histórica, lo que deja espacio para un *re-rating*. De hecho, la valoración de este tipo de compañías está en mínimos históricos con respecto a las grandes.





Fuente: Carlos Arenas Laorga

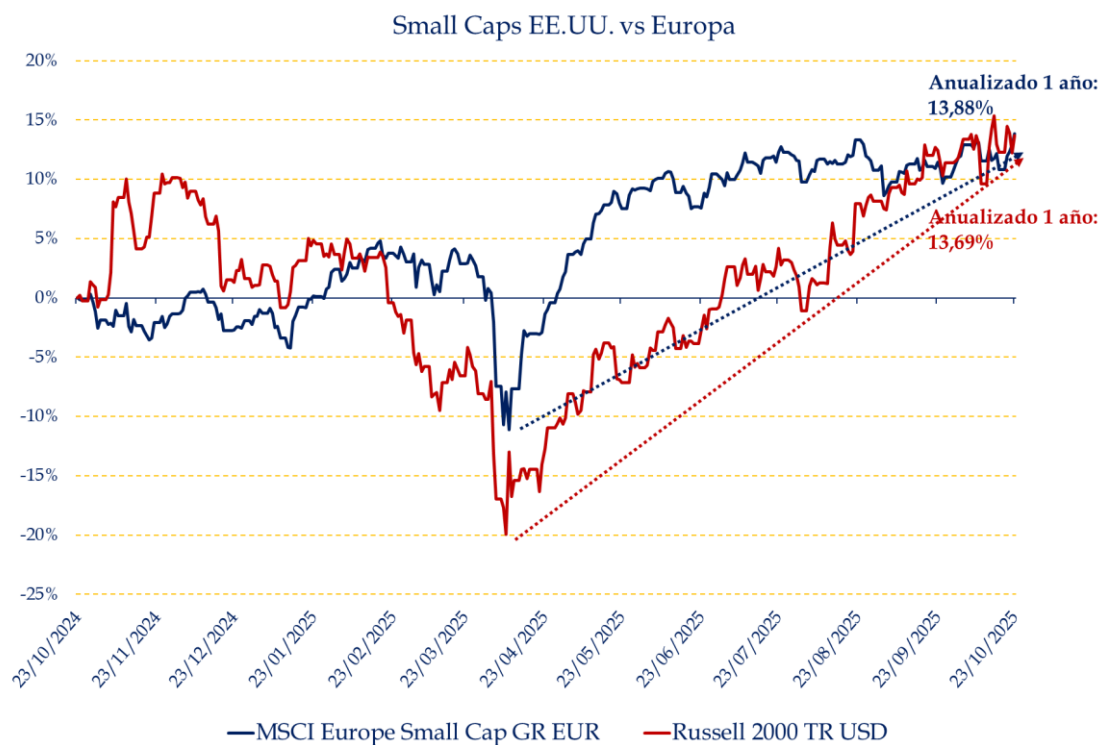
**En Europa**, tipos de interés en mínimos, con posibilidad de mantenerse bajos por más tiempo; políticas fiscales expansivas que podrían favorecer a sectores cíclicos y domésticos; valoraciones atractivas; y **exposición a value**, sector industrial principalmente.

Al otro lado del Atlántico, las *small caps* americanas han sufrido también, pero por motivos distintos. En este caso, el endurecimiento monetario — más rápido y profundo — elevó los costes de financiación, afectando a muchas empresas endeudadas o sin beneficios.

Sin embargo, con la Fed bajando tipos y una economía que, pese a las dudas, sigue mostrando músculo, el escenario es propicio para un rebote. **Fortalezas de EE.UU. son:** dinamismo económico, incluso con tipos aún relativamente altos; mayor acceso a capital; **sectores punteros** (tecnología, salud, consumo) con alta **representación en el segmento *small caps***; y todos los que hemos mencionado en la primera parte de este artículo.

Durante los últimos años, el S&P 500 ha superado ampliamente al Russell 2000, pero en **anteriores ciclos de bajada de tipos, las *small caps* duplicaron o triplicaron la rentabilidad de sus hermanas mayores.**

Por otro lado, tenemos la elección entre Europa y EE.UU., pero quizás la mejor decisión sea **evitar el binarismo**. En un entorno donde los tipos caen a ambos lados del Atlántico, lo sensato es tener exposición diversificada a ambas regiones, ajustando el peso según perfil de riesgo y convicción macro.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

Para perfiles **más conservadores**, la ***small cap europea*** puede actuar como proxy de *value* con menor volatilidad histórica. Para **inversores más agresivos**, el **Russell 2000** o **fondos centrados en *growth*** americano pueden ser una apuesta de mayor beta.

Si 2024 fue el año de las siete magníficas, 2025 y 2026 podría ser el año de las desconocidas. Esto es lo que predicaba en la segunda mitad del año pasado y me adelanté (equiviqué). Espero no hacerlo ahora. Desde luego, todos los indicadores apuntan a unas *small caps* al alza.

Con valoraciones más razonables, mejora del contexto macro y la promesa de una rentabilidad superior en nuevos ciclos, puede ser hora de prestarles atención.

## **58. Luz verde para la Fed y el dato de la inflación**

Sabemos que la Fed se está moviendo en función de los datos. Principalmente la inflación, y el crecimiento económico, concretado particularmente en el mercado laboral. Esto ha hecho que, dados los datos, el mercado pase a descontar 2 bajadas desde el 91% de probabilidad al 96%. El causante de esto, el dato de inflación.

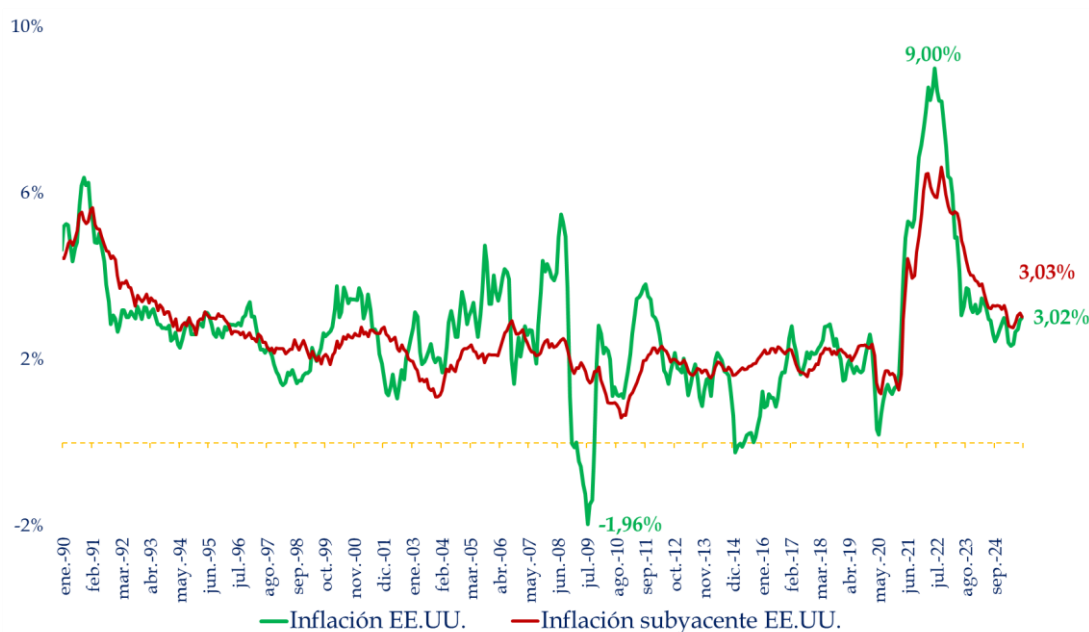
Los últimos datos publicados han sido un alivio. Tanto el índice general como la inflación subyacente han salido por debajo de lo esperado. En otras palabras, la inflación no está en los niveles idóneos, pero sí suficientes para dejar ese margen de maniobra a la Fed.

El dato no significa que la Reserva Federal ya tenga carta blanca para bajar los tipos de interés, pero sí que el semáforo, que hasta hace poco estaba en ámbar, ha cambiado a un tono que casi es verde.

El IPC de EE. UU. subió en septiembre un 0,3% mensual frente al 0,4% esperado, mientras que la inflación subyacente lo hizo en un 0,2% en vez del previsto 0,3% (también por debajo del consenso). En términos interanuales, la tasa general se sitúa en el 3,0% y la subyacente en el mismo nivel del 3%. Lejos todavía del objetivo del 2%, sí, pero la trayectoria empieza a dibujar una senda razonable. Esto no quiere decir que los precios caigan, sino que suben a menor ritmo.

Si estás subiendo un puerto de montaña, no es que se haya terminado la subida, pero la parte con mayor pendiente parece que ha quedado atrás.





Fuente: Carlos Arenas Laorga

Esta reducción del ritmo viene del menor impacto de los aranceles. Se pensaba que iba a ser mayor, y no lo está siendo. Es decir, los temidos efectos inflacionistas de la política comercial parecen haberse quedado en titulares... por ahora. [Y ya apuntábamos](#) a que esto era una posibilidad más que cierta...

Lo interesante del dato no es solo su lectura técnica, sino cómo ha reaccionado el mercado. La probabilidad que descuentan los futuros de los *Fed Funds* para ver dos bajadas de tipos antes de que acabe el año ha pasado del 91% al 96% tras conocerse el dato. No es una revolución, pero sí una confirmación: el mercado confía cada vez más en que la Fed dará un giro más *dovish* en su política monetaria.

¿Y por qué importa esto? Porque cuando los tipos caen, las valoraciones de los activos —como la renta variable o la renta fija de largo plazo— se ven impulsadas. Es el equivalente monetario a quitarle peso a un globo aerostático: sube con más facilidad. De hecho, el rendimiento del Treasury a 10 años cayó con fuerza tras el dato, reflejando un alivio en las expectativas de tipos y una menor presión inflacionaria futura.

La inflación es, además de un fenómeno principalmente monetario, un fenómeno de expectativas. Si los agentes económicos —empresas, hogares, inversores— creen que los precios van a seguir subiendo, ajustan su comportamiento en esa dirección: suben salarios, ajustan márgenes, adelantan compras o postergan inversiones. Por eso, un dato ligeramente mejor puede tener un efecto exageradamente bueno.

Pero no conviene olvidar que estamos aún lejos del objetivo del 2%. La *core inflation* sigue siendo tozuda, especialmente en sectores como los servicios o el alquiler, donde los ajustes van con retraso. Y aún no se ha visto el impacto completo de los aranceles si estos se mantienen o se amplían. Por tanto, aunque el dato ha traído optimismo, conviene mantener un cierto escepticismo. Esto no es un punto final.

El dato de inflación es una buena noticia en un año donde las sorpresas positivas no abundan. No porque ya estemos en la meta, sino porque seguimos en la dirección correcta. Esto puede cogerse con alfileres, pero basta revisar el gráfico de nuevo. La Reserva Federal, que ha sido hasta ahora muy prudente, podría encontrar en este dato una excusa razonable para preparar el terreno a esa segunda bajada de tipos adicional antes de que acabe el año. El mercado, por su parte, ya lo está descontando casi con certeza.

Tener carteras diversificadas, con exposición a renta fija de calidad y duración media, puede ser una estrategia prudente. Y para los más tácticos, los sectores sensibles a tipos (como *growth*, tecnología o consumo discrecional) podrían seguir siendo los beneficiados si este tono más suave de inflación se mantiene.

## 59. Lo que cambia con el nuevo pacto comercial entre EE.UU. y China

Hemos vuelto a ver un acuerdo comercial entre Estados Unidos y China. Esta vez los dos presidentes más poderosos del mundo eran quienes se daban la mano. No unos negociadores mandados, no. Ellos mismos. ¿Qué acuerdos hay?

La semana pasada los mercados respiraban con alivio traducidos en subidas con el **nuevo acuerdo comercial entre USA y China**. El presidente americano lucía triunfante asegurando que la reunión había sido un 12 sobre 10.

Mis “peros” a la reunión. El **primero**, como es evidente, es su **carácter temporal y la fragilidad** de la decisión de dos personas. Son dos personas poco dadas a la estabilidad institucional, sobre todo Trump. Si el propietario del piso en el que estás alquilado dice que, cada año, según vea, te cambiará las condiciones... como que no hace mucha gracia. Y para el comercio y muchas otras actividades, la estabilidad institucional y jurídica es clave. Pero es que, ni siquiera depende de acuerdos multilaterales, sino de dos personas. No se trata de un pacto entre países, sino entre dos señores.

Mi **segundo** pero es el nombre que se le ha dado. No es un tratado de libre comercio, no es una tregua, ni un tratado de paz. Ni siquiera es una hoja de ruta clara. En el mejor de los casos, lo denominaría **pacto temporal** de tregua parcial.

Esta tregua parcial consiste en que Estados Unidos recorta en **10 puntos porcentuales los aranceles a China**. Esos que estuvieron en más del 140%, ahora se sitúan en un “modesto” 47% tras acordar reducirlos desde el 57%.

**China, por su parte, se compromete a** varias cosas. Y cuidado, ninguna de ellas es una rebaja arancelaria. Parecería que Trump ha perdido una batalla negociadora. Yo no lo creo y ahora lo explicaré, pero sigamos.

La primera a **comprar más productos agrícolas americanos**, especialmente soja. Nada del otro mundo, ya lo hacía antes de la guerra comercial. Y la segunda, y a mi juicio más importante, a **incrementar la compra de energía desde Estados**

**Unidos y a no imponer restricciones sobre tierras raras y otros materiales estratégicos como el litio.**

Ya sé que no es para lanzar cohetes. En parte es volver un poco a la situación previa de las sanciones. Es como si el vecino deja de echarle basura en el jardín y tú dejas de demandarle con multas. Es una **reversión de castigos cruzados**. No es para lanzar campanas la vuelo, insisto, pero no creo que sea una mala noticia para nada.

La promesa china de comprar más soja y energía estadounidense ha sido presentada como un logro estratégico. Pero, seamos sinceros: China no está regalando nada. Solo vuelve a comprar soja a EE.UU. porque durante la guerra comercial optó por Brasil y Argentina, aunque a un coste mayor. Ahora, retoma esa relación por razones prácticas: lo necesita.

El **tema energético** ya es distinto. Vale que la economía china crece y necesita expandir su gasto en energía. Pero bien se la podía comprar a Rusia... Y no, lo va a hacer con Estados Unidos, con petróleo y gas desde Alaska.

Y esto es, precisamente, en donde creo que radica el mayor acierto de Trump. A lo tonto, pico pala y con negociaciones comerciales, se está asegurando **inversiones de muchos países de cientos de billones de dólares para los próximos años**. Un país que recibe inversiones de estas dimensiones es **más complicado que tenga problemas serios de crecimiento o de empleo**. No digo que no pueda tenerlos, digo que es más difícil. Y Trump puede ser un maleducado, puede no haberse educado en Versalles, pero al César lo que es del César. Ya me gustaría a mí que alguien de España consiguiese una décima parte de las **inversiones que está consiguiendo Trump para su país** en los próximos años.

En términos comerciales esto es un poco bluf. El comercio internacional necesita normas claras, no pulsos personales. Y las carteras bien diversificadas, como las buenas democracias, prefieren estabilidad institucional a fuegos de artificio. Eso lo sabemos. Pero no quería dejar de resaltar las inversiones que está

consiguiendo Trump. Porque igual no es momentos de caídas en el mercado americano, sino todo lo contrario.

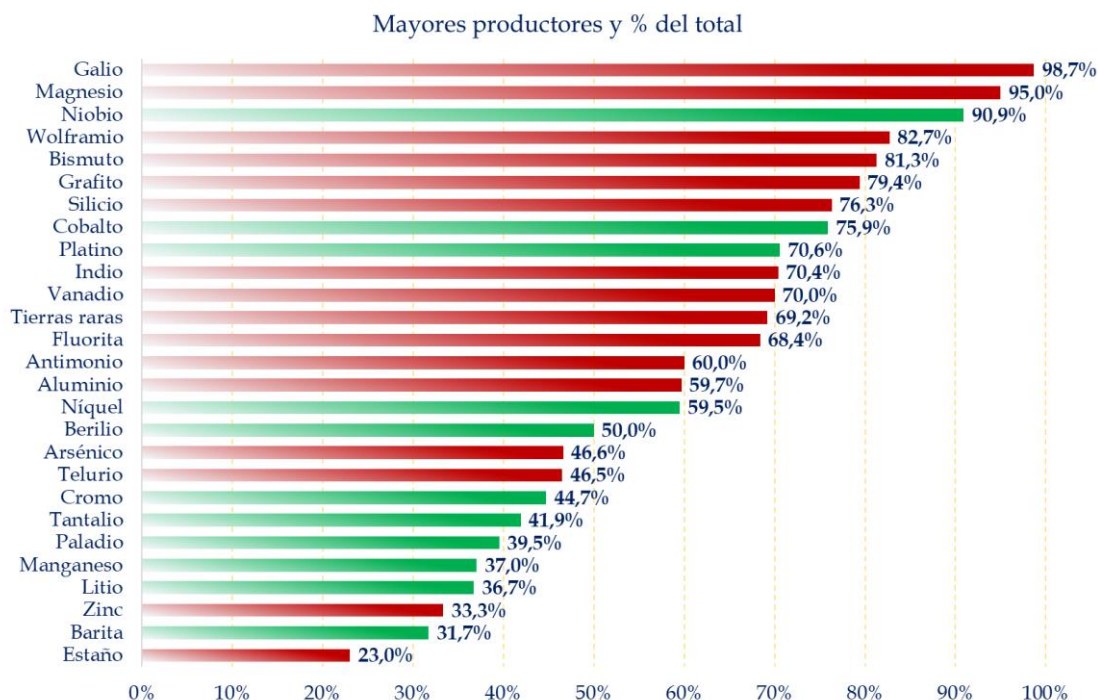
## 60. Los metales que sostienen el mundo

Durante el siglo pasado, uno de los motores que pesaba más en las balanzas de poder fue el petróleo. Hace unos siglos fueron otras materias primas, desde el trigo, hasta ciertos metales en épocas pretéritas. En cualquier caso, siempre hay determinados elementos que, en cada momento, son importantes. Y ahora no es distinto.

Una de las ventajas de estudiar fondos de inversión es que uno tiene que estar al tanto de cosas que nunca hubiera pensado. En mi caso personal, y perdóneme la referencia personalista, jamás pensé que tendría que estudiar la **importancia de los minerales**. Pues bendito trabajo que me ha hecho estudiar algo que en la vida hubiera pensado.

Y, ¿por qué un analista de fondos debe conocer esto? Pues porque para escoger un fondo de materias primas, hay que estudiarlas. Para conocer los materiales clave en la **transición energética o en los componentes de los vehículos eléctricos**, debemos saber qué hay y qué no hay. Pensemos en el auge del sector **defensa**. ¿Hacen falta materiales para la fabricación de armamento? En caso afirmativo, ¿cuáles? ¿Son necesarios determinados minerales para el desarrollo de los **chips de inteligencia artificial**?

Pues vamos a tratar de ver los **principales minerales**, quién los tiene y en qué son importantes.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

### Galio – China (98,7%)

Semiconductores, diodos LED, circuitos de alta frecuencia y paneles solares avanzados. Resultan esenciales para componentes optoelectrónicos y radar. Su control puede condicionar la fabricación de chips de defensa y tecnología 5G, ni más ni menos...

### Magnesio – China (95%)

Aleaciones ligeras para automoción y aviación, y esencial para la fabricación de aluminio. La UE importa casi todo el magnesio de China. En 2021, una parada de producción en China provocó una crisis industrial en Europa y una interrupción en su suministro paraliza la industria del automóvil. Como para no tenerlo en cuenta.

### Grafito – China (79,4%)

Esencial para baterías de ion-litio, lubricantes industriales y reactores nucleares. Sin grafito no hay baterías para coches eléctricos ni almacenamiento energético. En la época del vehículo eléctrico y los centros de datos, es un mineral esencial.

**Silicio - China (76,3%)**

Chips, paneles solares, o sensores electrónicos, entre otros usos.

Es la base de la era digital.

**Cobalto - R.D. del Congo (75,9%) (procesado en China)**

Baterías de alta densidad energética, claves en vehículos eléctricos y electrónica portátil. Desde un coche a un móvil...

Aunque la extracción es africana, el 70% pasa por refinerías chinas.

**Indio - China (70,4%)**

Pantallas táctiles, paneles solares y LEDs. Es lo que hace que toques una pantalla y haga caso. Además, es muy escaso y difícil de reciclar.

**Tierras raras - China (69,2%)**

Imanes de alta potencia, motores eléctricos, turbinas eólicas, defensa.

Están en todo: desde un coche Tesla hasta un F-35. China controla más del 85% del procesamiento global. Siempre se habla de ellas y con razón.

**Níquel - Indonesia (59,5%)**

Es lo que se utiliza para reemplazar al cobalto en las baterías más modernas.

Además, como anécdota, Indonesia ha prohibido exportaciones sin procesar, forzando a los demás países a invertir allí directamente.

**Arsénico - China (46,6%)**

Semiconductores y pesticidas. Tiene más usos, pero no sé en qué medida se utilizan. Recuerdo que estos eran los dos más importantes. Por la parte de semiconductores, es importante en los chips de alta velocidad. No hace falta explicar la importancia de eso.

**Telurio - China (46,5%)**

Paneles solares fina y semiconductores. En España tenemos mucho cerca de las Canarias, pero estamos en disputas con Marruecos.



**Tantalio – Ruanda (41,9%)**

Condensadores, smartphones, y equipos militares. Sirven para tener alta capacidad de almacenamiento en poco espacio. Son muy utilizados en defensa.

**Paladio – Rusia (39,5%)**

Catalizadores de automóviles, electrónica, y algo menos en joyería. Es clave para reducir las emisiones en coches gasolina. Fue uno de los primeros minerales que conocí como analista de fondos. Y lo estudié más durante el comienzo de la guerra de Rusia-Ucrania. Las sanciones a Rusia hicieron que su precio se moviera mucho.

Seguro que me dejo muchos por el camino. Y cualquier experto me dirá que los minerales que he mencionado tienen mil aplicaciones más. Me dejo algunos importantes, como el oro, platino, plata y otros que no conoceré. Pero el objetivo es dar unas pinceladas generales, y que entendamos de la importancia actual de estos elementos.

La soberanía de ciertos minerales da la potencia tecnológica y energética o, al menos, la base para ella. Y en este momento, sabemos de la crucial importancia que esto puede llegar a tener. Las guerras también se libran con el comercio... Así que, quien domina este tipo de materiales, no digo que domine el mundo, pero tiene una ventaja competitiva muy grande. Y China es el líder indiscutible.

## 61. ¿Has ahorrado 1 millón? Hacienda se lleva 300.000 razones para que lo repienses

Puede que hayas hecho muchas cosas bien en tu vida, como ahorrar e invertir, pero hay un enemigo frente al que nada puedes hacer. No debería ser el enemigo, pero los tipos tan elevados le han granjeado ese apelativo a Hacienda.

Imagina que llevas toda tu vida siendo buen inversor: **gastas menos de lo que ganas, ahorras** con constancia, e **inviertes** con buen criterio. Poco a poco, año tras año, logras formar un **patrimonio de un millón de euros**. Ya hemos visto en numerosos artículos que no es especialmente complejo esto. Por si acaso te parecía una cifra desorbitada...

Un millón que no te cayó del cielo. No te tocó la lotería, no hubo herencia, ni golpe de suerte. Lo construiste tú a base de disciplina. Pero cuando vas a retirar este patrimonio, **aparece un socio** con el que no contabas.

No hablo ya del IVA ni del IRPF ni de ningún otro impuesto. Me ciño al de las ganancias de capital. Y cuidado, porque estas ganancias ya vienen de dinero que pagó cotizaciones sociales e IRPF. Es decir, es dinero neto de impuestos. Pero para Hacienda no es tan neto... Aquí hablamos de un impuesto adicional; el que se aplica sobre el rendimiento de tu propio ahorro. Si lograste alcanzar ese millón y decides convertirlo en liquidez o realizar plusvalías, **puedes acabar entregando hasta un 30% de ese esfuerzo vital. Es decir, 300.000 euros.**

Sí, has leído bien: un 30%. En España. Porque, aunque parezca que estamos en Europa, **en materia fiscal del ahorro nos parecemos más a un cortafuegos confiscatorio** que a un puente al progreso.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

Según datos de 2025, **la presión fiscal efectiva sobre los rendimientos del ahorro en la Unión Europea es en promedio un 17,1%**. Pero hay países donde ciertos tipos de ahorro están **directamente exentos. Sí: 0%**. Cero. Nada. En algunos casos, ni siquiera se tributa si los **fondos permanecen invertidos durante un tiempo**. Es decir, te incentivan a ahorrar, no a penalizarte por hacerlo.

Una **diferencia de 13 puntos porcentuales (o más)** que puede traducirse en cientos de miles de euros perdidos para el ahorrador español frente a su homólogo europeo. Esa brecha no solo resta competitividad, sino que desincentiva uno de los hábitos más saludables de cualquier economía: el ahorro.

**¿Qué se podría hacer con esos 129 mil euros de diferencia** si viviésemos en un entorno fiscal más razonable? O incluso, **¿qué podríamos hacer con 300 mil euros adicionales** si Hacienda no nos lo quita?

Cada cual se imagine lo que quiera. Yo me he imaginado: financiar 7 años los estudios de mis hijos, comprar un pequeño piso como complemento a mi jubilación y poder dejarlo en herencia a mis hijos, reinvertirlo y ganar más de

100 mil adicionales en menos de una década, irme de viaje con mis amigos 3 veces al año en vez de una, no escatimar en disfrutar mi jubilación, ayudar a fundaciones, y paro ya porque se me ocurren más cosas.

Pero no: en España, una **parte sustancial de ese capital se esfuma entre impuestos** sobre el ahorro, sobre las plusvalías, sobre el patrimonio e incluso, si el contribuyente fallece, sobre la herencia.

**Penalizar el ahorro vía impuestos equivale a frenar el motor del crecimiento.**

No hay empresas sin capital. No hay innovación sin ahorro previo. No hay libertad financiera si cada euro ahorrado viene con una mordaza.

Es como si el sistema asumiera que los ciudadanos son más productivos cuando consumen que cuando planifican. Error garrafal. **Es el ahorro el que permite mirar más allá del corto plazo.** Es la acumulación de capital lo que permite pensar en largo. Sin ahorro no hay inversión, y **sin inversión no hay prosperidad sostenible.**

En la práctica, el sistema fiscal actual en España **envía una señal perversa: “no merece la pena ahorrar”**. O al menos, no hacerlo dentro de nuestras fronteras. Porque el que puede, diversifica fiscalmente (ya me entendéis).

¿Y el **pequeño ahorrador**? Ese que con esfuerzo alcanza su millón tras décadas de trabajo y constancia se convierte **en el blanco más fácil**. Y, lo peor, en el más indefenso. No tiene *family office* ni estructura fiscal sofisticada. Solo tiene su buena fe. Y Hacienda lo sabe.

Es hora de replantearnos el enfoque. No se trata de defraudar ni de buscar trucos, sino de exigir **un entorno que no castigue al prudente**. Si de verdad queremos una sociedad más responsable, más previsora, más libre, el primer paso es dejar de penalizar al que ahorra e invierte.

Un millón ahorrado debería ser motivo de orgullo. No una señal para que el fisco desenfunde.

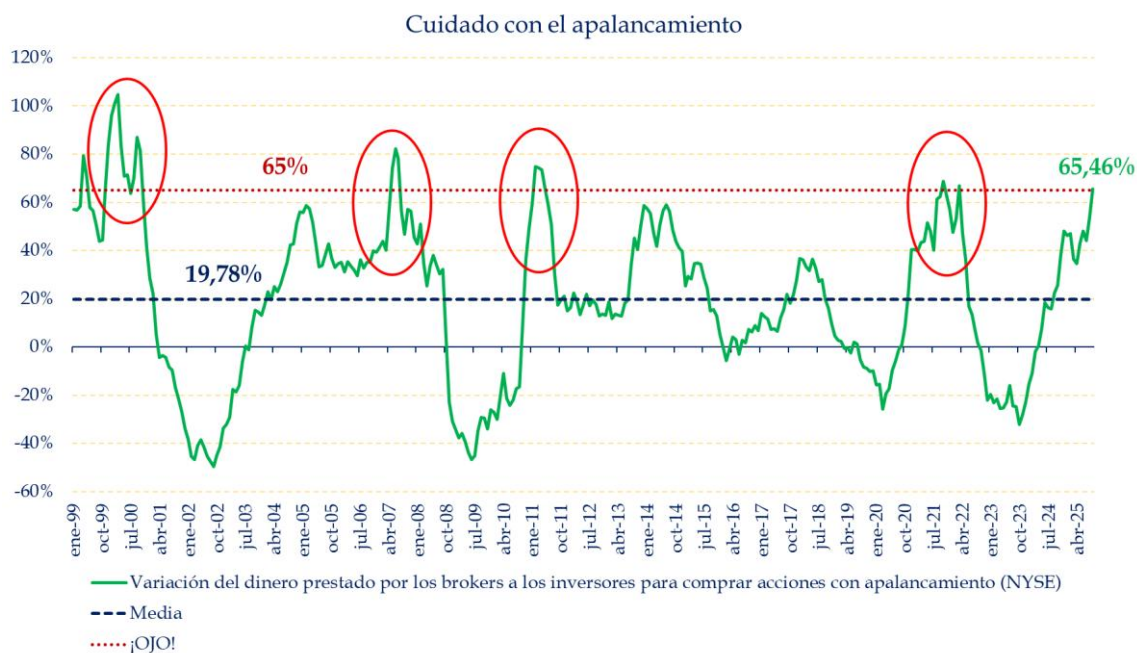
## 62. La señal más clara de las caídas que vienen

Hay algunos indicadores que clavan las caídas bursátiles. Y algunos que apenas se conocen, como este que os voy a contar. Pero cuando veáis el gráfico, os vais a sorprender.

Cuando pienso en el **apalancamiento**, siempre me imagino la escena del escalador sin cuerda. Si vas subiendo seguro, puede que vayas más despacio. Pero si vas a toda mecha impulsado de forma artificial y sin cuerda y, de pronto, se pifia el sistema, la piña es enorme y puede llegar a ser letal.

Bien, pues aquí va el dato. Os enseño la **variación del *Margin Debt* en la bolsa de NY** con una tasa de dos años. En palabras sencillas, cuánto ha crecido (o caído) el **apalancamiento de los inversores en 24 meses**.

Cuando el **dinero que los *brókers* prestan a la gente para que invierta de forma apalancada** se empieza a disparar hasta tasas que superan el 60%, entramos en lo que denomino la **zona de “OJO”**. ¿Por qué? Pues es claramente un indicio de un **sobre calentamiento**. Sucedió antes de la caída en la **burbuja tecnológica**, justo antes de las caídas de la **gran recesión de los 2007-2008**, volvió a aparecer a finales de 2021; si, **justo antes de las caídas de 2022...** En todas esas ocasiones, el mercado acabó corrigiendo de forma bastante abrupta. Es el escalador dopado.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

Ahora bien, aunque es un indicador que observo cada tanto, y es bastante fiable, para nada es el oráculo de Delfos. Lo digo porque he escuchado ya que nos vamos al garete porque indicadores como este lo predicen.

Para empezar, quiero recordar que la ciencia económica es una ciencia social. Es decir, del ser humano. Y que algo se haya dado en el pasado no quiere decir que se dé hoy, ni mucho menos en el futuro. **El aumento de la deuda apalancada es un síntoma, no una causa automática de caída.** Que el niño tenga fiebre puede ser preocupante, pero no implica enfermedad grave o muerte.

Que sí, que un incremento fuerte del apalancamiento suele coincidir con eso que conocemos como exuberancia. Muchos inversores confiados, Warren Buffett incrementa liquidez... Como se decía antaño: cuando el limpiabotas te hable de sus inversiones, vende.

En este caso ocurre una cosa sorprendente. Me refiero a que este indicador que da miedo viene de la mano de unos **resultados empresariales** que sostienen las valoraciones de los mercados. Además, la inflación va bien (más o menos) encaminada y los tipos de interés son razonables. Si este apalancamiento se da

en un entorno donde la Reserva Federal está endureciendo política monetaria, o los beneficios empiezan a desacelerarse, entonces sí me asustaría.

Actualmente no me asusto, pero lo miro de reajo, porque un poco de “yuyu” sí que da. Que es verdad que los **balances son sólidos**, que la **banca** está mucho mejor **capitalizada**, que los *margin call* no están creciendo de forma disparatada. Sí. Pero ando con más cautela.

El mensaje no es venderlo todo y esconderse en un depósito. Es entender que la *Margin Debt* es un **termómetro del apetito por el riesgo**. Cuando sube mucho, nos dice que hay entusiasmo. Y cuando baja de golpe, suele significar miedo. Ambos extremos pueden ser oportunidades... si uno no actúa movido por las emociones.

Para el inversor en fondos, esta **métrica es una pieza más del puzzle**. No sustituye al análisis de valoraciones, ni a la calidad de los activos en cartera. Pero sí puede ayudar a detectar cuándo el mercado se está pasando de frenada. En esos momentos, más que correr con la manada, conviene diversificar, revisar el perfil de riesgo y evitar decisiones impulsivas.

### 63. Siempre invertido... pero a tu manera

Siempre decimos en fondos de inversión que es mejor no hacer *market timing*. Y también decimos que es mejor estar siempre invertidos. Por supuesto, me ratifico en estas afirmaciones, con un pero: sin traicionar tu perfil de riesgo.

Si miramos la rentabilidad de algunas de las compañías americanas más conocidas, nos sorprenden las **espectaculares rentabilidades**. La tentación en la que, por desgracia, han caído muchos, es en comprar porque “molan”.

Y no digo que sea malo invertir en ellas. Lo digo porque muchos de esos inversores lo hacen con un perfil de riesgo que nada tiene que ver con estrategias de renta variable sin diversificar.

¿Qué pasa si no ibas en el tren de estas grandes? ¿Y si estabas más cómodo en *Quality Europe*, en fondos mixtos prudentes, o en renta fija *investment grade*? ¿Te lo perdiste? **¿Deberías cambiar tu estilo para subirte ahora?**

**No, rotundamente, no.** Suponte que decides no entrar en el mercado porque está caro. Pasa un año, y el mercado sube un 20%. Seguimos en máximos. Al año siguiente, más de lo mismo, quieres entrar piensas que es mejor esperar a que caiga un poco. Otro año, +15%. Cuando finalmente entras, al mes cae la bolsa y entonces piensas que te equivocaste. Vuelves a salir.

Este es el círculo vicioso del *market timing*. Intentar adivinar el mejor momento para entrar o salir suele acabar además en perderse **los mejores días del mercado, que suelen concentrarse en momentos de máxima incertidumbre.**

Un gráfico que suelo poner sobre el S&P 500 muestra que **si te pierdes los 10 mejores días de cada década, tu rentabilidad se reduce drásticamente** (a la mitad, concretamente). Y esos días, en su grandísima mayoría, están justo tras caídas fuertes. Estar fuera por miedo a perder puede hacerte perder más que una caída puntual.



Ahora bien... Estar siempre invertido **no significa estar siempre expuesto al mismo tipo de activo**. Es aquí donde entra en juego el concepto **estar siempre invertido... de forma coherente con tu perfil**.

Si eres **conservador**, estar invertido no significa 100% renta variable, sino tener tu exposición a través de fondos mixtos defensivos o renta fija de calidad.

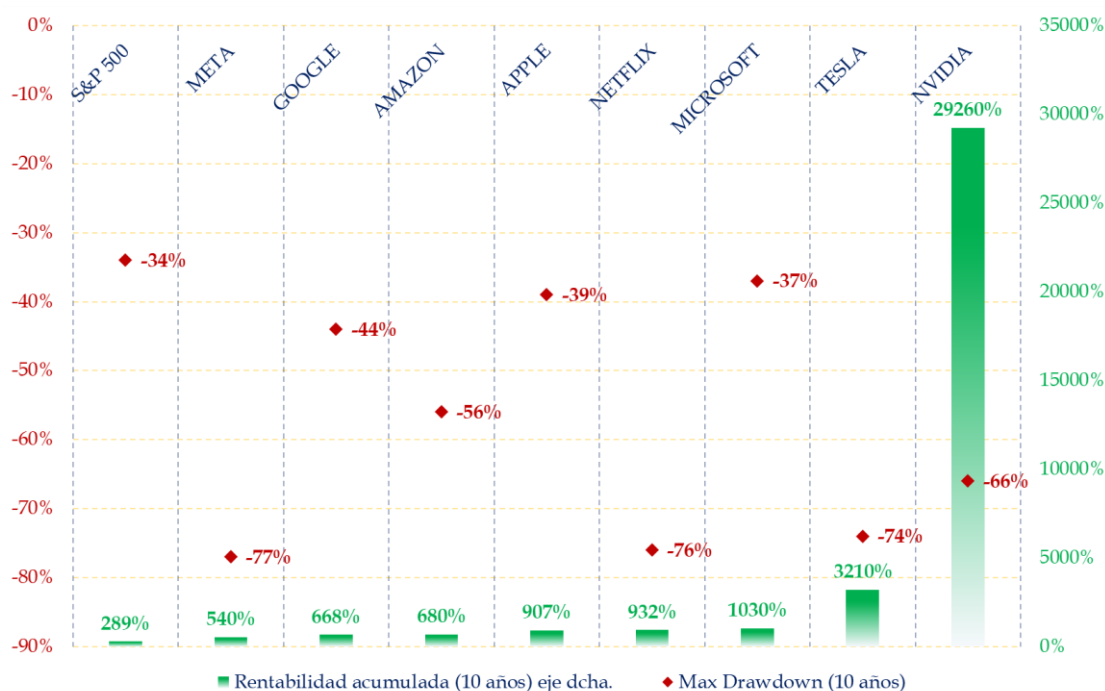
Si eres **moderado**, puede implicar una cartera diversificada con sesgo hacia *quality growth*, *global balanced* o estrategias flexibles. Y no pasa nada por perderte la rentabilidad de las 7 Magníficas. No pasa nada.

Si eres **tolerante**, puede tener sentido sobreponderar renta variable, tecnología o *emerging markets*.

Volvamos a Nvidia, Meta, Amazon y compañía. Su éxito reciente ha sido innegable. Pero también lo fue su desplome en 2022, con caídas de más del 70%. Muchos inversores entraron en 2021 por FOMO (*fear of missing out*) y salieron en 2022 por pánico.

En cambio, quienes mantuvieron su estrategia —quizá a través de un fondo global con sesgo *growth*, o incluso desde la óptica *value* que incorporó algunas de estas compañías tras la caída — vieron en 2023 y 2024 una recuperación espectacular.

Te felicito si has estado en estas compañías porque la rentabilidad ha sido muy buena. Pero **te has comido por el camino unas caídas que a muchos les hubiera infartado**.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

En finanzas, **el coste de no estar invertido es dejar de beneficiarte del interés compuesto**. Un fondo que te da un 9% anual puede duplicar o triplicar tu capital en poco tiempo. Pero ese 9% no te llega si estás en liquidez esperando el mejor momento.

Y ojo: estar en liquidez también es arriesgado. Porque tu dinero pierde poder adquisitivo cada día que no vence a la inflación. **Se trata de estar dentro, pero de estar bien.**

A veces me gusta recordar algunas de las frases subrayadas en libros de finanzas que he leído, por hacerme el interesante, vaya. Y Warren Buffett decía que el **tiempo en el mercado** (*time in the market*) **es más importante** que intentar adivinar el momento del mercado (*timing the market*).

## 64. Cómo viajar a Bora Bora de forma muy, muy, muy barata

Tengo unas sobrinas a quienes les encantaría ir a Bora Bora. Ya sé que en nuestras costas, tanto en la península como en los archipiélagos, tenemos sitios mejores y más baratos. Pero quién soy yo para arruinar los románticos sueños de unas niñas, adolescentes a lo sumo.

Bora Bora por lo exótico, pero desde luego no por el precio, es un destino apreciado por muchas personas, como mis sobrinas. Por curiosidad estuve mirando precios. **7 noches, viajando desde España. Unos 8 mil euros para dos personas.** No busqué lo más barato, ni lo más caro, sino lo que me iba saliendo. Es cierto que había otras opciones menos caras. Pero había alternativas muchísimo más caras. De hecho, “a todo trapo” era fácil irse a más de 20 mil euros por pareja. Pero con 8 mil vas más que bien. Por supuesto, depende de la época del año y eso. Pero me quedo con esos 8 mil para 2 personas como referencia.

Hablando con mis sobrinas, he descubierto que tienen un poco ahorrado. Lo típico: cumpleaños, trabajo cuidando niños más pequeños, la Primera Comunión, etc. Y, como son muy educadas y trabajadoras, siguen haciendo trabajillos: ayudar en eventos, baby sitting, y cosas así. Y pueden ahorrar unos 25 euros mensuales.

No se lo he dicho, pero una sola sobrina invirtiendo eso, **en algo menos de 10 años podría irse a su fabuloso viaje a Bora Bora** con una de sus primas. El total de sus **aportaciones conjuntas supera apenas los 3 mil euros y consiguen los 8 mil en menos de 10 años.** Y recuerdo que 8 mil es viaje para dos personas... Con que cada prima tenga su **pequeño ahorro y aporte unos 12 euros al mes**, en la carrera van a poder hacer ese viaje de sobra.

Es decir, en su etapa universitaria y suponiendo que no hagan trabajos en los que se les pague más, como clases particulares y cosas así, podrían irse y les sobraría dinero. Repito, con aportaciones 3 mil euros (entre dos primas), se pagan el viaje de sobra. Es cierto que tienen que **posponerlo casi 10 años**, pero

es igual porque ahora no tienen edad de hacerlo. Y, con suerte, en unos años ya deciden irse a Mallorca, que pilla más cerca y no es tan caro como Bora Bora.

No seré yo quien les anime a ese viaje porque creo que hay cosas más interesantes en las que gastar el dinero invertido, como una estancia en el extranjero, el carné de conducir, dejarlo invertido más tiempo para la entrada de una casa, etc. Pero, cada cual es libre...

Así que, si seguimos **la senda de la paciencia, el trabajo, el esfuerzo, y una serie de virtudes** muy interesantes para la educación, además hay premio. Eso sí, el tiempo es clave. No sirve la mala cultura del pelotazo, del cortoplacismo, de la inmediatez. Estamos inmersos en este estado. No hay más que ver los anuncios del Black Friday casi 3 semanas antes de que sea el día. Ya hay semanas de Black Friday, que se juntan con las rebajas, con la Navidad. Una barbaridad.

**En esta cultura es más costoso ahorrar** y no consumir todo. Somos hijos de nuestro tiempo y **se nos pega como por ósmosis**. Por eso hay que estar alerta.

Siempre insisto en que no es que tengamos que vivir como anacoretas, **pero la virtud de la pobreza es eso, una virtud. Y eso no quiere decir no tener cosas, sino comprar con cabeza. No consumir por los ojos.**

Y por si alguien tenía dudas: no, **consumismo no es capitalismo**. El capitalismo hace posible que podamos consumir más cosas, sí. Pero el capitalismo es el sistema que se basa en el ahorro (generar capital, de ahí su nombre), es decir, en el no gasto. Por eso, tampoco hay que comprar la extendida leyenda de consumismo como capitalismo. Todo lo contrario, de hecho.

En fin, que, si quieres **ir a Bora Bora de forma muy barata**, solo tienes que **cultivar una serie de virtudes e invertir**. Bora Bora te espera, pero debes ejercitarte durante estos años en las virtudes. Si no, no hay viaje barato.

## 65. ¿Otro mercado alcista más? Motivos para subir... y para salir

Estamos en un momento muy interesante, porque a los exigentes precios de las compañías americanas y a no pocos indicadores que nos gritan que huyamos, aparecen otros que vociferan que compremos. Vamos a verlos y tú decides.

El **S&P 500** suele funcionar como **termómetro** del ánimo del inversor y seguimos tocando máximos históricos con el auge de la IA. ¿Seguimos confiando en la subida o nos vamos corriendo con una buena rentabilidad debajo del brazo?

Te voy a explicar **3 motivos de cada lado y tú decides**.

### 3 razones para seguir alcista en el S&P 500

#### 1. Shutdown, ¿y después qué?

La base de datos que voy trabajando me ha arrojado unos datos que quiero compartir contigo. **Tras cada Shutdown en EE.UU., el S&P 500 ha hecho un +12,7%** en los siguientes 12 meses. Los datos son de los 22 cierres del Gobierno desde 1976. No sé si es casualidad, pero la estadística es bastante contundente.

#### 2. Noviembre y el rally navideño: la temporada juega a favor

**Noviembre es el mejor mes del S&P 500. De lejos...** Y diciembre el tercero empatado con enero. Es normal teniendo en cuenta que tenemos el **famoso rally de Navidad**. No sé si tiene mucha lógica, pero es lo que nos dice la historia. Tiene cierto sentido: rebalanceos de cartera, ajustes fiscales y el clásico optimismo que nos invade a todos en las entrañables fechas navideñas. Sea por lo que fuere, los datos son estos.

#### 3. Tipos de interés a la baja y fin del *quantitative tightening*

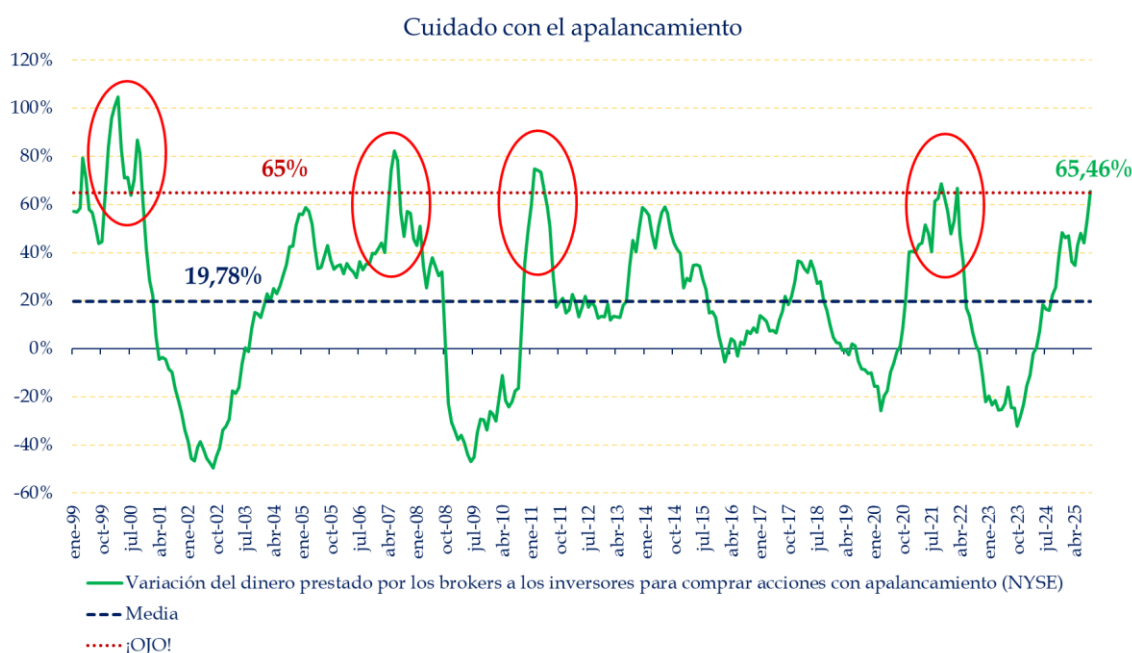
La Reserva Federal puede que siga bajando tipos. Pero más importante: se empieza a hablar (porque lo dijo Powell, vamos, no por rumores fantasma) de que podría **poner fin a la reducción de su balance**, es decir, dejar de drenar liquidez. En otras palabras, **más dinero en circulación** y, por tanto, mayor soporte para los activos financieros.

Uno lee esto y se lanza a invertir, claro. Pero veamos la otra cara de la moneda.

### 3 razones para salir del S&P 500

#### 1. El gráfico del ¡OJO!

Aunque [ya escribí sobre este gráfico](#), creo que es importante señalarlo de nuevo. Cada vez que supera ese 65% de variación en el apalancamiento, pasan cosas (como diría Rajoy). Por ejemplo, **anticipa bastante bien correcciones importantes**.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

#### 2. Buffett acumula munición hasta máximos históricos

Warren Buffett se guía por valoraciones y fundamentales. Y hoy su cartera refleja una preferencia clara por la liquidez. Berkshire Hathaway ha elevado su posición en efectivo hasta los 380 mil millones de dólares tras las últimas ventas de hasta 157.000 millones. Es su **máximo histórico en liquidez**. Cuando uno de los inversores más legendarios del planeta se sienta sobre una montaña de billetes sin invertir, conviene preguntarse por qué.

#### 3. Michael Burry y la tecnología hinchada

Michael Burry, conocido por **anticipar la crisis subprime**, ha tomado recientemente **posiciones cortas sobre algunos grandes nombres del sector tecnológico**. No habla de una burbuja típica, sino de precios inflados en un entorno de euforia. No es que piense que la IA es un bluf, sino simplemente que las valoraciones son demasiado exigentes y tienen que corregir.

### **Y ahora, ¿qué?**

Depende de cada cual, claro. En momentos como este resulta conveniente recordar una famosa frase del genial **Peter Lynch** que hace poco me recordaba el gran José María Jiménez: *se pierde más dinero intentando anticipar las caídas que en las propias caídas*.

Por eso, la clave no está tanto en acertar si el S&P va a subir o a caer, sino en tener una estrategia clara, diversificada y ajustada a tu perfil.

## 66. ¿Cómo calcular mi rentabilidad?

La rentabilidad parece que se calcula de forma muy sencilla. Veo lo que he aportado a lo largo del periodo y lo que tengo al final. Punto. Pues no, no es tan sencillo como eso. Te lo explico de forma sencilla y breve.

Normalmente todo el mundo calcula su rentabilidad como **rentabilidad lineal**. No es incorrecto, pero **hay formas más correctas**. La rentabilidad lineal, como ya expliqué en [un artículo anterior](#), no es más que una sencilla fórmula:

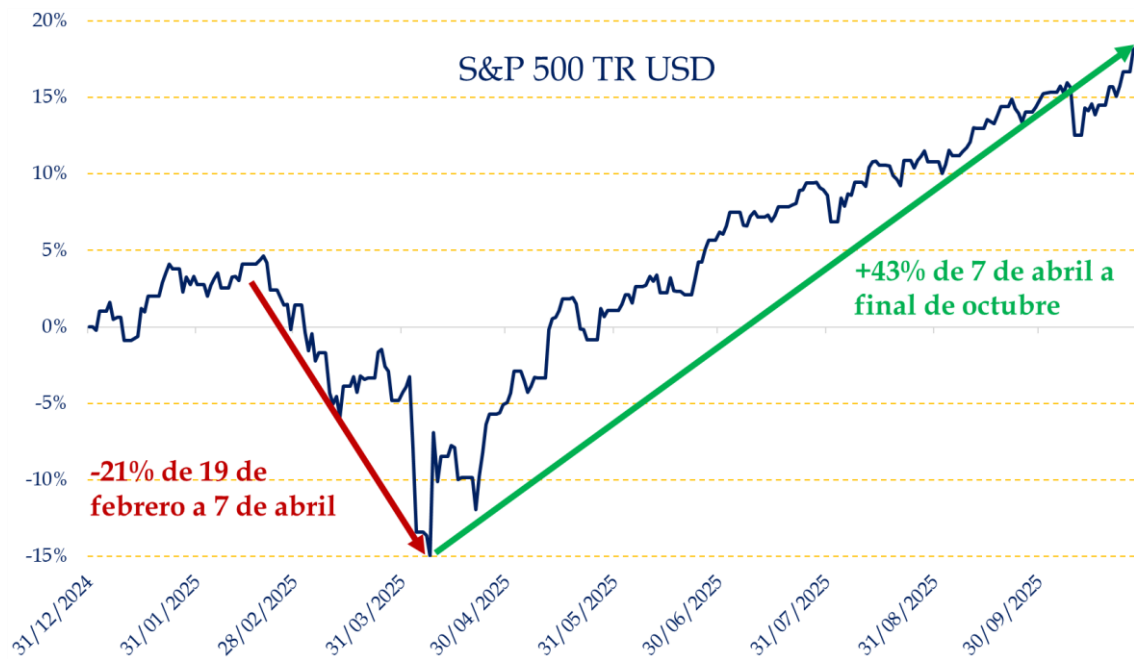
$$\text{Rentabilidad lineal} = \left( \frac{\text{Cantidad final}}{\text{Cantidad inicial} + \text{Aportaciones}} - 1 \right) * 100$$

Se pueden hacer diferentes variantes que son lo mismo. Como poner las aportaciones restando en el numerador, por ejemplo. Pero en esencia es todo lo mismo. Lo que tengo al final entre lo que tenía y he aportado, menos 1 y por 100.

Ahora bien, **esta fórmula no tiene en cuenta el momento temporal** en el que se efectúan esas aportaciones y eso es un fallo garrafal. Esta rentabilidad lineal nos sirve muy bien para medir un índice, pero **no nuestra cartera** si hacemos aportaciones. Por eso la rentabilidad de los fondos se calcula como NAV. Y, si hacemos aportaciones y retiradas, **la rentabilidad por NAV no coincide con la lineal**. Incluso puede suceder que una de ellas sea negativa y la otra positiva o viceversa.

Vamos a poner un ejemplo muy reciente. Este año el **S&P 500 terminó octubre con un +18,4%**. Quien invirtió (en USD) desde el inicio del año, lleva esa rentabilidad. Pero **¿y si haces aportaciones periódicas con Dollar Cost Averaging?** Aunque el total de las aportaciones sumen lo mismo que lo que invirtió quien lo hizo a principio de año, las rentabilidades son muy distintas. Es más, como veis en el gráfico que pongo aquí, quien invirtió cuando el mercado estaba en mínimos, ganó un 43% aproximadamente (no un +18,4%). Cambia la película, ¿verdad?





Fuente: Carlos Arenas Laorga

Vamos con **el ejemplo de las gallinas**, que es el que mejor se entiende. Imagina que **Tere tiene una gallina** que pone cada día **5 huevos**. Después de 3 días, **tendrá 15 huevos**. Y **Ferrán** tiene otra gallina que, tras 3 días, también recoge sus 15 huevos. Pero la gallina de Ferrán **el primer día no puso huevos**. Puso 8 el segundo y 7 el tercero. Aunque ambos han obtenido 15 huevos (la rentabilidad lineal), **la gallina de Ferrán ha tenido que ser más rentable**, es decir, ha tenido que poner huevos más rápido el segundo y tercer día para llegar a igualar a la de Tere. La rentabilidad lineal nos dirá que ambas gallinas son igual de rentables, y no es cierto.

Por eso, si invertiste 100 \$ a principio de año tendrías 118,4 \$. Pero si invertiste esos mismos 100 \$ el 19 de febrero, habrás tenido +43%. Y también cambia si invertiste 50 \$ a comienzo y otros 50 \$ en las caídas. **Tus primeros 50 \$ te habrán reportado un +18,4%** (con las caídas de por medio), pero **los siguientes 50 \$ te habrán dado un +43%**. Es decir, un 30,7%.

Es por este motivo por lo que es muy importante **invertir cuanto antes** y hacerlo siguiendo una **estrategia**. **1. Invierte todo** lo que puedas al principio. **2. Ve realizando un ahorro (e inversión) periódico** porque no sabes cuándo vendrán las caídas. **3. Déjate un porcentaje pequeño** de esas aportaciones

periódicas en inversiones de renta fija a corto plazo. **4. Invierte en renta variable esas aportaciones acumuladas** en renta fija **cuando caigan los mercados.**

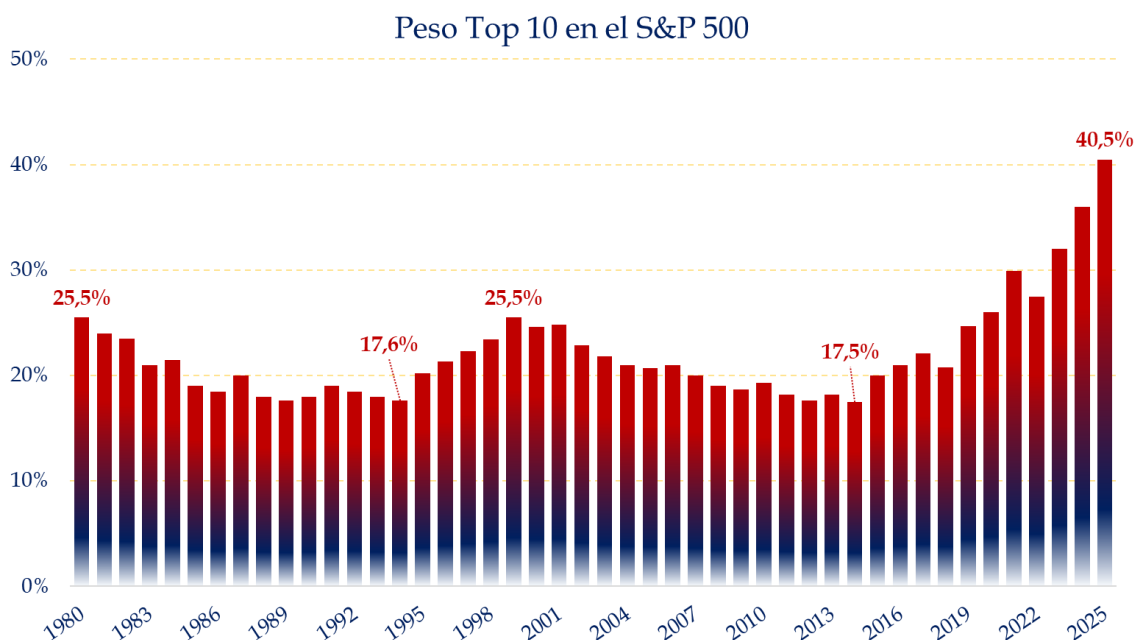
Así, no solo conseguirás la rentabilidad del índice, sino que **la superarás de forma sencilla.** Sin mucho esfuerzo, sin complicarte la vida.

Dicen que es muy difícil batir a los índices. Eso es falso. Quien dice eso simplemente no sabe **combinar el *Dollar Cost Averaging* (ahorro periódico) con el *Lump Sum* (invertir de golpe).**

## 67. ¿Demasiada concentración en el S&P 500? No tan rápido...

En los últimos años se repite mucho en los medios y en casas de análisis el mantra sobre que la renta variable estadounidense tiene mucha concentración. Se afirma que el S&P 500 está peligrosamente dominado por unas pocas compañías y que eso introduce distorsiones, riesgos, burbujas y un exceso de dependencia de los vaivenes de la tecnología.

No voy a negar que haya parte de cierto, pero alarmarse no sé si es lo mejor a la vista de otros mercados. Que **está más concentrado que antes** es un hecho. Os pongo el gráfico para que lo veáis.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

Sí, el peso de unos pocos ha crecido, pero es que **sus beneficios lo han hecho más todavía**. El **peso de los diez valores más grandes del S&P 500 ha subido un 56,5% en los últimos años**. Nada despreciable. Pero, en el mismo periodo, el peso que estas compañías tienen sobre el total de **los beneficios del índice ha crecido un 114,8%**. Más del doble. Alguien podría afirmar sin mentir que el mercado está más concentrado, pero ese mismo alguien podría decir también sin faltar a la verdad que **debería estar mucho más concentrado**, a la vista del crecimiento de los beneficios. Si una empresa pasa a representar un 10% del

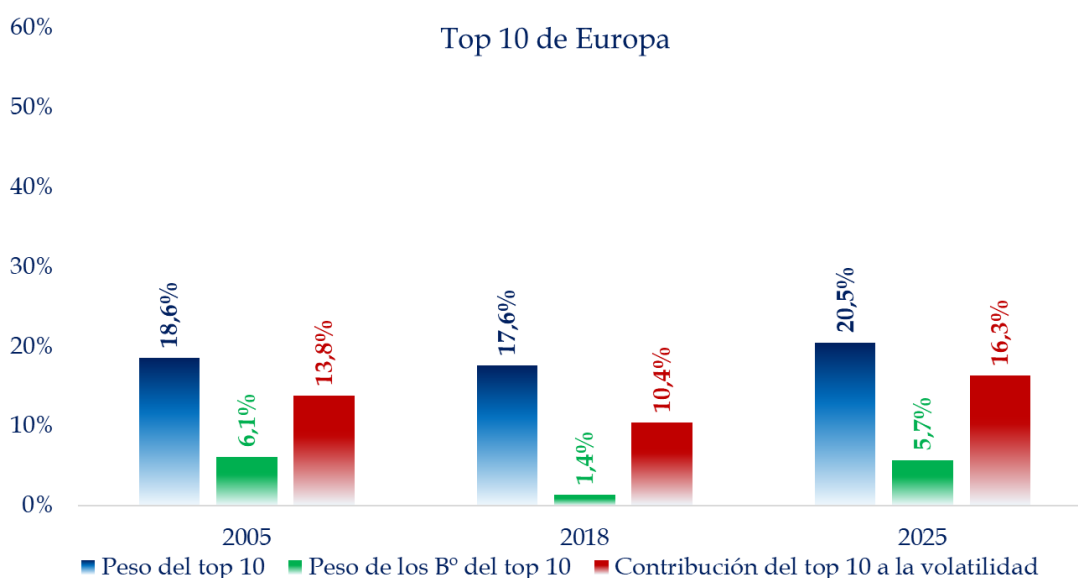
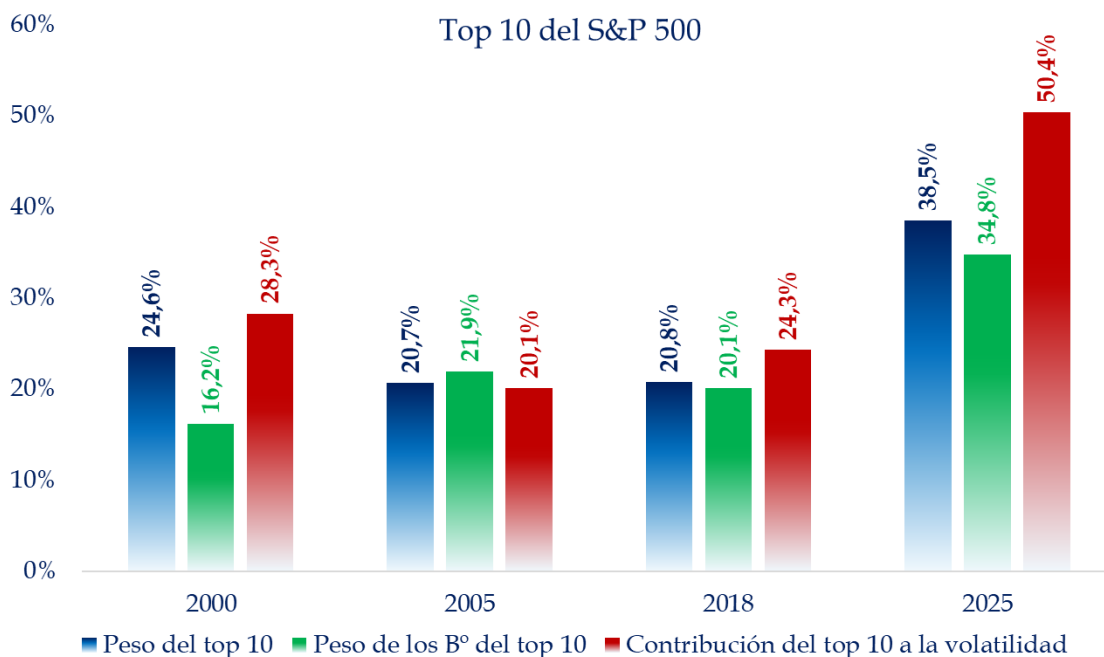
índice y genera un 15% de los beneficios totales del mismo, ¿realmente está sobrevalorada? Más bien lo contrario... Polémica servida.

Lo que este dato desmonta es la típica acusación de que el S&P 500 está manipulado por el precio inflado de unas pocas acciones. Esos precios reflejan una creciente concentración de beneficios reales. O dicho de otro modo: no es que los inversores estén apostando ciegamente por Microsoft o NVIDIA; es **que estas compañías están ganando más dinero que nunca y a un ritmo más rápido** que el resto.

Ahora bien, también es cierto que estos gigantes **aportan una mayor parte de la volatilidad del índice**. Han pasado de representar un 28,3%, al 50,4%; un incremento del 78,1%. Esto nos indica que, cuando suben o bajan, el índice lo nota mucho más.

Curiosamente, mientras que solemos acusar al mercado americano de concentración, **Europa** se libra con ocultismos. Aquí también ha **crecido el peso de los 10 valores más grandes**, aunque solo un 10,2%. A primera vista, parecería que Europa es más prudente, más diversificada, más racional... hasta que uno mira el siguiente dato: en paralelo, **el peso de los beneficios de esos top 10 ha caído un 6,6%**.

Esto sí es curioso. Es decir, pesan más en capitalización, pero menos en beneficios. En realidad, es una concentración dañina y peor que la de EE.UU. aunque relativamente Europa esté menos concentrada. Además, esto no deja de ser reflejo de menor crecimiento, regulación, incapacidad de competir globalmente... No sé, pero señal de fortaleza seguro que no es.



Fuente: Carlos Arenas Laorga, con datos aportados por Fidelity

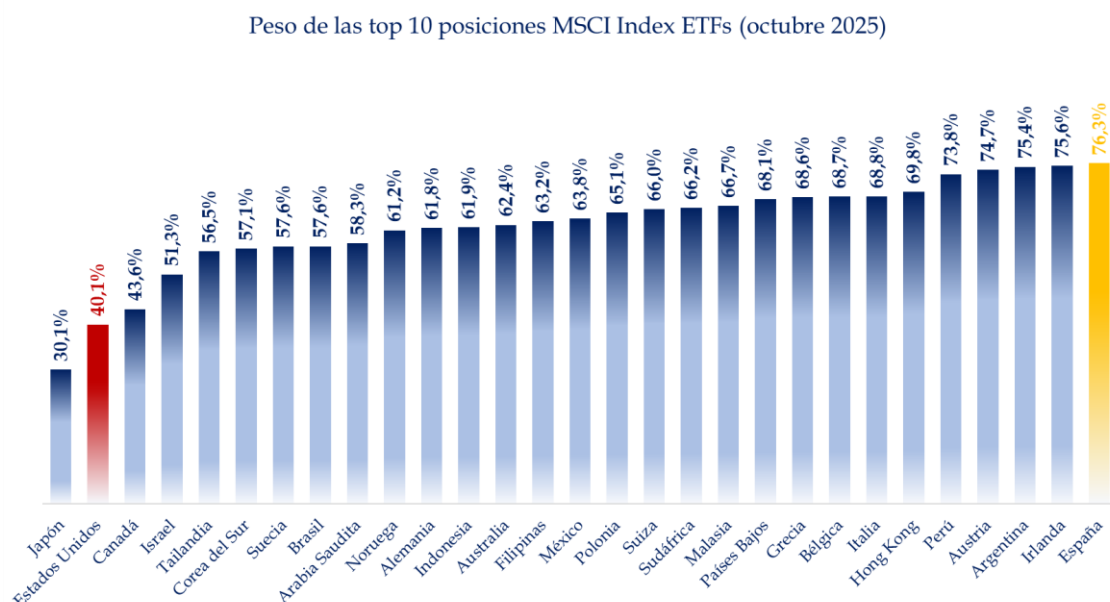
Cuidado con lo que deseamos. Yo prefiero un **mercado concentrado en compañías que dan beneficios, que uno diversificado artificialmente** donde el peso no refleje la rentabilidad e ingresos de las compañías.

La crítica a la concentración suele partir de una visión igualitarista del mercado, como si todos los sectores y empresas debieran pesar por igual, como en un *equal weight*. Pero eso es tan absurdo como querer que todas las películas duren

lo mismo o que todos los menús del día cuesten lo mismo (igual el de comida rápida que el de Estrellas Michelin).

En vez asustarse por la concentración, hay que **entender qué la provoca**. Si es por moda, por ceguera del mercado, o si realmente hay motivo de preocupación. Pero si es por generación real de beneficios... La cosa **no es asustarse por la concentración, sino por no entenderla**.

Y, para terminar, te pongo el **gráfico desmitificador y polémico**. EE.UU. no solo no es una economía concentrada, sino que es de las que menos del mundo. Concretamente, **prácticamente la mitad que... ¡España!**



Fuente: Carlos Arenas Laorga

Esto es como la fábula del tonto al que señalan la Luna y mira el dedo. Cuando un inversor inteligente señala el beneficio, el inversor tonto mira su ponderación en el índice. No digo que no haya que tener el ojo puesto, pero tampoco pasarse el día hablando de esto como si fuera el mayor peligro del mundo.

## 68. ¿Qué activos están dejando atrás a los índices en 2025?

Como siempre, podemos encontrarnos con algunos activos que corren más que los principales índices. Este año quiero fijarme en algunos bien concretos. Uno de ellos muy conocido como el **oro**; el otro menos: financiero europeo.

Aunque ya hemos escrito mucho sobre el **sector financiero europeo** y lo bien que se está comportando, no solo este año, sino desde hace cinco, merece la pena resaltarlo de nuevo.

Algunos de estos activos son menos glamourosos que la tecnología, pero han sido muy rentables. Incluso las *commodities* han tenido un comportamiento poco esperado por la gran mayoría de los analistas. Otro gran olvidado en los últimos años que ha despuntado con fuerza ha sido la categoría de **mercados emergentes**. Vamos a ver uno por uno para desgranar los motivos de su grandísima rentabilidad.

### 1. Financiero, de patito feo a cisne rentable

Con los tipos a cero y en negativo durante muchos años, el repunte de la inflación en 2021 fue un viento de cola especialmente bueno para los activos *value*. Entre ellos, la banca. En 2022, las agresivas subidas de tipos hicieron que los márgenes de intermediación bancaria subiesen de forma abrupta. Pero es que, al bajare los tipos, las deudas de largo plazo de su balance incrementaron su valor, a la vez que el volumen de créditos se disparaba. Miel sobre hojuelas. Y, cuidado, no solo bancos. Aseguradoras, o gestoras de activos también han visto unos años muy buenos.

En lo que va de año, los activos centrados en el sector financiero mundial y especialmente europeos baten a la mayor parte de los índices.

### 2. El oro no brilla, ciega

El metal dorado lleva, no este año, sino muchos meses deslumbrando. Tipos reales en negativo, previsiones de elevada inflación y una deuda que hace temer el dinero *fiat* de los gobiernos ha resultado en un desempeño del oro hasta alcanzar máximos históricos.

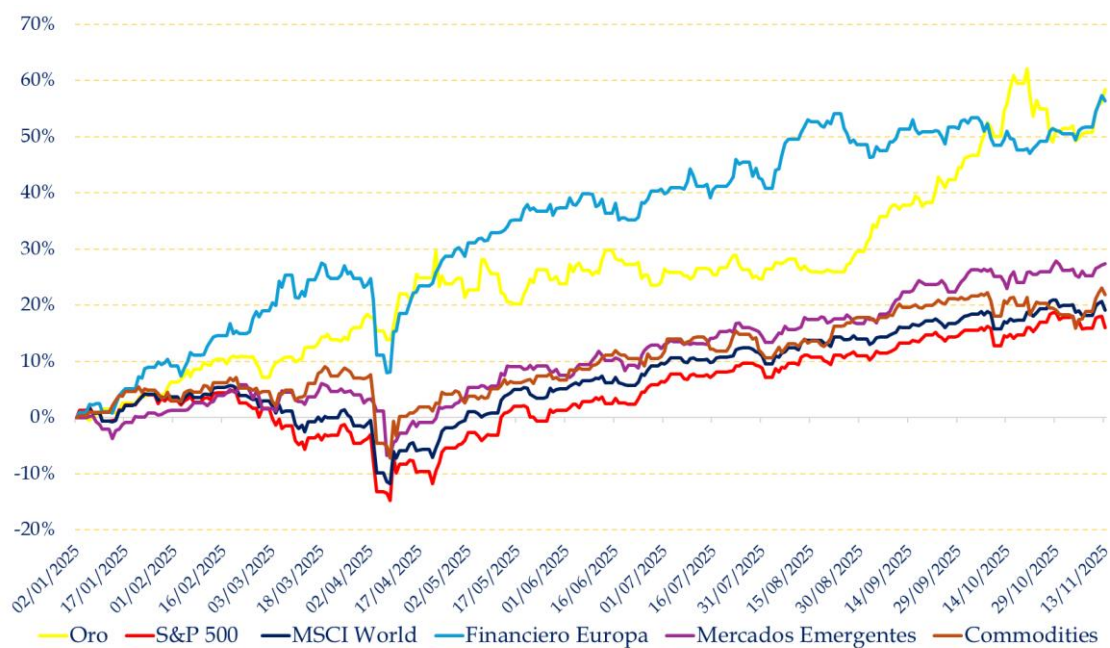
Sobre esto hay mucho escrito ya y no vamos a ahondar. Pero el oro actúa (no solo) como refugio. Y no hay que olvidar que la querencia por una menor dependencia del dólar tras las sanciones a Rusia ha hecho que muchos bancos centrales incrementen sus compras de oro de forma muy importante.

### 3. Mercados emergentes

Los emergentes llevaban años en barbecho. El crecimiento raquítico, en términos generales (cabe recordar La India como una de las excepciones), se ha dado la vuelta con la debilidad del dólar.

Ya escribimos un artículo explicando la rentabilidad inversa de los mercados emergentes asiáticos frente a la divisa estrella. No solo ha sido esto, pero Asia se ha beneficiado mucho de un dólar débil.

Además, se ha impulsado este crecimiento con la masiva entrada de flujos en las regiones emergentes. Una combinación que suele impulsar la rentabilidad de los mercados.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

Otro de los motivos, uniéndolo ya los las *commodities*, es el precio de determinadas materias primas.



Algunos de los países emergentes, especialmente en Hispanoamérica, han visto un viento de cola en su exportación de ciertos minerales u otras materias primas clave. Tampoco ha sido este el único factor, pero sí ha sido uno más que ha contribuido a este despegue en 2025.

Eso sí, conviene recordar que no se trata de todos los emergentes. Hay que diferenciar bien las distintas estructuras en Asia y en Hispanoamérica. Y, dentro de cada una de ellas, las dinámicas de cada subregión e incluso, de cada país.

Nos encontramos en una tesitura bastante interesante, con algunos indicadores que nos gritan que salgamos de los exigentes mercados que no dejan de tocar máximos. Por otro lado, vemos otras señales que son premoniciones de ulteriores subidas. Sin ir más lejos, noviembre es el mejor mes -de largo- de los mercados americanos.

Por tanto, no se trata de invertir a lo loco ni de salirse sin pensar. Como decía Peter Lynch, se pierde más dinero tratando de anticipar las crisis que en las propias correcciones. Hay que observar bien las señales, los sectores y las compañías. Y ser especialmente prudentes en estos tiempos.

Estudiar e interpretar los resultados de cada sector no nos garantiza evitar las caídas o seleccionar la mejor inversión, pero las posibilidades de acertar resultan mucho mayores.

Por tanto, no se trata de ir detrás de lo que más ha subido este año, necesariamente. Pero también es bueno recordar que los índices no lo son todo. No es que sea mala la inversión indiciada, pero podemos batir a los índices con una buena cartera.

Oro, financieros y emergentes están demostrando una fortaleza envidiable. Y os dejamos algunos de los principales productos para invertir en estas temáticas.

Algunos de los **productos más rentables** de estas categorías han sido:

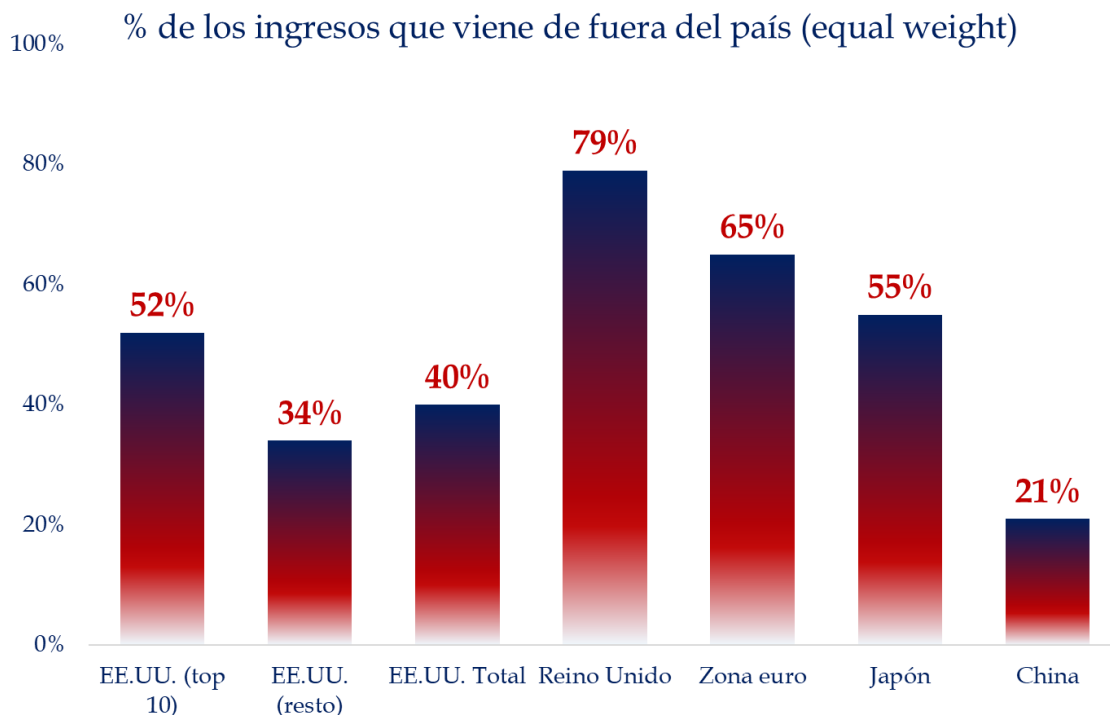
1. **Financiero:** Jupiter Financial Innovt; BGF World Financials; Robeco New World Financials, son algunos de los fondos que han destacado por su rentabilidad.
2. **Commodities:** si es un sector que te gusta, fondos muy rentables este año vienen siendo Invesco Commodity Allocation; Allianz Dynamic Commodities; o Schroder ISF Commodity.
3. **Emergentes:** no me resisto a poner dos de la misma gestora. Me refiero a GAM China Evolution y GAM Asia Focus, de la gestora Jian Shi Cortesi. Sé que es centrado en Asia, pero son dos fondos en los que es fácil sentirse cómodo.
4. **Oro:** como sabes, el oro es uno de esos activos que suele ser mejor invertir a través de ETFs, físico si es posible, como Invesco Physical Gold ETC y WisdomTree Physical Gold.

## 69. ¿En dónde inviertes cuando inviertes en EE.UU.?

En Estados Unidos y en muchos otros países, una buena parte de los revenues de sus compañías no bien del propio país, sino de terceros. No es que al invertir en NVIDIA esté invirtiendo de forma ajena a EE.UU., pero tu exposición a Asia va a ser mucho mayor de la piensas.

Cuando uno invierte en el mercado estadounidense, lo normal es pensar que está apostando por la economía de EE.UU., sus tipos de interés, su inflación, su consumo interno. Pero hay una pregunta que muchos inversores no se hacen: **¿de verdad el negocio de estas compañías está en Estados Unidos?**

La globalización no solo cambió la forma en la que viajamos o compramos, también alteró profundamente los flujos de beneficios. Y es que **muchas de las grandes empresas** estadounidenses (y de casi cualquier país, cuidado: estoy tomando EE.UU. porque es quien tiene el índice más grande en liquidez y profundidad) – especialmente las que dominan los índices bursátiles – **generan una parte sustancial de sus ingresos fuera de su país de origen.**



Fuente: Carlos Arenas Laorga, con datos de Fidelity International

Apple, Microsoft, Alphabet, Amazon, Nvidia, Meta y Tesla. Estas siete compañías concentran en torno al 30% del S&P 500. Y son estadounidenses. Pero si nos fijamos en sus *revenues*, el pasaporte digamos que tiene varias nacionalidades.

Es decir, cuando compras **un fondo indexado al S&P 500 y un 10% se destina a Apple, no estás invirtiendo solo en California**, también lo haces indirectamente en China, India o Europa. Porque **buena parte de los iPhones no solo se ensamblan fuera: se venden fuera**.

El gráfico muestra que **el 40% de los ingresos totales de las empresas del S&P 500 provienen de fuera de EE.UU.** (fíjate en las diferencias entre el top 10 y el resto). Este fenómeno se amplifica en sectores como tecnología, salud, o consumo cíclico. Otros sectores como *utilities* o Real Estate siguen siendo muy domésticos.

Esta internacionalización tiene **algunas consecuencias** que quiero recordarte, aunque ya las sabes. La principal y de la que se derivan todas: aunque inviertas en un país (EE.UU., en nuestro ejemplo), **tu exposición no es pura a ese país**. De hecho, en casos como Reino Unido o Suiza puede ser hasta mínima. De aquí se desprenden otras, como la **descorrelación parcial**. Es decir, aunque tu mercado de referencia caiga, muchos ingresos pueden estar protegidos por demanda externa. Ejemplos los encontramos por miles. **Nestlé (Suiza)** genera más del 90% de sus ingresos fuera del país; **Toyota** (Japón) exporta más del 75% de su producción; **LVMH** (Francia) depende enormemente del consumo de lujo en Asia. **Una cosa es dónde estén domiciliadas sus sedes y otra dónde ganan pasta**, dicho mal y pronto.

Por ejemplo, uno de los errores que más me encuentro. Muchos inversores piensan que están diversificando al añadir renta variable internacional a su cartera, cuando buena parte de sus fondos americanos ya contienen exposición internacional. Y al revés: comprar un fondo global no garantiza que estás alejándote de EE.UU., ya que en muchos casos el peso del S&P 500 supera ampliamente el 60%.

No es que haya que ser un hacha de la inversión, pero tenemos que **hilar un poco más fino**. Si buscas exposición real a economías emergentes, un fondo de EE.UU. no te la va a dar, aunque Google venda publicidad en Malasia.

Si quieres **beneficiarte del crecimiento de la clase media asiática**, quizá te sea **más útil un fondo que tenga LVMH o Apple antes que uno asiático**. Cuidado.

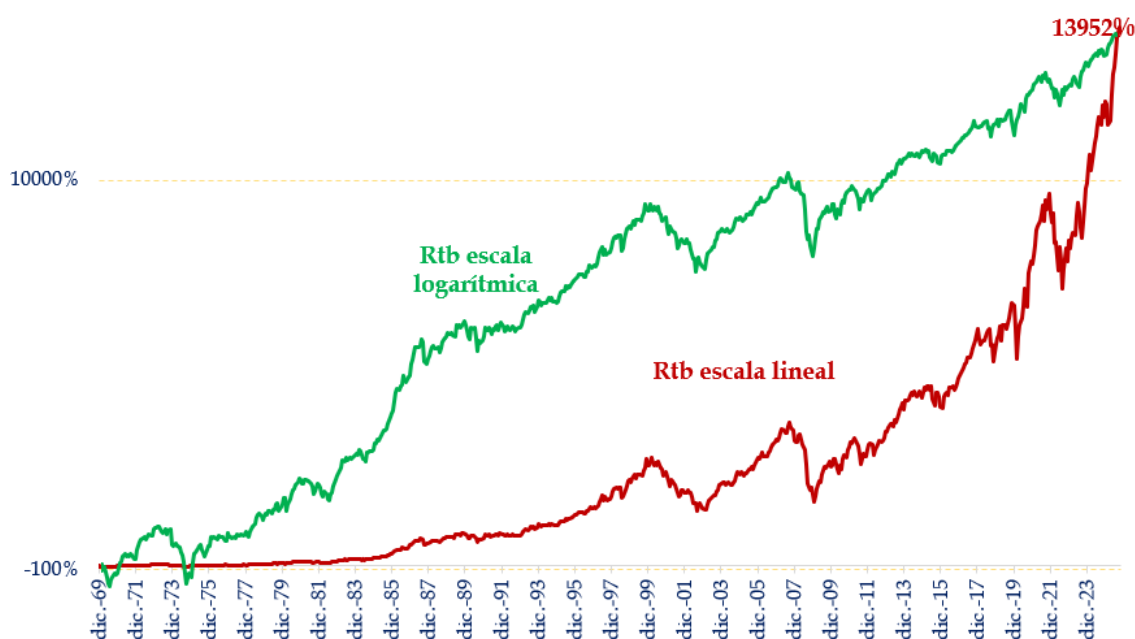
Mi consejo es que mires si las compañías crecen por el crecimiento del país. Eso se ve muy claramente con fondos de La India. Sin mencionar nombres, hay fondos que invierten en India cuyos *revenues* vienen de fuera de India en un 70% (incluso en otras divisas); y los hay cuyo crecimiento viene de verdad de La India, de su consumo interno, de sus inversiones, etc.

Cuando **revises tu cartera este fin de año**, échale un ojo a esto que te cuento, porque merece la pena y nos podemos llevar sustos. Y además tienes un nuevo motivo para ejercer de cuñado en las cenas navideñas. Cuando alguien te diga que solo invierte en Estados Unidos, mírale con una sonrisa displicente que denote superioridad a todas luces y le dice: ¿seguro?

## 70. Escala lineal vs. escala logarítmica: la gran trampa visual

Una de las trampas de cualquier gráfico en finanzas es que no refleja la realidad como sucede. No es que sea mentira, pero no es del todo cierto tampoco. Te cuento el secreto para entenderlo. Se trata de la diferencia entre un gráfico en escala lineal o logarítmica.

Vamos a empezar por entenderlo, y luego ya entramos en faena. Imagina que estás en un ascensor que solo tiene dos botones. Uno te sube un piso y el otro duplica la altura. Cuando pasas del piso 1 al 2, te da igual qué botón pulsar. Ahora bien, como estés en el piso 10, uno te lleva al 11 y el otro hasta casi el cielo.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

En la escala lineal, cada incremento del eje Y (el vertical) representa el mismo cambio absoluto. Es decir, da igual si subes de 10 a 20 que si pasas de 90 a 100. Lo ves igual. Esto te va a servir si quieres ver el valor nominal de una inversión, el precio del petróleo a lo largo del tiempo, el gasto en pensiones y cosas así.

Y en inversiones, quizá... pero solo quizá. A lo mejor prefieres ver cuánto ha subido algo en porcentaje. Me explico. No es lo mismo ganar 10 euros partiendo de 10 euros (duplicas), que partiendo de 10 mil. Una rentabilidad es

impresionante, la otra muy baja. Y aquí es donde puede ser muy útil la escala logarítmica.

Vamos a explicarlo. La escala logarítmica traduce cambios relativos en los mismos cambios visuales. Es decir, una subida del 100% siempre se va a ver igual, sea de 100€ a 200€ o de 1.000 a 2.000.

Y de modo más sencillo: imagina que suscribes un fondo que cada año duplica tu dinero por la elevada rentabilidad. Estamos hablando de que una participación de 10 € del año 1, supone 20 € el año 2, hasta 80 € el año 4.

Pues bien, en una escala lineal verías la típica gráfica de finanzas que se dispara hacia arriba de forma cada vez más pronunciada, como si las rentabilidades del comienzo fueran inferiores a las del final. Pero no... En la escala logarítmica, se vería como una línea recta ascendente. El crecimiento de la rentabilidad es constante creciente, y el gráfico refleja mejor eso...

No es que sean falsas, son distintas. Enseñan cosas distintas. La escala lineal te enseña cuánto, la logarítmica te muestra cómo.

Ahora mira de nuevo el gráfico que he preparado para escribir este artículo. Aunque ambas líneas reflejan la misma inversión, son radicalmente distintas. La escala logarítmica hace que la fiesta de los últimos años de la lineal sea más tranquila. Lo muestra con mayor fidelidad. Pero es más intuitiva la lineal porque te muestra lo que acumula. Ojo, la logarítmica también, pero de forma distinta.

Este detalle no es menor: si miras una gráfica a largo plazo con escala lineal, puedes caer en la trampa de pensar que ahora sube mucho más cuando, en realidad, lo que sube más es el valor absoluto porque el punto de partida también es mayor.

¿Cuándo usar una u otra? La logarítmica es mejor utilizarla cuando el rango de precios es muy amplio (de 1 a 10.000, por ejemplo); para analizar gráficos de índice a largo plazo (siempre que estés familiarizado con esta escala); y para comparar movimientos porcentuales de forma más justa.

En cambio, la lineal suele ser más útil para ver valores que se mueven en rangos más estrechos o donde los cambios absolutos son más importantes que los porcentuales; en datos económicos estilo inflación, población, etc.; y cuando no estés familiarizado con la escala logarítmica, lo cual puede ser habitual. Y no digo que en este caso sea mejor la lineal, pero va a ser la más intuitiva para ti si no estás acostumbrado.



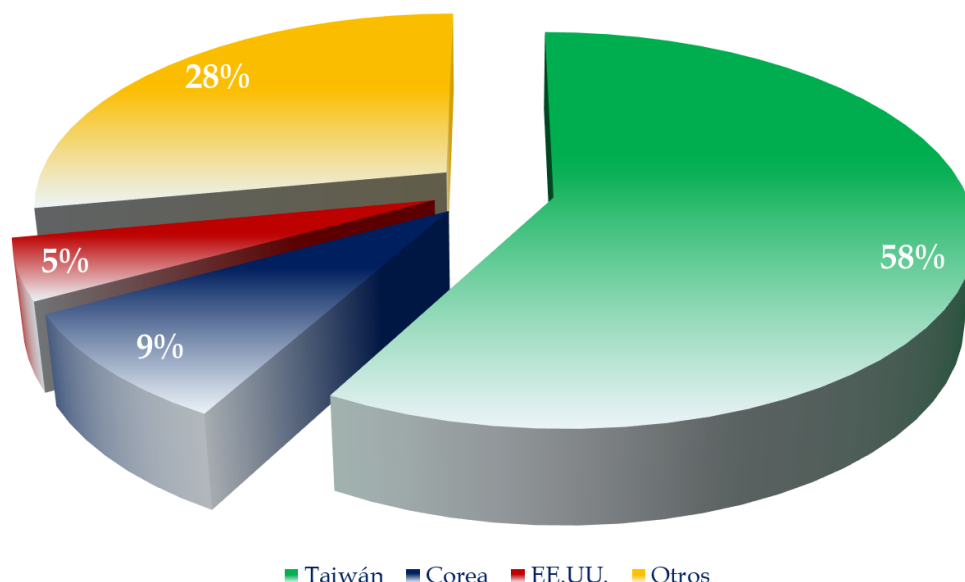
## 71.Nvidia y sus pocos amigos: ¿fortaleza o talón de Aquiles?

Cuando vemos a un coloso como NVIDIA, solemos mirar titulares de cotización, de su market cap, de la presentación de resultados, de sus chips, etc. Pero hay historias de las que se hablan poco.

Diseñar y fabricar procesadores no es hacer galletas en casa. Las GPUs de NVIDIA las utiliza tu coche, el videojuego, y cientos de cosas más de nuestro día a día. Y exige una precisión que no tiene ni Alcaraz en su derecha. Por tanto, es normal que exista una cierta concentración en sus proveedores. No muchos son capaces de proporcionar la materia prima de calidad necesaria para esta enorme compañía que **cotiza con un market cap mayor que muchos países desarrollados**.

De los pocos proveedores, destaca TSMC (Taiwan Semiconductor Manufacturing Company), el fabricante que convierte los planos de silicio de Nvidia en realidad física.

Top 6 proveedores de NVIDIA



Fuente: Carlos Arenas Laorga, con datos de Fidelity International

Según los últimos informes anuales de la compañía, **TSMC representa un elevado porcentaje de la producción de chips de Nvidia**, una cifra que deja

poco margen para alternativas en caso de disrupción. Es más, según la propia NVIDIA, esta aseguró más del 70 % de la capacidad avanzada de empaquetado (CoWoS) de TSMC. Ojo, más del 70%... Aunque no es de chips, pero no está mal el porcentaje.

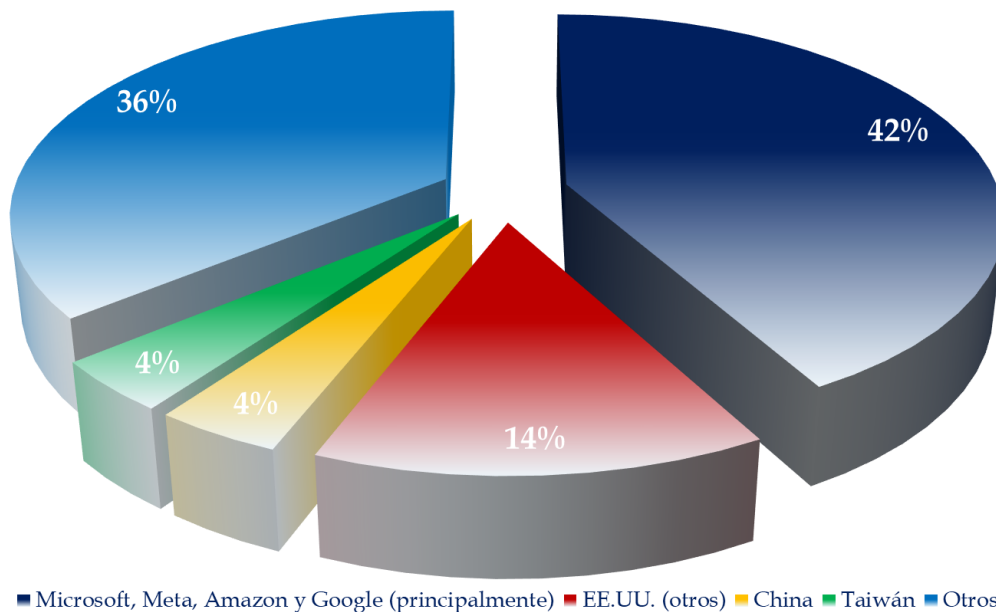
**Además de ese 58%**, que sí es más realista y muestro en el gráfico, el resto se lo reparten **entre Samsung** y alguna incursión limitada con **GlobalFoundries**. También tenemos a **SK Hynix** o **Micron**, que suministran las memorias GDDR imprescindibles para el rendimiento de las tarjetas gráficas. Y los ensambladores y testadores, como **ASE Technology** o **JCET**.

Esta **cadena tan concentrada resulta muy eficiente**. Reduce costes de transacción, mayor coordinación, pocos interlocutores, mejores estándares de calidad, economías de escala, etc. Pero **mucho cuidado**.

Imagina ahora que hay un **terremoto** y se para un 50% de la producción de TSMC, y no hablemos de un conflicto con China. Paréntesis. Ahora quizá entiendas mejor el **conflicto** chino con esta región y la presión de Estados Unidos al respecto... Pues ya te imaginas las consecuencias.

En fin, que el **efecto sería inmediato y en cadena**. Recordemos que el control de la mayor parte (de una parte exagerada) de la cadena de producción está en Asia Oriental. No es que sea necesariamente malo, pero los riesgos geopolíticos están muy encima de la mesa, no escondidos, precisamente.

### Top 20 clientes de NVIDIA (por revenues)



Fuente: Carlos Arenas Laorga, con datos de Fidelity International

En este sentido, la dependencia de NVIDIA no es muy diferente de la que Europa tiene con el gas ruso hace unos años: todo va bien... hasta que no va.

Por ahora, las respuestas de NVIDIA son prudentes. Hay esfuerzos por colaborar con Samsung y explorar fundiciones en EE.UU. o Europa, pero el salto no es inmediato.

Curiosamente, la otra cara de la moneda no está mucho más diversificada.

**NVIDIA depende en gran parte de un grupo reducido de gigantes tecnológicos** que compran sus chips para centros de datos e inteligencia artificial. Hablamos de **Amazon (AWS), Microsoft (Azure), Google (GCP)** y, más recientemente, Meta o Tesla. Los últimos informes indican que **más del 40% de los ingresos de NVIDIA provienen de sus cinco principales clientes.**

Esto introduce una vulnerabilidad comercial clara: si uno de estos titanes decide fabricar sus propios chips (como ya hace Google con sus TPUs, Amazon con Graviton, o Tesla en una parte importante), la demanda de GPUs de Nvidia

podría caer. Y aunque de momento la demanda supera con creces la oferta, podría no ser así en el futuro.

Ahora bien, esto **no es negativo per se**. Simplemente tiene unos **riesgos algo mayores**. Pero la previsión de ingresos de NVIDIA es espectacular. De hecho, si veis las últimas previsiones de la compañía de su informe trimestral, diría que está muy barata. Y **no todos pueden negociar de tú a tú con TSMC, Microsoft, Google, o Tesla**. Y NVIDIA lo puede hacer. Es más, esa es una de las razones por las que **NVIDIA ha logrado dominar el mercado de *data centers* y *AI accelerators* con una cuota de más del 80%**.

La **concentración de proveedores y clientes en NVIDIA no es un secreto**, pero sí es un aspecto que muchos inversores pasan por alto en la euforia del crecimiento exponencial. Y no es que sea malo necesariamente, esto no es un artículo alarmista. Es para que lo sepas. Cuando en una orquesta falla un músico es grave. Cuando la orquesta está formada por 5 personas, es terrible. Si un fondo de renta fija tiene 200 líneas y quiebra un emisor, no hay problema. Si tiene 5 líneas, ya es otro cantar.

E insisto en que no es alarmismo. **NVIDIA está demostrando que lo sabe hacer bien**. Y más que bien a la vista de los resultados. Es una compañía casi estructural a nivel global. Pero **eso no quita para que sepamos toda la historia** y estemos con un ojo pendientes de este tipo de cuestiones que pueden generar más peligro.

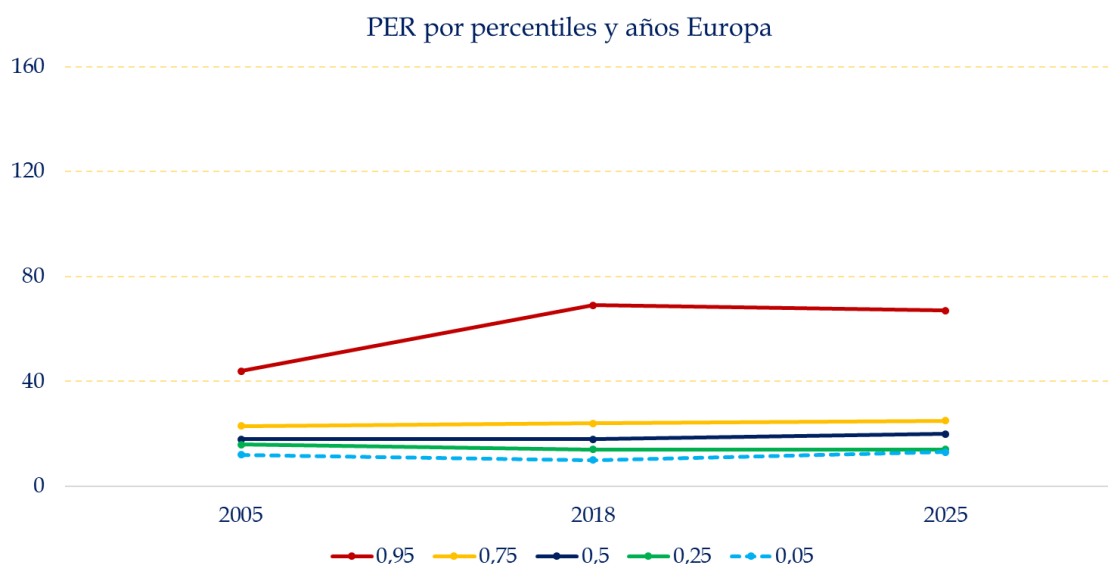
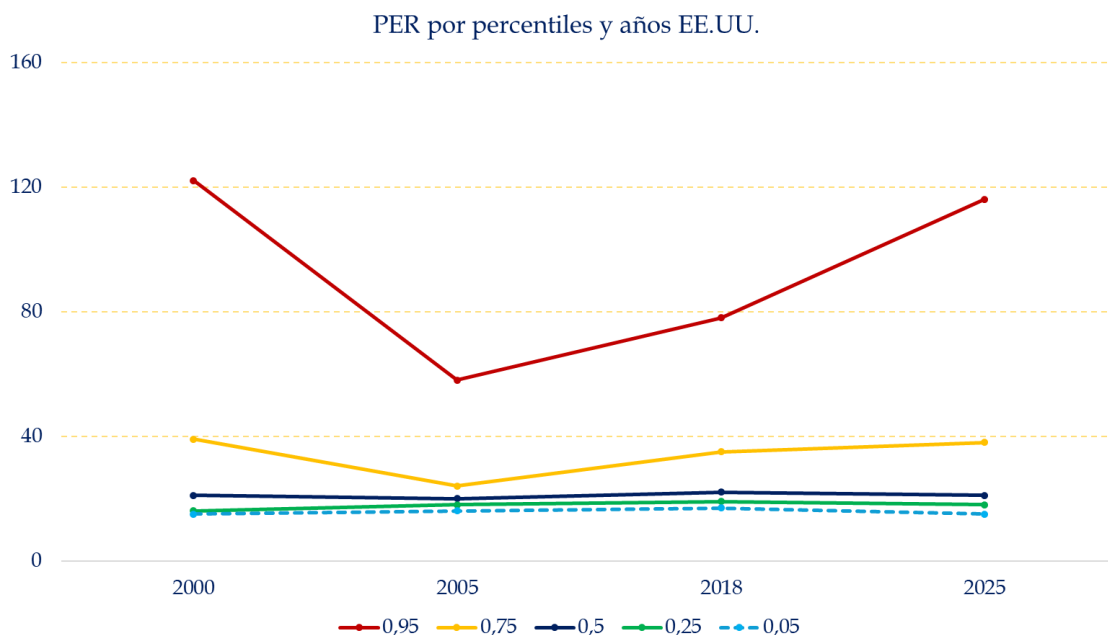
## 72. ¿Está cara la bolsa americana? No como piensas. Comparándola con Europa

Que la bolsa americana está cara es un mantra que se repite de forma muy, pero que muy repetitiva. Sí, lo sabemos. Ahora bien, si de verdad nos metemos en los datos, nos daremos cuenta de que quizá no tanto...

Ya escribimos en algún artículo anterior sobre el PER de EE.UU. **Obviamente no se puede comparar con el de hace años, porque el peso del sector tecnológico es mucho mayor.** Normal que el PER sea mayor que en Europa y que con respecto a sí mismo hace años. Por tanto, por el lado del PER no me preocupa tanto con respecto a sí mismo. Ahora bien, cuando se dice que las valoraciones con respecto a Europa son muy exigentes y que Europa tiene mucho potencial hasta las valoraciones americanas... cuidado.

Recuerdo que el PER (la ratio PER) nos mide **cuánto estamos pagando por cada euro de beneficios de la empresa** (o del índice en este caso). Y si EE.UU. tiene el PER mucho más elevado que Europa, el titular fácil está servido: Estados Unidos está muy caro respecto a nuestro continente. Pero no es una historia real del todo.

Comparar medias PER es como comparar el precio medio de la vivienda en París y en Cuenca: sí, es un dato, pero no te dice si el piso que tienes delante está a buen precio. Ya hemos dicho que USA es tecnología.



Fuente: Carlos Arenas Laorga, con datos de Fidelity International

Como ves en los gráficos, la historia de ser más caro que Europa se diluye en dos percentiles. En **Estados Unidos cotizan mucho más caros los dos primeros percentiles que ponemos, pero no los demás**. Y los demás son la mayoría... en el percentil 95, el PER se dispara hasta 116 frente a 67 en Europa. Es decir, si coges las empresas más de moda del mercado estadounidense, sus múltiplos son astronómicos.

Pero en **el percentil 50**, que representa la mediana del mercado, **la diferencia desaparece: PER 21 para EE.UU., PER 20 para Europa**. Salvo en los extremos, Estados Unidos y Europa están mucho más igualados de lo que pensamos.

Si tu cabeza solo apunta a los 7 magníficos verás múltiplos desorbitados. Pero si miras al conjunto del mercado americano, verás que la parte media y baja de la distribución (los percentiles 25, 50 y hasta el 75) están en niveles razonables, incluso históricamente normales.

En cambio, en Europa, aunque los múltiplos sean más bajos en general, los descuentos están concentrados en empresas cíclicas, sectores financieros y utilities reguladas, con menor crecimiento estructural. Dicho de otra forma: **EE.UU. es más caro, sí, pero también más rentable y menos dependiente del ciclo económico.**

Un inversor sensato no solo mira cuánto cuesta un activo, sino también qué se lleva a cambio. EE.UU. tiene empresas líderes mundiales en tecnología, salud, defensa y consumo, con márgenes altos, barreras de entrada sólidas y capacidad de fijación de precios.

**Europa, en cambio, sigue lidiando con estructuras empresariales más rígidas, presión regulatoria elevada y una tendencia secular a la pérdida de competitividad frente a Asia y América. Su menor PER no siempre refleja una oportunidad:** a menudo refleja una prima de riesgo estructural.

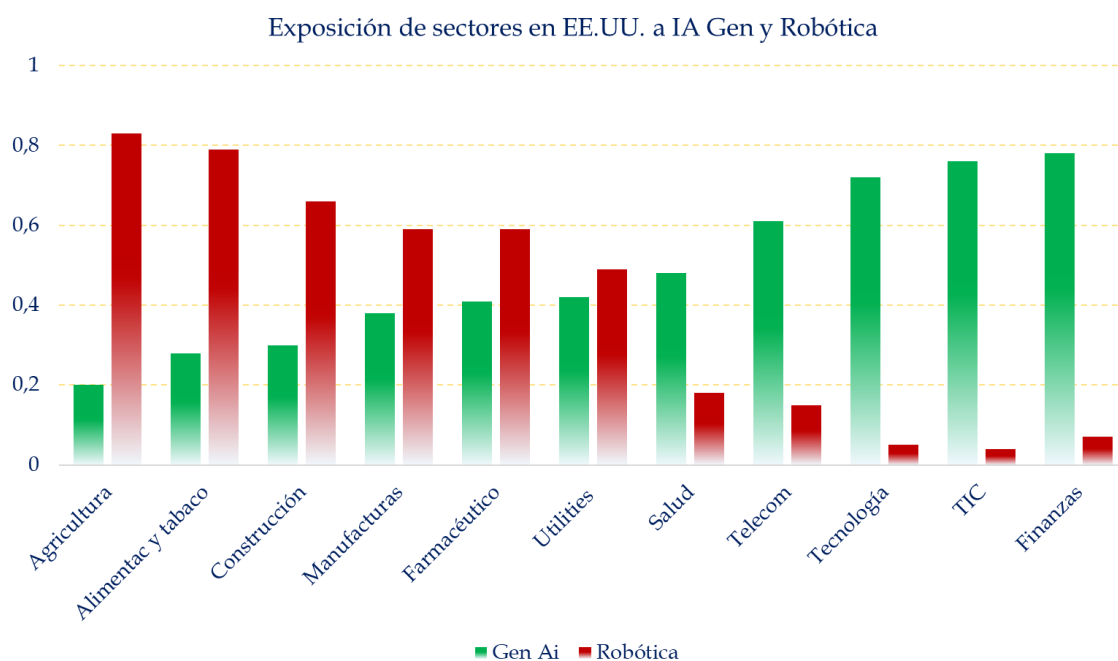
¿Significa eso que no hay oportunidades en Europa? En absoluto. Simplemente exige más análisis. Pero el motivo de mi artículo es evitar el error común de pensar que la bolsa americana está cara solo porque sus medias lo están.

### 73.¿Qué sectores usan la IA y la robótica? Quizá no son los que piensas...

A veces vemos noticias sobre cómo la inteligencia artificial o la robótica van a cambiar el futuro de muchas industrias. Pues no es el futuro, es ya. Es verdad que va a ir a más, pero ya es una realidad en muchos sectores, y quizá no son los que te dice el sentido común.

Uno se **imagina fábricas de coches con robots** o compañías tecnológicas usando IA. Pero no es del todo así... la película completa es interesante y te lo cuento con dos gráficos.

En primer lugar, quiero destacar el **sector de la agricultura**. El sector **agroalimentario es el más robotizado** de todos. No es el de automoción, ni la aeronáutica, ni la electrónica.



Fuente: Carlos Arenas Laorga, con datos de Fidelity International

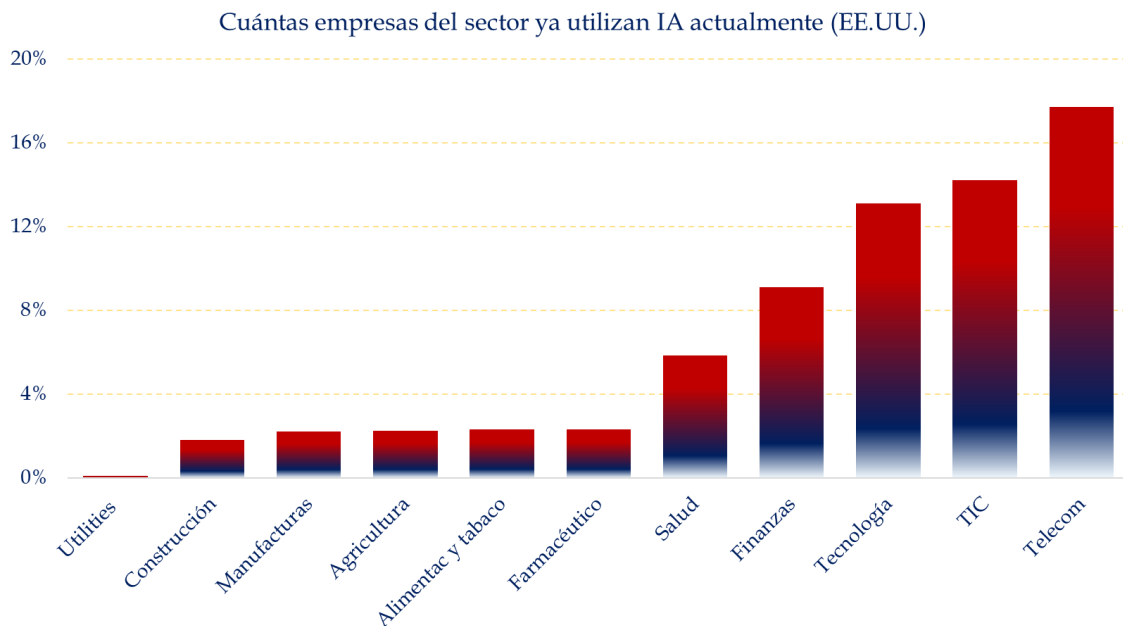
Desde la fabricación de maquinaria agrícola hasta **tractores guiados con GPS** que monitorizan los cultivos. Ya es una realidad. En industrias como esta de márgenes muy bajos, la imaginación se agudiza para sobrevivir. Estamos cambiando y ya se ha hecho en buena medida, al tradicional campesino de la azada por redes neuronales y un sinfín de sensores automatizados.



De hecho, me acuerdo de un gestor de un fondo de *agribussines* que me decía que la última plantación que había visto en EE.UU., los trabajadores le decían en tono de broma que menos mal que podían ver pelis en su Tablet, porque los tractores con mapeo de terreno hacían todo.

En el extremo opuesto tenemos la **inteligencia artificial generativa**, que avanza sobre todo en **servicios financieros y seguros**. Aquí no nos encontramos tanto robots, como algoritmos conversacionales. Por ejemplo, el *machine learning*, detectar fraudes, recomendaciones de productos personalizadas, y un largo etcétera que cada uno ve en su banco. Con la IA se filtran perfiles de riesgo, se hacen *reportings*, informes personalizados, campañas de marketing *ad hoc*... No es un humano, pero te conoce mejor que el asesor.

Otro sector interesante es el de la **salud**. Aquí el rango de **exposición a la IA y a la robótica es totalmente transversal**. Hablamos de máquinas de conversación que sirven para pedir cita y mandártela para que la agregues al calendario, de herramientas de diagnóstico (la de Google se ha demostrado un 80% mejor en los casos de detección temprana de cáncer de mama que los propios médicos), sistemas que predicen recaídas, operaciones quirúrgicas con robots desde la distancia. Y mucho más. En este caso, no se trata tanto de sustitución de los médicos como de hacerles súper médicos. Mejoras, márgenes de error menores, eficiencia...



Fuente: Carlos Arenas Laorga, con datos de Fidelity International

Curiosamente, el sector **tecnológico no es quien más utiliza soluciones de IA generativa**. Por eso resulta importante cuando queremos invertir en fondos de IA, que no se trate solo de empresas que la desarrollan, sino de las que se benefician de su implementación.

Por supuesto, no es que sea un sector ajeno a la IA, solo faltaba. Pero es que es un sector **más centrado en la producción que en su operativa diaria**. Nos podemos encontrar con algunas compañías de seguros que utilizan más estos instrumentos que las propias tecnológicas. Por ejemplo, ¿cuánto tiempo crees que pasará antes de que las aseguradoras te calculen el precio del seguro en función de la velocidad media, las horas a las que coges el coche, el historial completo de todo tipo de sanciones, etc.? Todos esos datos ya los van teniendo. Sí, tu coche inteligente comparte mucha información.

**La gran diferencia es cómo los sectores tradicionales digitalizan su estructura productiva.**

Estos datos nos ayudan a comprender mejor **cómo evoluciona esta tendencia de crecimiento**, y nos sirve para **orientar las inversiones** a sectores que quizá no pensábamos que eran los que más se aprovechaban de esto. Es decir,

agricultura o seguros pueden ser más interesantes en términos de IA o robótica, que el propio sector tecnológico. Esto con pinzas, claro, pero la idea se entiende.

Me refiero a que el inversor debiera mirar **no solo las *big tech*, sino los próximos movimientos en *Smart agriculture*, o la *IA for health*.**

La inteligencia artificial y la robótica no son juguetes de laboratorio ni, desde luego, una moda que viene y se va. Está cambiando sectores enteros y no solo se va a quedar, sino que va a ir a más. Desde el campo, hasta el hospital, pasando por la elaboración de alimentos y tu banco.

Es una revolución en toda regla. Y **no hay que pecar de ingenuos y perseguir solo las tecnológicas.** Un algoritmo médico o un sistema antifraude del banco son ejemplos pequeños de usos en industrias que quizá no habíamos pensado.

Cuando quieras invertir en esta temática, fíjate también en lo que hace el súper de la esquina, en el pago automático de los cajeros de Decathlon, o en el contestador de IA de la solicitud de citas de tu seguro. Porque ahí es donde se implementan las mejoras tecnológicas que van a derivar en unos beneficios muy superiores.

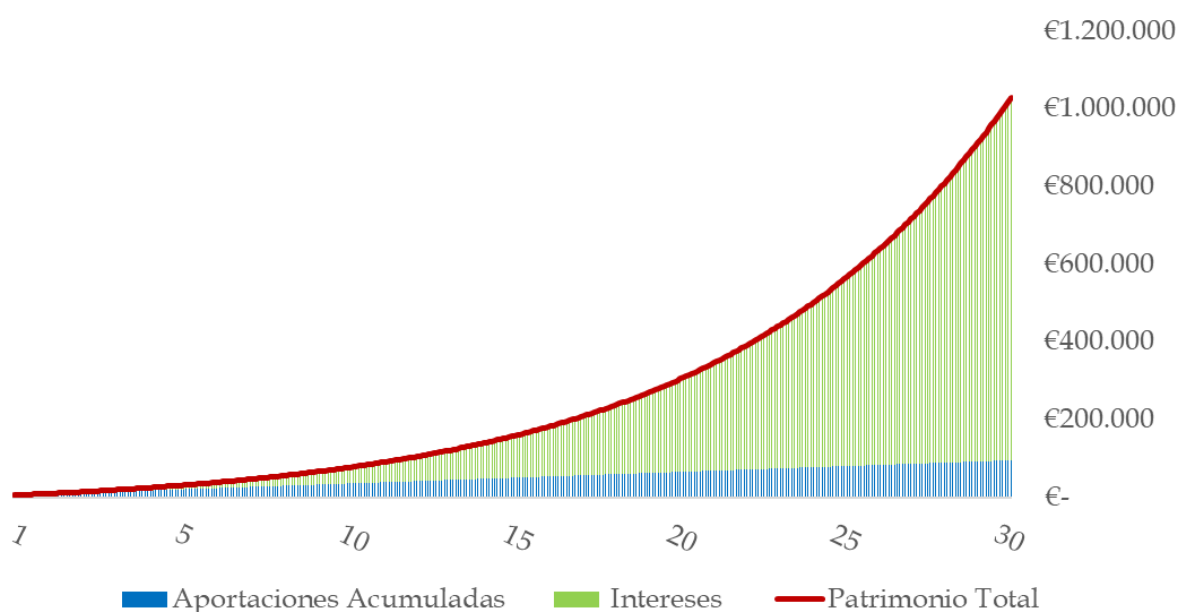
## 74. Esto es lo que vas a ganar si inviertes 3.000 euros al año a partir de los 30 años

No soy muy de hacer predicciones, pero basándonos en 90 años de historia y en la estadística, puedo afirmar lo que sucedió en el pasado. No digo que el futuro sea así, ni mucho menos. Pero da bastante seguridad saber que en el S.XX, con guerras mundiales y cientos de eventos catastróficos, las rentabilidades anualizadas son las que vamos a utilizar como proxy para los siguientes 30.

Suponte que tienes 30 años y te quieres jubilar con 60. O que tu **horizonte de inversión es de 30 años**. Personalmente soy de más largo plazo, pero quizá tu caso se aproxime más a 30.

Imagino que, a poco que hayas tenido una mínima disciplina, habrás podido ahorrar. Voy a suponer que no has sido tan diligente y solo dispones de 6 mil euros. Pero te has dado cuenta **leyendo Estrategias de Inversión**, que es muy buena idea empezar a ahorrar e invertir.

Como te has mentalizado, decides prescindir de algunos caprichos o simplemente tener más orden con tus gastos para poder **invertir 250 euros mensuales. Lo que supone 3 mil euros anuales**. Tampoco es una pasada, pero vas a ver...



Fuente: Carlos Arenas Laorga

Pasados los 30 años, tus **aportaciones totales**, de 6 mil iniciales y los 90 mil restantes a lo largo de 30 años, **suman un importe total de 96 mil euros**. Pero las unidades monetarias que habrías obtenido ascienden -invertidas en el S&P 500 con la rentabilidad promedio de los últimos 90 años- a **más de ¡un millón!** Concretamente **1.027.561,51 €**. Es decir, los intereses generados son de más de **931 mil euros**.

Puede sonar a que los cálculos están mal hechos. Pero no. Es el **poder del interés compuesto y el tiempo**. No te digo nada si pudiste aportar 20 mil iniciales... Solo con **14 mil euros adicionales al principio, obtendrías al finalizar el periodo 1,5 millones**. Como ves, no es proporcional. Exactamente, es exponencial. Y si **alargas 10 años más, serían casi 5 millones**.

Pero bueno, nos quedamos con los 30 años y el “escaso” millón de euros. Puede ser que inviertas en fondos que te proporcionen **menos rentabilidad**. Ahí te quedarías en el entorno de los 800 y pico mil. También puede ser que inviertas en fondos que lo hagan mejor, con lo que te pondrías en cifras de más de **2 millones** con mucha probabilidad.

En cualquier caso, tus **aportaciones se multiplican casi milagrosamente**. Desde luego no es un milagro, tiene una explicación muy concreta. Pero resulta casi mágico.

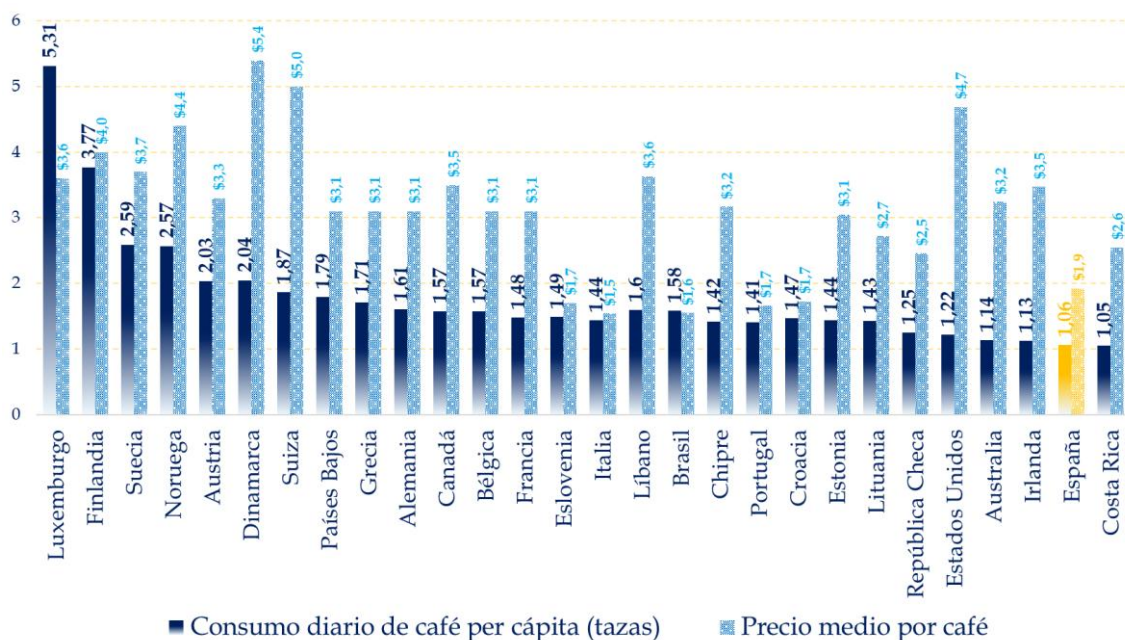
En estas fechas navideñas que se acercan, quizá sea **el mejor regalo que podamos hacer**. Explicar a nuestros seres queridos cómo prosperar de forma sencilla. Y digo sencilla, no rápida y sin esfuerzo, cuidado.

Es como comprarle a alguien **más de dos boletos ganadores del Gordo de Navidad**. Es cierto que en 30 años, pero ¿quién más te garantiza que con casi total seguridad podrás ganar dos veces del Gordo de Navidad?

## 75.¿Cuánto te gastas en café en toda tu vida?

Como todo, los promedios esconden mucha verdad. Pero también muestran muchas realidades. Hay países que son muy cafeteros y otros menos. En España estamos en la cola de los países que toman más de una taza diaria. Como siempre, los habrá que no beban café y los habrá que solo beban café.

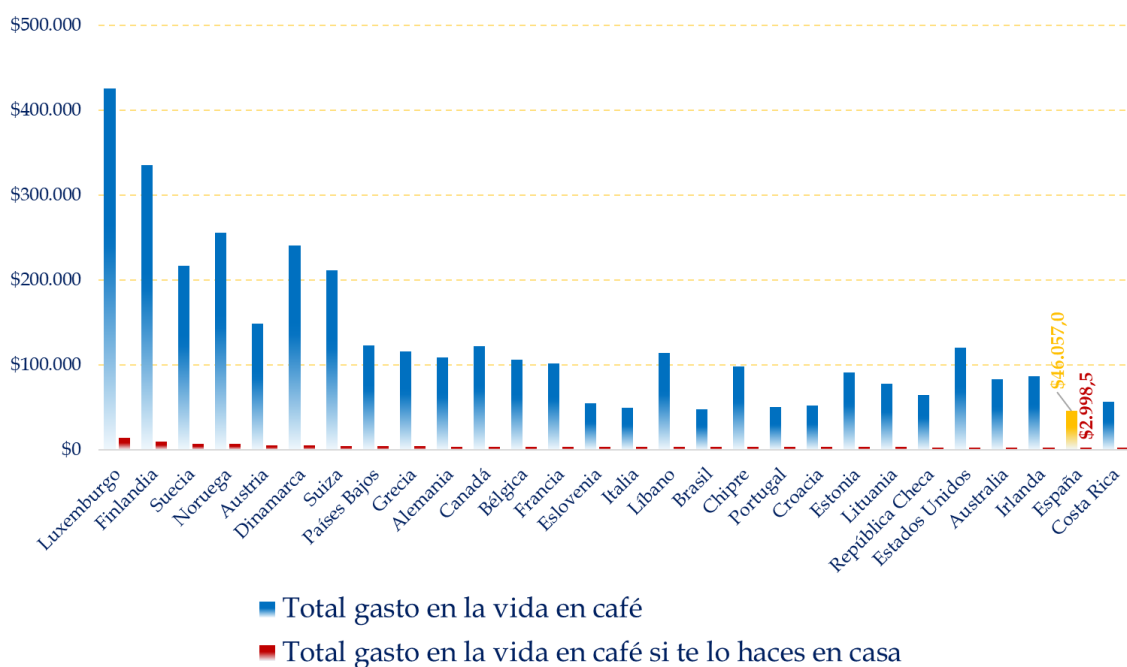
Además, **en España somos muy especialitos en esto del café**. Que si cortado largo, que si con leche, pero fría y de avena, que a mí sin espuma, que yo quiero un descafeinado de sobre con agua y cortado con leche, yo templado manchado, pero sin azúcar y con sacarina, doble largo con hielo en vaso grande, etc.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

Resumiendo, que en España nos tomamos, en promedio **1,06 cafés al día** por ahí. Una cosa de agradecer es que el coste de ese café, no siendo bajo, no es de los más elevados. Solo Eslovenia, Italia, Brasil, Portugal y Croacia tienen los cafés más baratos. Por tanto, cuando vemos el coste de los cafés que nos tomamos por ahí a lo largo de nuestra vida, el coste es bastante reducido.

### Gasto en tazas de café en tu vida



Fuente: Carlos Arenas Laorga

Ahora bien, que sea un coste bajo con respecto a otros países, no quiere decir que sea una cifra baja. Más todavía cuando hemos hablado de promedios. Yo, por ejemplo, soy de los que tira hacia arriba de esa media. Y mi coste es más elevado, claro. Hablamos de un **coste promedio de algo más de 46 mil euros**.

Con un cálculo sencillo, he calculado la diferencia de lo que nos costarían esos cafés en casa. A lo largo de nuestra vida **nos podríamos ahorrar más de 43 mil euros**. No es mucho, insisto. Sobre todo cuando vemos lo que se ahorrarían en otros países. Por ser justos, a los otros países probablemente les costaría algo más que a nosotros hacerse el café en casa. Pero para el caso español nos sirve, que es para el que he calculado los costes.

43 mil euros no es mucho. Hasta que decides verlo con perspectiva inversora. Eso **equivale**, grosso modo (teniendo en cuenta periodos vacacionales) a **unos 150 euros mensuales durante 30 años**.

Si **invertimos** esa diferencia de **43 mil euros** (los 46 mil euros menos lo que nos cuesta en casa, es decir, el ahorro) repartida en 150 euros durante 30 años, podríamos obtener simplemente **habiéndonos indexados al S&P 500, medio**

**millón de euros.** Ya digo, no es para sacarnos de pobres, pero no es para hacerle feos.

Yo seguiré disfrutando de mis cafés, pero me reservaré alguno de vez en cuando para tomármelo en casa. Porque invirtiendo esas pequeñas cantidades, 500 mil euros pueden esperarme en el largo plazo.

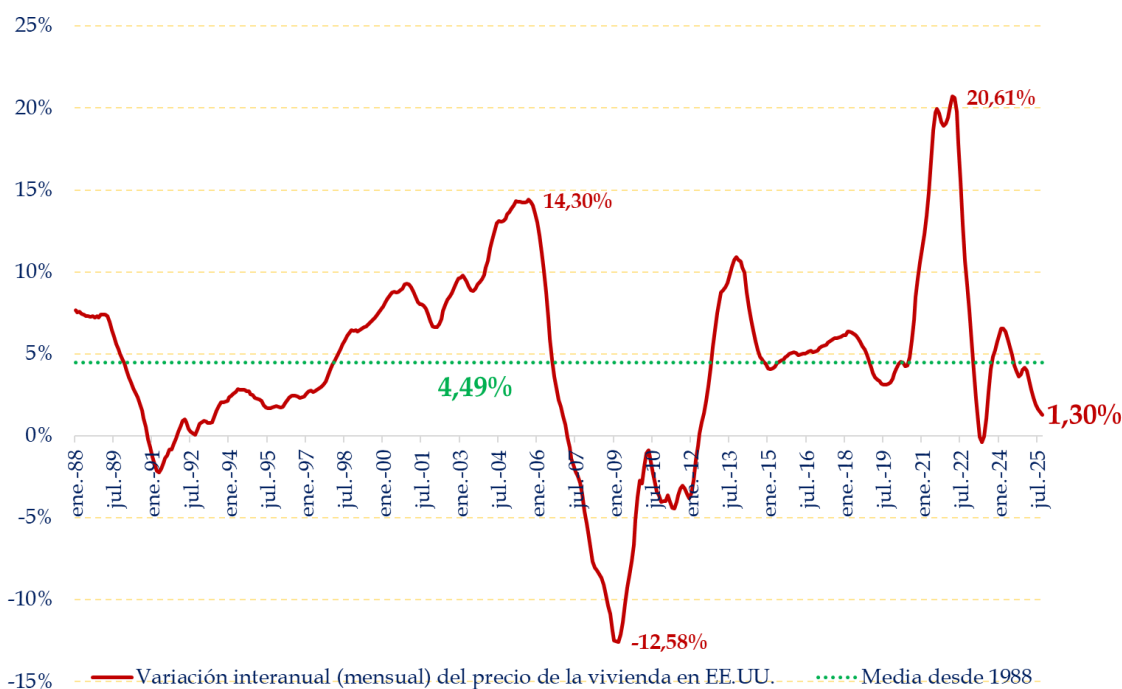


## 76. Por qué es tan importante la variación del precio de la vivienda en Estados Unidos y cómo afecta al mercado

La vivienda es el activo más sensible de toda la economía estadounidense. De la americana y de muchas otras, por cierto. Y el lógico. Ningún otro mercado concentra tanto ahorro familiar, tanta exposición bancaria y tanta influencia política. Por eso este indicador de la variación de precio resulta tan importante para la economía, para los mercados y sirve como termómetro del ciclo.

Que el último dato sea del 1,3%, el menor en 2 años, indica que el mercado inmobiliario ha entrado en fase de desaceleración. No es una consecuencia, de momento me limito a describir la gráfica. Es un hecho.

Pero este indicador no mide precios nominales, sino variaciones interanuales ajustadas. Por eso es un índice de referencia para la Reserva Federal, los bancos y los gestores. Que el crecimiento se haya reducido al 1,3 % no significa que la vivienda sea barata. Significa que la presión compradora está cayendo.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

El mercado venía de un ciclo de enormes subidas en los años postpandemia. Entre 2020 y 2022, los precios llegaron a subir **más del 20 % anual**, impulsados

por tipos cercanos a cero, una oferta rígida y un cambio de preferencias tras la pandemia. Ese boom generó un **efecto riqueza masivo** que reforzó el consumo y disparó las valoraciones en bolsa de sectores ligados al hogar.

Pero la película ha cambiado. Los **tipos hipotecarios se elevaron en 2022** y no han caído mucho, la accesibilidad está en mínimos históricos y muchos compradores potenciales han salido del mercado. El resultado es un crecimiento interanual cercano a cero. No es el caso de España, pero tiene parecidos razonables.

Pero este crecimiento del 1,3 % no es una cifra sin más. Afecta al conjunto del sistema financiero y a la economía real. Vamos a intentar explicarlo de forma ordenada.

### **1. Efecto riqueza sobre el consumo**

La vivienda es el principal activo de las familias. Cuando su valor sube con, los hogares consumen más. Cuando apenas crece, el consumo pierde.

En un país donde **más del 70 % del PIB depende del consumo**, esto es decisivo.

Es lo que se conoce como **efecto riqueza**. Y lo mismo hemos visto en China con el estallido de su problema inmobiliario años atrás. El consumo se estanca. El otro día publiqué la evolución del sentimiento del consumidor, y recuerdo que está en mínimos. Por algo es. Inflación, sí, y efecto riqueza también.

### **2. Menor liquidez**

Con precios que se aplanan y tipos altos **desaparece la posibilidad de refinanciar la hipoteca para liberar liquidez**, algo que en EE.UU. se utiliza mucho y es un motor importante del consumo. No digo que esté bien ni que esté mal. Simplemente es lo que hacen.

### **3. Impacto sobre bancos**

El valor de la vivienda **afecta directamente a la calidad del colateral hipotecario**.

Una desaceleración prolongada **aumenta el riesgo en MBS**, con implicaciones

para fondos de renta fija y para la sensibilidad al riesgo de los **bancos regionales**. Si sumamos a la falta de liquidez que ya padecen un menor valor en el balance, las **pérdidas implícitas** pueden suponer un problema no pequeño.

Y aquí ya hago un análisis propio no descriptivo, sino interpretativo. **Si la Fed y el Gobierno no intervienen, la vivienda podría hacerse mucho más asequible** en los próximos años.

Vamos a ver. La **accesibilidad a la vivienda es la peor en 4 décadas** según los últimos datos de Estados Unidos, aunque la oferta está subiendo poco a poco gracias a la nueva construcción. Ahora bien, la demanda está bastante parada por una pérdida de poder adquisitivo real (de ahí que el sentimiento del consumidor sea tan bajo: efecto riqueza de la vivienda e inflación, como ya hemos dicho).

El problema es que **a la Fed y al Gobierno no les interesa que haya una caída en el precio de la vivienda**. Suena contradictorio, ¿verdad? Sería al revés. Pues no. Y ojo porque **lo mismo puede suceder en España**. No es lo mismo, pero cuidado. Me explico.

**Un ajuste en los precios dañaría al consumo, a la banca y a la percepción de cierta seguridad económica**. Y ya está bastante castigado el consumo, la banca y la percepción económica. Por eso, mientras el mercado va hacia una moderación natural del precio de las viviendas, **las principales autoridades económicas y políticas hacen lo posible para que los precios suban más**.

Y esto no se queda aquí... a los mercados de renta variable les afecta por la construcción (de modo directo a materiales, bancos, construcción, etc.) y el consumo (efecto riqueza). Pero también al mercado de bonos (MBS, riesgo de la banca regional, etc.). Y no me quedo aquí porque también puede condicionar la **velocidad de recortes de la Fed...**

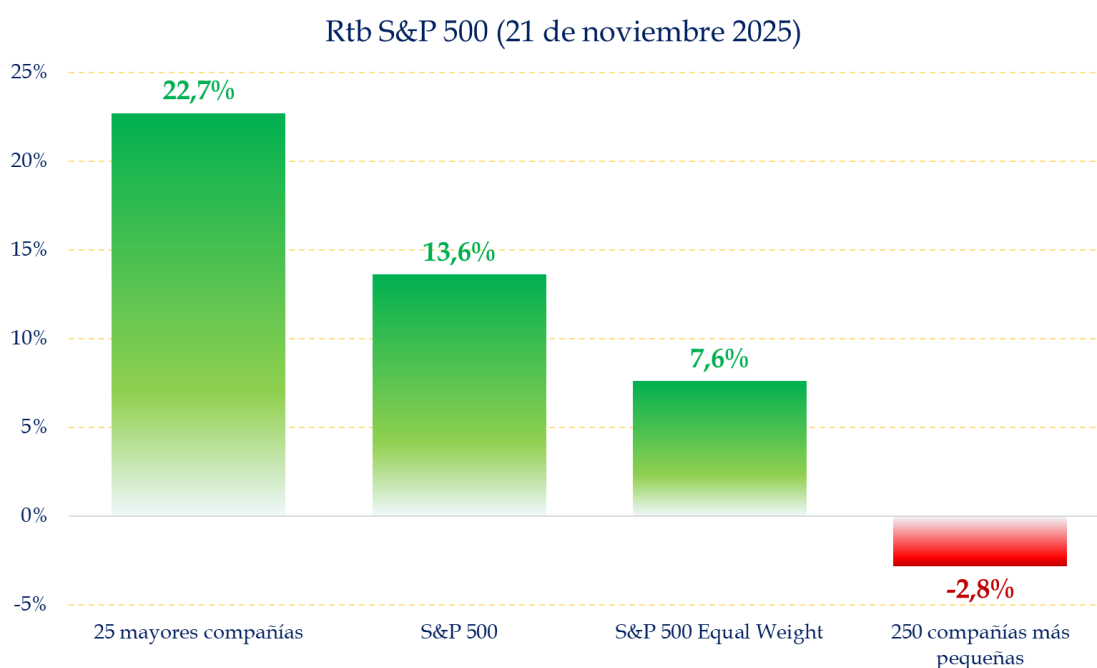
Es decir, el dato del 1,3% puede ser señal de que el mayor mercado inmobiliario del mundo pierde impulso. Este cambio **afecta al ahorro de millones de familias** y va desde el consumo, al sector financiero, pasando por las

expectativas de crecimiento. Por eso es tan relevante el dato de la variación del precio de la vivienda. Es uno de los indicadores adelantados más utilizados y lo es con razón.

## 77. Por qué las grandes del S&P 500 vuelan mientras las pequeñas no tiran

Estamos viendo cómo las grandes compañías del S&P 500 (en términos generales, al menos) siguen liderando el crecimiento de beneficios y rentabilidades, en detrimento de las pequeñas, que parecen no remontar.

Y sí, no es una sensación, es la realidad. Lo podemos ver en este gráfico a casi finales de noviembre. Es llamativo, ¿verdad?



Fuente: Carlos Arenas Laorga

La fotografía es elocuente: las **25 mayores compañías del S&P 500** se disparan un **22,7%**, el índice ponderado sube un **13,6%**, el **S&P 500 Equal Weight** apenas avanza un **7,6%**, y los **250 valores más pequeños** del índice retroceden un **-2,8%**. ¿Cómo es posible tanta divergencia dentro del mismo índice?

Se me ocurren **cinco fuerzas** que explican por qué el mercado americano vive una de sus mayores polarizaciones desde la burbuja tecnológica.

### 1. La revolución de la IA

Estamos en un momento donde la innovación, el crecimiento de beneficios y la literatura se articulan alrededor de la inteligencia artificial. Y los principales

beneficiarios son siempre los mismos: **Microsoft, Nvidia, Apple, Alphabet, Amazon, Meta, etc.**

Estas compañías están capturando las **inversiones globales en IA**, y sus resultados trimestrales demuestran crecimientos de beneficios que el resto del mercado ni puede aproximar. Además, ya tienen unas **ventajas competitivas** casi imposibles de replicar por empresas medianas o pequeñas. Es normal que **cuando los beneficios se concentran, lo hagan también las rentabilidades.**

## **2. La bajada de tipos**

Aunque los **tipos de interés a la baja** han sido una buena noticia para el mercado y suelen beneficiar mucho a las pequeñas y medianas, en esta ocasión no ha sido así. Hay varias razones que voy a tratar de explicar.

Las grandes suelen tener **balances muy sólidos**. Si a esto le sumamos los enormes beneficios y que todos piensan que el crecimiento futuro viene de sus negocios de IA, el resultado es que su financiación cae de precio de forma brusca. Es más, compañías como Microsoft tiene un coste de deuda inferior al homólogo en duración del Gobierno americano. Es decir, **el mercado se fía más de Microsoft que del Gobierno**. Y tres cuartas partes de lo mismo con las demás grandes.

Además, los **problemas de liquidez que estamos viendo en el sistema bancario americano** hace que quienes se vean más perjudicados sean precisamente los pequeños. Es decir, los que trabajan con bancos pequeños y tienen negocios pequeños (entiéndase pequeños para empresas del S&P 500).

De hecho, **las bajadas de tipos vienen mejor a las pequeñas normalmente**, pero solo cuando esta bajada conlleva un elevado crecimiento económico. Estamos en una excepción. Pero hay que entender que las bajadas no vienen mejor *per se* a las pequeñas, sino que es “normalmente” y por eso es importante entender los por qué.

## **3. Dudas en renta variable**

El **sentimiento del inversor es de cautela**. De hecho, estamos viendo cómo muchos flujos salen de Estados Unidos. Seamos sensatos. Si no lo tienes muy claro, ¿en dónde invertirías? ¿En nombres como Alphabet o Microsoft? ¿O en varios desconocidos que te dicen que pueden tener potencial? Pocas preguntas más, señorita.

Desde luego, **el inversor está primando compañías de calidad, con visibilidad de beneficios**, con elevada liquidez y músculo financiero que puedan absorber golpes si vienen mal dadas.

Nada nuevo bajo el Sol. El inversor se refugia en los grandes nombres. Eso penaliza al Equal Weight y hunde a los más pequeños.

#### **4. La industria de gestión pasiva hace a los grandes aún más grandes**

Cada vez que entra dinero en un ETF del S&P 500, **aumenta el peso de los valores más grandes, no de los más pequeños**. El ciclo es retroalimentado. Fondos indexados que crecen, compras automáticas en grandes nombres, mayor revalorización de esas compañías por flujos, más peso en el índice, recompra de los ETFs para mantener el peso y así sucesivamente.

Los valores pequeños no participan de ese efecto multiplicador.

Y como la gestión activa cada vez tiene menos cuota de mercado, **hay menos contrapeso para que los pequeños recuperen terreno**.

#### **5. El crecimiento de los beneficios está totalmente desalineado**

La **tasa de crecimiento del beneficio por acción del Top 10 del S&P 500 más que triplica** la del resto del índice.

Los sectores que más están empujando los beneficios — software, semiconductores, o plataformas digitales — son precisamente los más representados entre los valores de más capitalización.

Si el crecimiento no acompaña, las cotizaciones tampoco lo harán.

Una vez visto esto, vamos a ver **dos preguntas que me parecen claves**. En primer lugar, si sabemos cuáles son las más beneficiadas, tendremos que

intentar explicar cuáles son las más perjudicadas. Y en segundo lugar, qué debe pasar para que las pequeñas vuelvan a coger a las grandes...

### 1. ¿Qué 250 valores pequeños están sufriendo más?

Lo primero, los **industriales endeudados**. Maquinaria, componentes, etc., con elevada deuda emitida desde la pandemia. Lo segundo, el **retail pequeño** por la caída del sentimiento del consumidor, la inflación, la competencia online. Amazon, Nike, o Costco pueden asumir buena parte de la inflación. Los pequeños no.

El **REITs de pequeña capitalización** también. muy sensibles a los costes de financiación. Con tipos relativamente elevados todavía, tienen que hacer frente a deuda con tipos aún más altos desde 2022.

La **biotecnología con ingresos poco estables** son otro grupo dañado. Dentro de la salud hay multitud de subsectores. Como decía antes, ante inseguridad inversora, no te sueles ir a compañías sin visibilidad de ingresos.

También he mencionado ya la escasez de liquidez. La **banca regional** sufre por eso y se nota en la cotización.

### 2. Y ahora, la siguiente pregunta. ¿Cuándo suele producirse un *catch-up* del Equal Weight?

Pues, sabiendo que el pasado no explica el presente y mucho menos el futuro, en el pasado hemos visto cosas de las que podemos aprender.

No es la primera vez que vemos estas divergencias entre las grandes y las pequeñas. Finales de los años 90, poco antes de las caídas de 2018... y algunos más aunque no tan exagerados quizá. Y la **recuperación del Equal Weight se produjo cuando sucedieron varias cosas** (no todas ellas a la vez, pero sí varias).

En primer lugar, el **crecimiento económico** se aceleró de forma clara. En segundo lugar, **los tipos reales bajaron con fuerza**. Para eso, la inflación deberá controlarse mejor y las Fed continuar su ciclo de bajadas de tipos. Estos dos acontecimientos llevaron a que **la dispersión de beneficios se estrechase**.

Claro, si aumentas tus beneficios, es lógico que se centren las miradas en ti. Y no



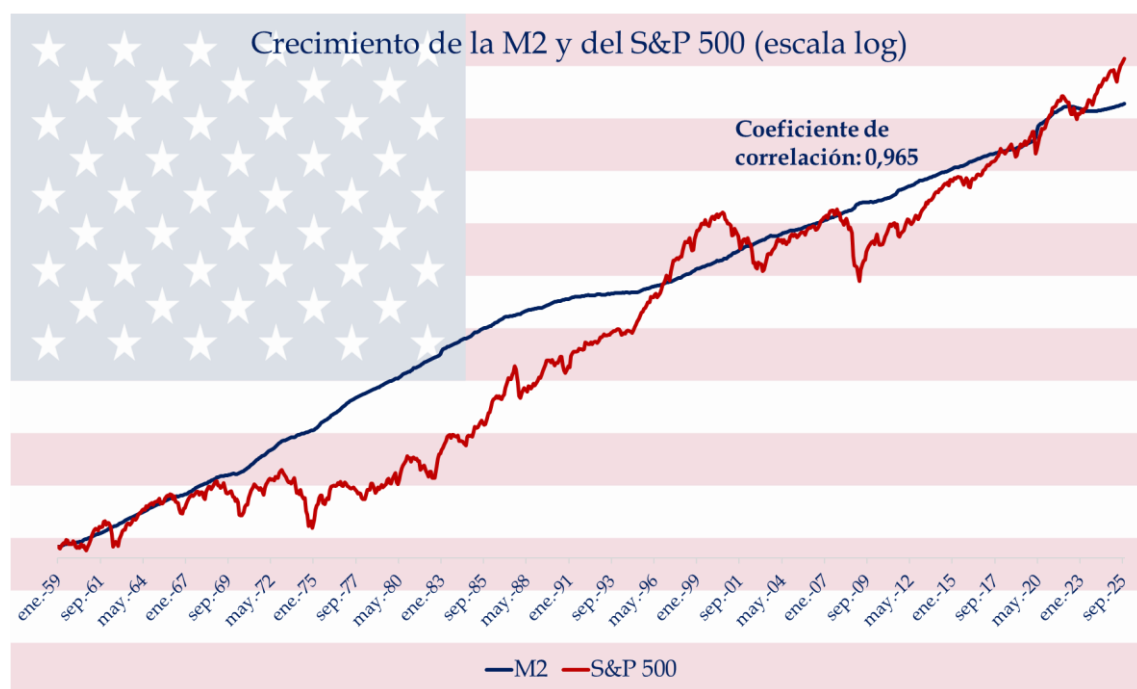
quiero dejar de mencionar otra cosa que me parece importante: la **temática del mercado no está focalizada en algo concreto**. Me explico, ahora mismo seguimos muy centrados en IA. Esto debería cambiar (un poco, al menos) para que el impulso a las pequeñas fuese definitivo.

Es decir, lo que muestro en el gráfico no es un capricho inversor, sino que tiene su fundamento. Soy un gran defensor de las pequeñas porque creo que tienen mucho recorrido. Eso sí, a través de gestión activa. Pero entiendo que, aunque su momento está al caer, haya motivos para que la dispersión siga siendo tan elevada.

## 78. Cuando hay liquidez, los mercados tiran

Los teóricos de la escuela austriaca de economía han visto siempre un símil muy útil de la expansión crediticia en la fiesta y la borrachera. De hecho, suelen explicar que el problema no son las recesiones, sino los ciclos expansivos previos que no tienen respaldo de ahorro. Esto lo vemos en los mercados financieros con la M2 y las subidas de las bolsas.

Siguiendo a esta escuela de economía, imagina que **los índices bursátiles fueran una fiesta**. Quienes marcan el ritmo de la “movida” no son los resultados empresariales, ni siquiera las tensiones geopolíticas. Estos son elementos que impactan, claro, pero serían como la velocidad y calidad a la que fluyen las copas, por ejemplo. Pero realmente, **lo que de verdad afecta más, es la liquidez**.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

Y la liquidez **viene medida, resumiendo mucho, con la M2**. La M2 es una **medida de la cantidad de dinero en circulación** (aunque incluye depósitos a la vista y depósitos a plazo en cuentas de ahorro). Y cuando la banca central amplía la M2, están metiendo en el sistema, literalmente (como se dice mucho ahora), más dinero. Y ese dinero tiene que ir a parar a algún sitio...

Por eso, una parte importante, si no hay cosas raras de inflaciones desbocadas o cosas excepcionales, **va a parar a los mercados bursátiles**. Y, claro, ese subidón de liquidez que va a parar a los mercados **suele traducirse en subidas de mercado**. Eso sí, el crédito fácil puede distorsionar temporalmente los precios relativos y alimentar burbujas, como bien han explicado los teóricos de la Escuela Austriaca.

Por ponerle números, **la correlación entre la M2 en EE.UU. y el S&P 500 es de, nada menos, que del 0,965**. Pocas relaciones tan estrechas vas a encontrar en esta vida.

Además, el índice por excelencia es un barómetro de apetito por el riesgo global. Y **si el dinero fluye, el apetito inversor suele crecer** a ritmos similares.

Como decía, desde 1959, el coeficiente de correlación entra ambas variables es del 0,965. Es que ni tus ganas de café y la productividad llegan a esos niveles de correlación. En términos económicos, podemos decir que **el comportamiento bursátil está muy anclado en la disponibilidad de dinero**. Por supuesto, esto no es un estudio académico, y habría que revisar la bidireccionalidad de las variables, la heteroscedasticidad, modelos robustos, etc. Pero sí nos sirve para andar por casa.

**Cuando la M2 crece, el mercado sube**, casi siempre. Cuando se contrae o se frena... cuidado. Si el *rally* bursátil ha sido impulsado en parte por la nueva liquidez, **¿qué pasa cuando esta desaparece?** Pues no hay que irse muy lejos. La Fed empezó a endurecer su política monetaria en 2022 (después de su agresividad postcovid) y **las caídas en los mercados no se hicieron esperar**, obteniendo unos resultados como pocas veces se recuerdan por las caídas tanto en renta fija como en renta variable. Y no hizo falta una recesión, sino cerrar el grifo del dinero.

Y esto no es baladí: los mercados están muy ligados a las políticas monetarias. Por eso, y por desgracia, muchas veces tenemos que **fijarnos más en el flujo**

**que en el fondo.** Aunque los fundamentales suelen imponerse y los resultados trimestrales son importantes, el dinero en el sistema es más trascendental.

Por otro lado, se hace necesario entender también los **movimientos en los tipos de interés y el balance de los bancos centrales**. Sin este conocimiento, estamos cegando una de las vías de donde recogemos información relevante para analizar el mercado.

Y, cuidado con los espejismos. Cuando el mercado sube por beta es fácil que sea por liquidez. Ahí está muy bien indexarse. Pero, ¿Y si no? Lo digo porque **no hay que confundir vientos de cola con la destreza del piloto** del barco.

Cuando todo sube, raro sería que el gestor lo haga muy mal. El viento de cola actúa para todos. Eso sí, el problema bien cuando deja de soplar tanto...

No sé si lo leí o lo escuché, pero es una frase que me gustó: **no hay burbuja más tonta que la que sube por exceso de dinero, pero tampoco más rentable mientras dure.**

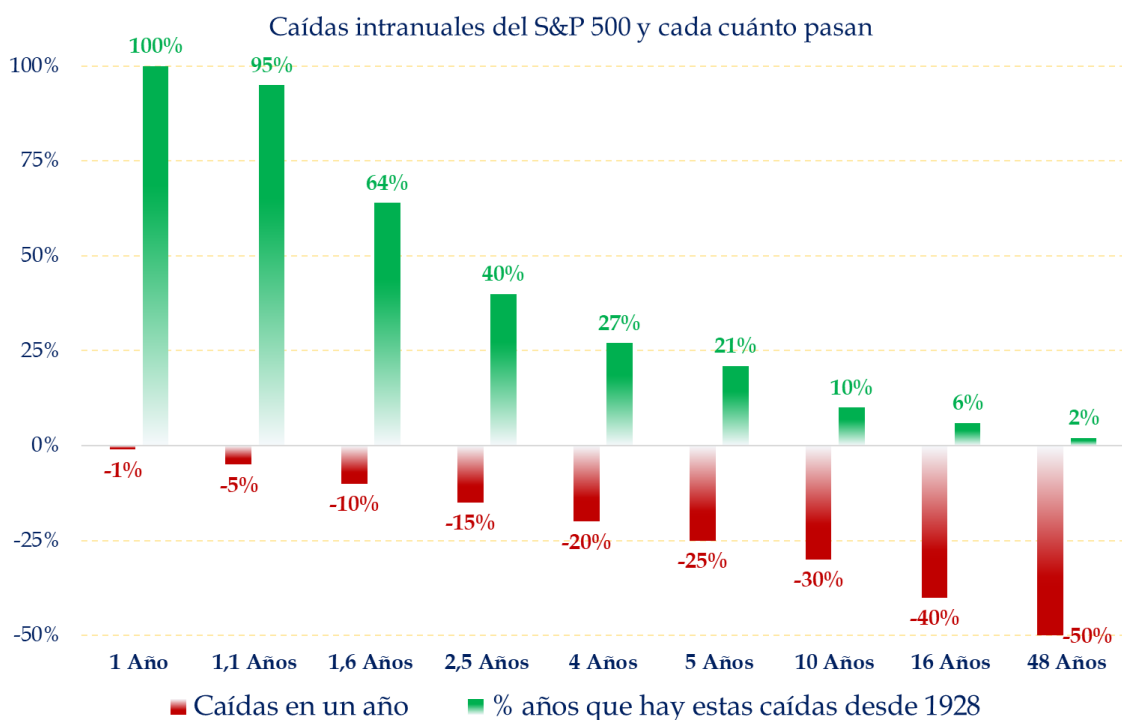
Esto no es una invitación a nada, simplemente algo de información por si no conocías esta elevada correlación. Aquí que cada cual saque sus conclusiones. Yo solo le pongo los datos, tú interpreta.

## 79. ¿Por qué no deberías temer a las caídas del mercado?

Hay gráficas que cualquier inversor debería conocer al dedillo. Quizá no de memoria, pero sí saber de pé a pá su interpretación. Que existen caídas cada año y que no pasa nada, es una de ellas.

Aunque [hemos escrito mucho sobre esto](#), nunca es [suficiente](#). Hay caídas. Siempre. Siempre. Y seguirá pasando. Y no pasa nada... Es tan inevitable que cada año haya caídas como el lunes por la mañana. Y es genial, como los lunes.

Uno de los índice con mayor rentabilidad del siglo pasado, sufre caídas de más del 30% cada 10 años (en promedio). Desde 1928, eso ha sucedido en un 10% de los casos. No es mucho, pero un -30% sí lo considero palabras mayores.



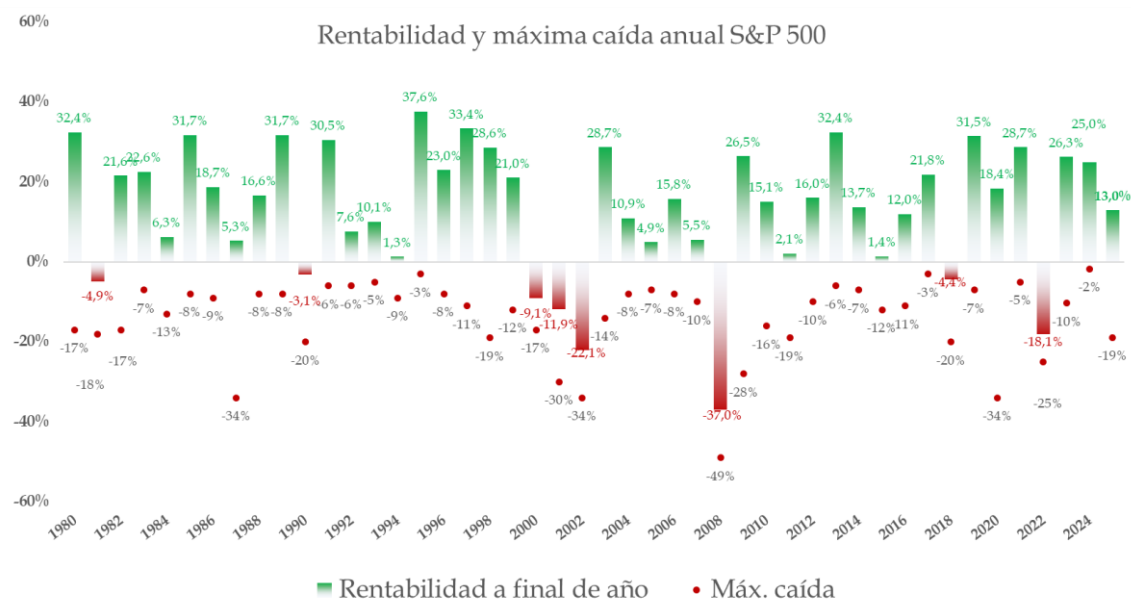
Fuente: Carlos Arenas Laorga

El mercado cae a menudo... pero sube aún más a menudo. Más del 75% de los años termina en números verdes. Como he contado en alguna ocasión, recuerdo de forma muy nítida las caídas del -34% durante el Covid. Por supuesto, muchos inversores salieron corriendo, y el año terminó en más de un el año terminó en un +18,4% y el año siguiente hizo un +28,7%. Para tirarse de los pelos, sí.

Sabemos que, cuando vienen estos cisnes negros, hay que arremangarse y aguantar el chaparrón, e incluso meterse en el mercado con la liquidez y renta fija que podamos (dentro de nuestro perfil de riesgo, sin tonterías) para aprovechar las rebajas de la renta variable.

Es un poco absurda la comparación que se me ha venido a la cabeza pensando en esto. Imagina que te dicen que cada año vas a tener una discusión fuerte con tu mujer, pero que el 80% de las veces terminaréis el año más unidos.

¿Cambiarías de pareja por eso? ¿O asumirías que forma parte del proceso de crecimiento? Aunque el ejemplo es malísimo, creo que se entiende. Es que las caídas son parte del proceso natural. No es malo si se saben gestionar.



Fuente: Carlos Arenas Laorga

Y los mercados pueden caer por muchas cosas no predecibles... Las razones varían: guerras, pandemias, cambios de tipos de interés, burbujas, crisis políticas o bancarias. Pero el patrón se repite: incertidumbre → corrección → estabilización → recuperación.

Los precios descuentan expectativas, y las emociones amplifican los movimientos.

Muchos inversores cometen el error de intentar esquivar las correcciones, vendiendo cuando el mercado cae y comprando de nuevo cuando las cosas

parecen claras. Y eso casi nunca sale bien... Como hemos recordado alguna vez, Peter Lynch decía que se perdía más dinero tratando de vaticinar las crisis que en las propias crisis.

El verdadero antídoto no es anticipar las caídas, sino aceptarlas como parte natural del camino. Esto es especialmente importante para quienes invierten en fondos de inversión y piensan en el largo plazo. En este contexto, las caídas son como las rebajas en las tiendas: si sabes lo que quieres y ya habías decidido comprarlo... ¿por qué no aprovechar el descuento?

### **Algunos consejos prácticos**

1. **No mires tu cartera todos los días.** Mirar la cuenta cada rato es como pesar un roscón de Reyes cada 10 minutos esperando que engorde. Inútil y estresante.
2. **Revisa tu horizonte temporal.** Si inviertes con visión de 10-30 años, una caída del 10% no debería preocuparte.
3. **Diversifica.** No pongas todos los huevos en la cesta de las tecnológicas, ni todos en EE.UU. Hay fondos globales, mixtos, y de mil cosas que ayudan a suavizar la volatilidad.
4. **Ten liquidez para aprovechar oportunidades.** No todo debe estar invertido. Una parte en liquidez (renta fija corto plazo) puede ayudarte a comprar más cuando otros venden.
5. **Evita el market timing.** Nadie sabe cuándo será la próxima caída, pero sí que vendrá.

Cuando el mercado cae, es normal sentirse incómodo. Y si eres un buen inversor, incluso te diría que, con cierta reticencia, pero hasta te gustará que cada tanto haya caídas. Pero no te bajes de un avión en pleno vuelo porque haya turbulencias. Lo más probable es que, si te mantienes sentado y con el cinturón abrochado, llegues a destino.

Los datos están ahí, no me lo invento. Hay sustos, pero la economía, en general, y los mercados financieros, en particular, han demostrado una y otra vez una capacidad notable de adaptación y recuperación. La clave está en no dejar que los titulares dicten tus decisiones, sino que lo haga tu plan, tu perfil y tu horizonte.

Cuando veas una caída, en lugar de preguntarte si esto es el fin, quizá deberías preguntarte si esto es el principio de una buena oportunidad.



# CAZADORES DE TENDENCIAS EN BOLSA

¡Consíguelo gratis  
con tu suscripción  
premium!



**SUSCRÍBETE AQUÍ**