



Carta 4º Trimestre de 2025

27 de febrero de 2026

Estimado partícipe:

Durante el **año de 2025** el valor liquidativo del fondo ha aumentado un **+8.80%**.

El retorno **acumulado desde que el fondo comenzó** las operaciones el 31 de marzo de 2021 y hasta el 31 de diciembre de 2025 es de **-3.55%**, siendo los **retornos mensuales** y anuales como siguen¹:

	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic	Annual
2021				2.05%	2.17%	-1.23%	1.27%	0.58%	-3.33%	1.32%	-1.21%	2.48%	4.01%
2022	-5.27%	-2.44%	-1.17%	-4.63%	-1.65%	-4.94%	3.26%	-4.92%	-6.41%	0.69%	2.94%	-1.63%	-23.71%
2023	4.24%	-4.02%	3.46%	0.02%	-1.91%	-1.45%	1.65%	-1.23%	-4.58%	0.30%	4.87%	4.55%	5.45%
2024	-2.70%	-0.01%	3.92%	-2.94%	0.14%	1.62%	4.85%	1.05%	3.12%	-1.20%	3.26%	-4.81%	5.93%
2025	2.66%	0.87%	-2.71%	0.16%	0.94%	-1.29%	1.25%	0.94%	3.41%	1.96%	1.14%	-0.70%	8.80%

La **volatilidad desde inicio** del fondo queda más alineada con la de los bonos que con la de casi el doble de la bolsa:

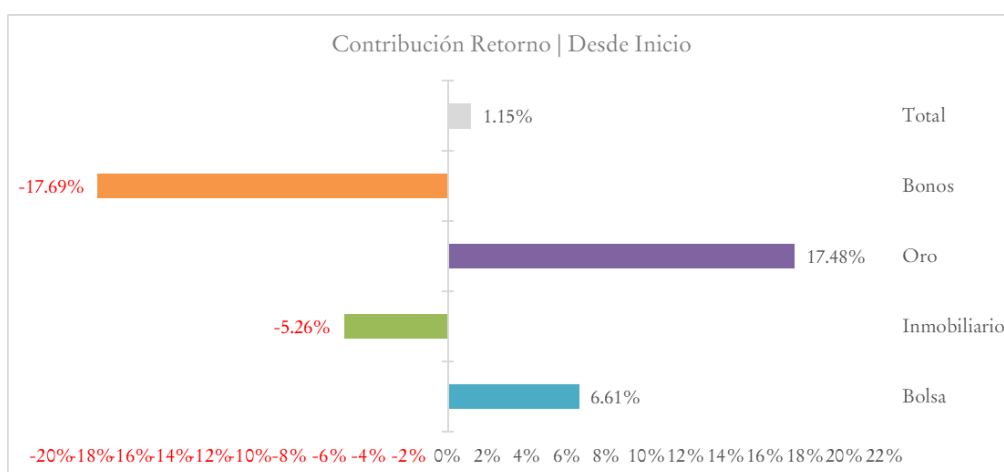
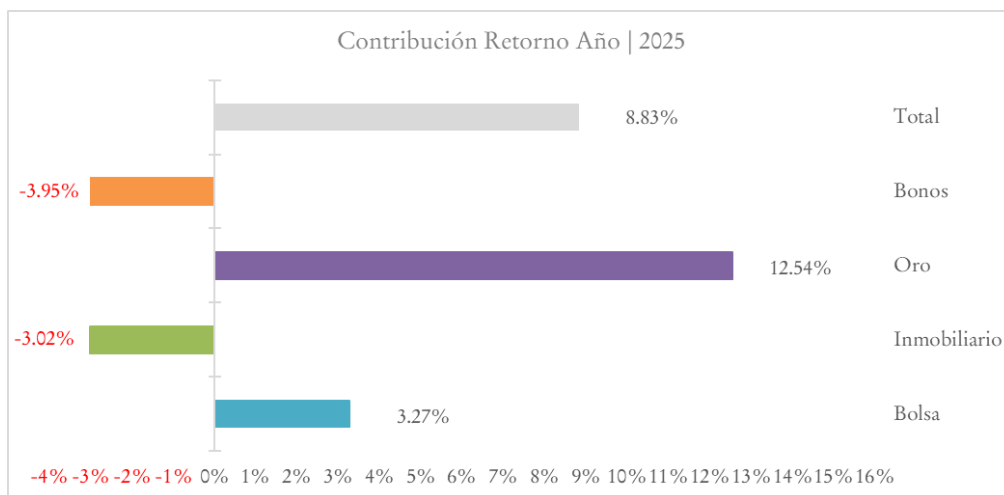
Volatilidad Bolsa	Volatilidad Fondo	Volatilidad Bonos
15.90%	8.56%	6.10%

*

La **contribución por tipo de activo**², que ahora se expone con frecuencia semestral pero siempre desde inicio, queda como sigue:

¹ En la sección de retornos de la web se pueden seguir los resultados mes a mes: <https://affinium.info/retornos>. También se pueden descargar todas las cartas trimestrales previas en: <https://affinium.info/memos>

² Es importante recordar que la metodología usada para este cálculo consiste en la suma aritmética de la contribución diaria de cada posición en cartera. Esto genera, inevitablemente, discrepancias con el agregado compuesto del retorno de la cartera. Sin embargo, elegimos este método por su tradicional uso y porque conserva el sentido y motivación de analizar, con una visualización clara, el **impacto relativo de cada clase de activo al retorno total de la cartera**.



*

El año 2025 en perspectiva

Como se aprecia en la contribución por clase de activo, tanto en 2025 como desde el inicio del fondo, **oro y bolsa han sido los motores principales que ha tirado de la cartera, con el inmobiliario y especialmente los bonos lastrando fuertemente su rentabilidad.**

Tras el terrible 2022 —cuyo análisis en profundidad se puede descargar [aquí](#)—, la cartera vuelve poco a poco (en los últimos tres años; +5.45%, +5.93% y +8.80%) a una senda de retornos más en línea con sus resultados históricos de largo plazo.

La volatilidad de la cartera en 2025 también ha sido muy contenida, del 5.84%; de nuevo más en línea con su comportamiento habitual de largo plazo. Comentamos brevemente las causas del comportamiento de las cuatro clases de activos de la cartera en 2025:

Oro

El metal de los 79 protones ha sido la gran estrella del año en los mercados, con una subida que no se veía desde los años '70 del siglo pasado.

La principal razón por la que incluimos oro en nuestra cartera es porque se trata de la última y **única moneda³ no-fiat⁴**. Esto es, la única moneda que, a la vez, no es emitida por ningún estado y sin embargo aceptada por todos como dinero. Una moneda no sujeta a los caprichos del político de turno, gobierno, ni banco central. Como decía JP Morgan, el oro es el único dinero real.

Si el oro es el único dinero real —porque a diferencia del fiat como el euro o el dólar, su oferta es fija, no puede ser adulterado ni multiplicado a voluntad, y porque ha sido aceptado como medio de pago universal por todas las civilizaciones y en todas las épocas a lo largo de cinco mil años—, entonces la emisión masiva y permanente de moneda fiat por los bancos centrales actuales no es un detalle técnico: es un acto de adulteración deliberada y sistemática del dinero, de destrucción silenciosa y progresiva de nuestros ahorros como ciudadanos.

Cada dólar, euro o yen creado de la nada diluye el valor de todos los que ya existían. Esa dilución constante genera un viento de cola estructural e imparable para el oro: cuanto más se imprime, más se deprecia la moneda falsa —aunque impuesta por ley— y más participantes en los mercados huyen hacia el único activo que no puede ser falsificado, creado ni adulterado.

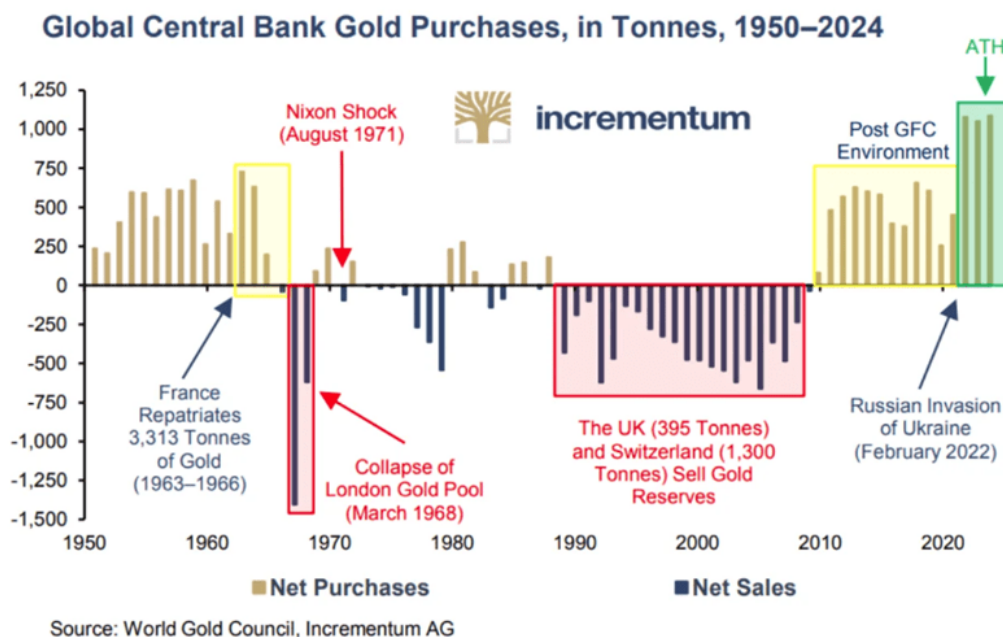
No vemos un escenario en el que esta dinámica se invierta a medio y largo plazo. Los políticos, para ser elegidos o reelegidos, necesitan incrementar esta dinámica perversa o son sustituidos por otros en las próximas elecciones. Mientras los bancos centrales —en última instancia, esbirros de los políticos— sigan financiando déficits con tinta y promesas —oferta fija de dinero real versus oferta creciente y sin límite de dinero falso—, el precio del oro no puede dejar de subir a medio y especialmente a largo plazo⁵.

Otra razón que ha impulsado la subida del metal —menos estructural, pero igualmente importante durante 2024-25— ha sido la **geopolítica**. El resurgimiento del unilateralismo, sanciones (especialmente a Rusia, despertando desconfianzas en un sistema financiero mundial en dólares controlado por US), proteccionismo a través de los aranceles, la desglo-balización y el mayor gasto militar, reducen la demanda extranjera de deuda y dólares estadounidenses. Esto a su vez fuerza más emisión de moneda y mayor endeudamiento, lo que ha empujado a los grandes participantes en los mercados —sobre todo, bancos centrales de todo el mundo— a diversificar hacia el oro, la única moneda no-fiat:

³ Recordemos brevemente que moneda es aquel activo que funciona principalmente como (i) medio de intercambio para bienes y servicios, (ii) unidad de cuenta para fijar precios y (iii) depósito de valor para mantener la capacidad de compra. Sus propiedades clave incluyen aceptabilidad generalizada, durabilidad, divisibilidad, portabilidad, homogeneidad y escasez.

⁴ A mayor distancia, otros motivos por los que también incluimos oro en la cartera son sus propiedades de refugio en tiempos de incertidumbre geopolítica y su papel habitual —que no siempre cumple simultáneamente— contra la inflación y la deflación profunda.

⁵ En realidad, es el valor de las monedas fiat el que cae con respecto al oro, que es la moneda que se mantiene constante. En otras palabras; no sube el precio del oro, sube cuando lo medimos en función de las monedas fiat.



En esta imagen de *Incrementum* se puede observar los periodos de venta y compra de oro por parte de los bancos centrales desde mediados del siglo pasado. Por ejemplo, entre finales de los '80 y hasta la Gran Crisis Financiera de 2008, los bancos centrales (incluido el de España) han sido vendedores netos. Tras la GCF, especialmente tras la pandemia y la invasión rusa de Ucrania, los bancos centrales están comprando oro al mayor ritmo de la historia por las razones antes mencionadas.

Independientemente de breves episodios de burbuja que puedan suceder simplemente por mimetismo de otros participantes en los mercados al observar cómo sube de precio el oro (FOMO), el viento de cola es estructural y ha llegado para quedarse.

Pero, aunque ahora beneficie a nuestra cartera, la espectacular subida del oro no es una buena noticia. Esta subida refleja la desconfianza subyacente en la sostenibilidad de un dinero fiat creado por déficits fiscales crónicos —se imprime siempre más dinero del que se recauda— que ningún gobierno o político quiere reducir o solucionar porque implicaría la pérdida del poder o la imposibilidad de alcanzarlo. Los incentivos se han alienado pues para crear una dinámica de huida racional ante la incertidumbre política y fiscal. Históricamente, este tipo de situación no trae nada bueno —ni en lo económico ni en lo social— a medio ni largo plazo.

Desafortunadamente, poco podemos hacer desde nuestra posición de pequeños inversores frente a un mundo en declive fiscal, excepto intentar protegernos de este escenario a través de la tenencia en cartera de oro.

Bolsa

La renta variable mundial en 2025 se ha revalorizado claramente por encima de su promedio de largo plazo principalmente por la convergencia de tres factores: una reevaluación monetaria, el aumento de productividad y una cierta euforia psicológica.

En primer lugar, la constante inyección de liquidez y los altos déficits estructurales han atacado y reducido el poder adquisitivo del dinero fiat. Los participantes en los mercados se han visto forzados a refugiarse masivamente en otros activos para proteger su valor,

inflando las valoraciones y alterando la percepción del riesgo. Hoy, debido a las razones explicadas respecto a la subida del oro, quedarse en liquidez se percibe como un peligro, no como una decisión prudente.

En segundo lugar, no se puede negar que la subida se apoya también en sólidos fundamentos corporativos. La economía global atraviesa una carrera hacia la eficiencia impulsada por la maduración de la inteligencia artificial y la automatización. Aunque no sabemos todavía el impacto total que tendrá en el futuro, estas herramientas están ya permitiendo a las empresas absorber costes, superar problemas laborales y expandir sus márgenes de beneficio a niveles récord, aportando una justificación real detrás de las subidas (a diferencia de lo ocurrido durante la burbuja punto-com, en la que no había sustento económico real a las valoraciones de finales de los años '90).

Finalmente, la promesa de una tecnología revolucionaria ha encendido la fase culminante de este ciclo de mercado: la entrada en la especulación, o territorio burbuja para muchos. El miedo a perderse ganancias exponenciales (FOMO) en un futuro históricamente tan prometedor ha atraído a todo tipo de inversores, acelerando los precios casi en vertical y desligando temporalmente a los índices de la prudencia histórica. Nunca se sabe cuánto puede durar una fase de manía en los mercados, pero es sin duda una de las fuerzas que ha llevado a las bolsas a nuevos máximos en 2025.

Bonos de largo plazo

Los bonos de largo plazo continúan en 2025 el mercado bajista iniciado en 2022, y que ya es **el más profundo y prolongado en la historia de la renta fija**. Como explicamos en diversas cartas trimestrales de 2022 y 2023, la subida de tipos más rápida y de mayor rango de toda la historia, consecuencia de los enormes desequilibrios monetarios y fiscales generados durante la pandemia en 2020-21, han hundido esta clase de activo, especialmente en la parte larga de la curva.

¿Por qué continúa este mercado bajista? Se pueden identificar al menos cuatro razones estructurales que explican la severidad de este ciclo negativo, el más largo desde que hay registros.

En primer lugar y como hemos comentado sobre el oro, tenemos unos **déficits fiscales crónicos** (cada vez se gasta e imprime más que se recauda) y **exceso de oferta**: Los gobiernos occidentales están emitiendo cantidades récord de deuda para financiar déficits masivos, incluso en periodos donde no hay recesión. Ningún político quiere perder las próximas elecciones y sabe que la mayoría de los votantes sólo es sensible al corto plazo. Simultáneamente, los bancos centrales han abandonado su papel de "compradores de último recurso" (fin de la Expansión Cuantitativa) para empezar a reducir sus balances. Esta avalancha de oferta de bonos, combinada con la retirada de sus principales compradores, hunde irremediablemente los precios.

En segundo lugar, la **inflación estructural y cambio de régimen**: La economía global ha transitado de una era deflacionaria (impulsada por la globalización y la tecnología) a un entorno de fragmentación geopolítica, desglobalización, proteccionismo y altos costes asociados a la obsesión con la transición energética. Estos factores generan una inflación mucho más "pegajosa" (manera elegante de decir que quizá el nuevo nivel de inflación a medio plazo se sitúe más alrededor del 3% que por debajo del 2%), lo que impide a los bancos

centrales recortar los tipos de interés de forma agresiva para rescatar a los mercados, como solían hacer en el pasado con tanta alegría y despreocupación.

En tercer lugar, **el fin de la anomalía histórica de los “tipos 0”**: Las políticas de tipos de interés al 0% o incluso negativos que dominaron la década de 2010 fueron una absoluta aberración financiera (el equivalente en física al tiempo negativo, un absurdo). El actual colapso en los precios de los bonos es, en esencia, una dolorosa reversión a la media histórica. El coste del capital simplemente está regresando a la normalidad, lo que penaliza de forma drástica a los activos de larga duración.

Y, en cuarto lugar, **el aumento de la “prima por plazo”**: Durante años, los inversores aceptaron rendimientos mínimos sin exigir compensación extra por inmovilizar su dinero a 10 o 30 años. Hoy, ante la incertidumbre de que la inflación erosione su poder adquisitivo y las dudas sobre la sostenibilidad de la deuda pública —como hemos comentado, el principal motor detrás de la subida del oro—, el mercado exige una rentabilidad sustancialmente mayor —la llamada prima por plazo— para asumir riesgos durante periodos tan prolongados de tiempo. Claro, una rentabilidad mayor implica una caída del precio del bono.

En resumen, llevamos ya **cuatro años de mercado bajista** en bonos de largo plazo, lo que está penalizando con gran intensidad nuestra cartera desde pocos meses después del lanzamiento del fondo.

Inmobiliario (REITs) USA

Los REITs, a nivel mundial, llevan encerrados en un movimiento lateral desde el estallido de la pandemia en marzo de 2020. Las múltiples consecuencias a largo plazo del shock siguen afectando las cotizaciones en el medio plazo, independientemente del resto de factores que influyen en su precio.

De nuevo, 2025 no ha sido un año especialmente brillante para los REITs USA. La causa principal sigue asociada a la persistencia de los altos tipos de interés en la parte larga de la curva (que es en la que afecta a los agentes inmobiliarios). Frente a las expectativas iniciales de recortes por parte de la Reserva Federal, la fortaleza de la economía estadounidense y la inflación latente han llevado a la Fed a mantener un precio del dinero (tipos de interés a corto plazo) elevado y a los tipos de interés a largo plazo a mantenerse altos.

Dado que el sector inmobiliario es muy intensivo en capital y depende del endeudamiento, este encarecimiento del crédito sigue presionando las valoraciones a la baja y está congelando el mercado de compraventa. Dentro de este contexto general, es cierto que se produjo una polarización o bifurcación en forma de “K” entre los distintos tipos de activos inmobiliarios: Por un lado, los centros de datos impulsados por la futura demanda de inteligencia artificial o los activos de salud demandados por el envejecimiento demográfico, experimentaron un crecimiento notable. Sin embargo, estas subidas fueron contrarrestadas por el lastre del sector de oficinas, que continuó sufriendo fuertes correcciones debido al arraigo del trabajo híbrido tras la pandemia.

A pesar del modesto desempeño de sus acciones, la salud real de los negocios inmobiliarios subyacentes sigue siendo sólida, ya que, paradójicamente, las dificultades de financiación paralizaron la construcción de nuevos edificios. Esta falta de nueva competencia permitió a los REITs existentes mantener altas sus tasas de ocupación, sostener los alquileres y seguir repartiendo dividendos atractivos, lo que deja al sector con unas valoraciones muy interesantes de cara al futuro.

Una reflexión sobre la falacia narrativa, el sesgo de retrospectiva y la naturaleza de los mercados

«Las cosas podían haber sucedido de cualquier otra manera y, sin embargo, sucedieron así».

—Miguel Delibes

Me gustaría que el lector hiciera una pausa y dedicara un momento a evaluar las sensaciones que tiene tras haber leído éste o cualquier otro comentario sensato de mercados sobre lo ocurrido en 2025 (o cualquier otro año).

Por un lado, parece que lo que ha pasado en cada clase de activo era la única opción lógica y que "se veía venir" desde el principio. Nuestro cerebro borra mágicamente la incertidumbre que sentía antes de lo ocurrido en 2025, sustituyéndola por una narrativa lógica que no existía en su momento. Casi podríamos pensar que lo que ha pasado era "inevitable".

Por otro lado, sentimos que el caos del mundo por fin "tiene sentido", al haber conectado información aparentemente inconexa en una historia coherente. Nos inunda una reconfortante sensación de control al recuperar relaciones de causa-efecto (sean o no correctas), en lugar de aceptar que la evolución de los mercados financieros es impredecible. Puede incluso que lleguemos a sentir una falsa seguridad en hacer predicciones futuras, basada en lo bien que se ha "explicado" el pasado. En resumen, sentimos que el mundo vuelve a ser como en una novela o película en la que todo acaba por tener sentido.

En el primer caso estamos hablando del efecto del **sesgo de retrospectiva, por el que lo ya sucedido nos parece lógico y hasta necesario** ("era obvio lo que iba a pasar"). En el segundo caso se trata de la **falacia narrativa, por la que damos sentido al mundo** ("lo que ha pasado es porque A llevó a B y luego a C, por estas y aquellas razones").

Pero ver estos efectos más claramente, vamos a analizar el **relato comúnmente aceptado sobre lo sucedido estos últimos 5 años** desde la pandemia: La narrativa de la Gran Inflación (2021-2022) y posterior "Aterrizaje Suave" (2023-2024).

La concatenación causal —o cómo se interpreta hoy lo sucedido— suele ser la siguiente:

1. Las inyecciones masivas de liquidez por la pandemia, unido a los cuellos de botella en las cadenas de suministro causaron inevitablemente una inflación desbocada.
2. Esta alta inflación obligó por mandato a los Bancos Centrales (Fed, BCE) a subir los tipos de interés de forma agresiva.
3. Las violentas subidas de tipos provocaron inevitablemente el desplome de los bonos (especialmente los de larga duración) y de las acciones tecnológicas en 2022 (ambos muy sensibles a los tipos de interés) que arrastró a los índices bursátiles a la baja.
4. El encarecimiento del crédito enfrió inevitablemente la demanda lo justo para bajar la inflación sin destruir el empleo, logrando el famoso "aterrizaje suave" y el posterior mercado alcista en bolsa el que aún estamos.

Parece el clásico juego de fichas de dominó en el que cada pieza hace caer la siguiente, de manera determinista e inexorable. Sin embargo, las cosas podrían haber sucedido de manera diferente en cada eslabón:

1. ¿Liquidez + Cuellos de botella = Inflación segura y desbocada?

- **La narrativa aceptada tras lo que sucedió:** Al haber "más dinero persiguiendo menos bienes", la inflación extrema era una certeza matemática.
- **La alternativa plausible que podría haber ocurrido:** Perfectamente podría haber ocurrido lo mismo que tras la crisis de 2008. En aquel entonces, los Bancos Centrales también imprimieron billones de dólares (Quantitative Easing) y muchos analistas y gestores predijeron hiperinflación. ¿Qué pasó? Nada. El dinero se quedó atrapado en los balances bancarios, la velocidad del dinero se desplomó y las fuerzas deflacionarias (envejecimiento poblacional, tecnología) mantuvieron la inflación baja. En 2021, la gente podría haber optado por ahorrar todo ese dinero por miedo al futuro, en lugar de gastarlo de golpe, lo que habría neutralizado la inflación.

2. ¿Alta inflación = Subidas agresivas de tipos?

- **Narrativa:** Los bancos centrales no tenían otra opción que subir los tipos, del 0% al 5%, a una velocidad nunca vista en la historia, para salvar su credibilidad.
- **Alternativa plausible:** Durante gran parte de 2021, la Reserva Federal insistió en que la inflación era "transitoria". Perfectamente podrían haber mantenido esa postura dogmática por más tiempo, optando por tolerar una inflación del 5-6% para "licuar" (reducir el valor real) la inmensa deuda pública de los Estados, una versión de la represión financiera. No estaban *obligados* a ser tan agresivos; fue una decisión de política monetaria que podría no haberse tomado o hacerlo más tarde (o incluso antes) que cuando se hizo.

3. ¿Subidas de tipos = Colapso de las acciones tecnológicas?

- **Narrativa:** Las empresas tecnológicas, al prometer beneficios en un futuro lejano (larga duración), tenían que hundirse al subir los tipos de interés libres de riesgo. Era pura matemática financiera.
- **Alternativa plausible:** Las empresas tecnológicas podrían haber ignorado el efecto de los tipos si sus expectativas de crecimiento de beneficios hubieran sido lo suficientemente altas en ese momento exacto (algo que, irónicamente, pasó poco después con el actual boom de la Inteligencia Artificial). Si el catalizador de la IA (como el lanzamiento de ChatGPT) hubiera ocurrido sólo un año antes, quizá el Nasdaq podría haber subido —o al menos no caer— en pleno ciclo de subidas de tipos, rompiendo por completo la "regla matemática" de que tipos altos destruyen las acciones tecnológicas más sensibles.

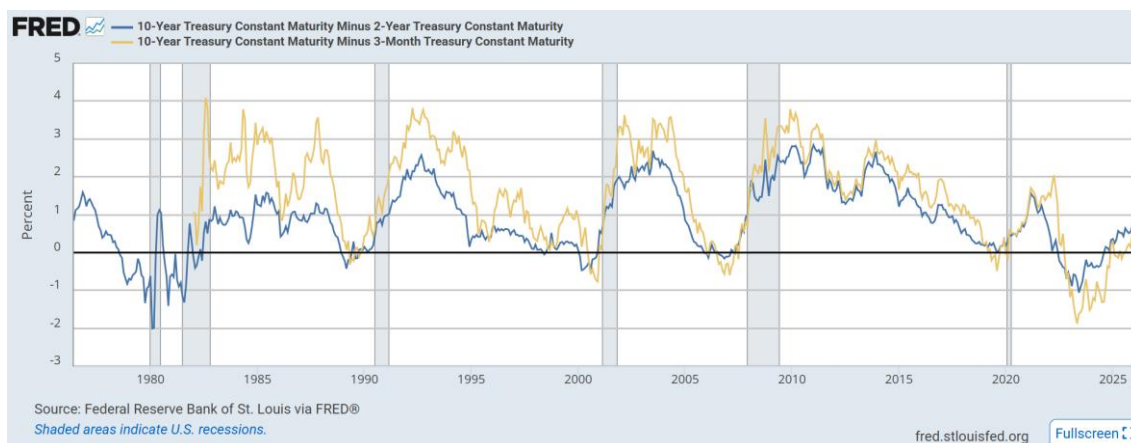
4. ¿Tipos altos = Aterrizaje suave y bajada de inflación?

- **Narrativa:** La "medicina" de los tipos altos funcionó exactamente como decía el manual: enfrió la demanda sin matar al paciente (la economía).
- **Alternativa plausible:** Históricamente, subir los tipos de forma tan vertical casi *siempre* ha provocado una recesión dura (aterrizaje forzoso) o ha roto algo sistémico en el sistema financiero (como amagó con hacer la quiebra de Silicon Valley Bank en 2023). Lo más probable era una crisis crediticia severa y un gran aumento

del desempleo. Que la economía aguantara fue una rareza estadística, no una consecuencia lógica e inevitable.

Lo que no pasó

Otro escenario/narrativa ampliamente aceptado y popular a finales de 2022 y principios de 2023 es que la violenta subida de tipos —con una gran inversión de la curva de tipos entre los tipos cortos y lo largos— iba a provocar necesariamente la entrada en recesión de la economía estadounidense y por lo tanto no habría aterrizaje suave. Algo que siempre había ocurrido:



Muchos gestores posicionaron su cartera infraponderando bolsa durante 2023 precisamente porque esperaban una recesión que prolongaría mucho más abajo el mercado bajista de 2022. Sin embargo, la bolsa US no ha dejado de subir desde entonces. A finales de 2025 todavía no hay rastro de esa recesión que la inmensa mayoría de analistas anticipaban como segura e “inevitable”⁶.

A posteriori, siempre podremos encontrar nuevas razones y más detalles de por qué en realidad las cosas sucedieron como lo hicieron y no de otra forma. Pero lo cierto que es que, como al principio de la novela de Miguel Delibes, las cosas podrían haber sucedido perfectamente de otro modo —al que de nuevo le habríamos encontrado explicación “inevitable”, claro.

⁶ La inversión de la curva de tipos (rentabilidad de los bonos a corto plazo mayor que la de los bonos a largo plazo, en el gráfico representadas la diferencia entre el bono a 10 años y los bonos a 2 años en azul y a 3 meses en verde) siempre ha anticipado una recesión económica porque refleja el final del auge artificial inducido previamente por la expansión crediticia del banco central y expone la insostenibilidad de las “malas inversiones” (*malinvestments*) acumuladas en la economía. La teoría dice que cuando un banco central mantiene los tipos de interés artificialmente bajos, envía una señal falsa a los empresarios, induciéndolos a embarcarse en proyectos de capital a largo plazo que no están respaldados por un ahorro real previo de la sociedad. Esto descoordina temporalmente la estructura productiva. Posteriormente, cuando la inflación de precios obliga al banco central a contraer el crédito y a subir agresivamente los tipos de interés a corto plazo (provocando las inversiones de la curva que se ven en el gráfico), se corta de golpe la liquidez barata que mantenía a flote esos proyectos. Esta subida de tipos a corto plazo hace financieramente inviables los proyectos a largo plazo iniciados durante el auge con “dinero barato”, forzando su inevitable liquidación y reasignación. La recesión consiguiente sería una fase de reajuste dolorosa, pero necesaria, para purgar los excesos de deuda y sanear la estructura productiva distorsionada por la manipulación monetaria de los bancos centrales.

“El fondo de moda” y el inversor saltamontes

Ocurra lo que ocurra, siempre hay algún fondo que “acierta” y capitaliza “el *trade* del año”, al que se asocia una narrativa convincente que provoca en nuestra mente los sesgos de retrospectiva y la falacia narrativa.

Es una cuestión de combinatoria.

Imaginemos que hay cientos o miles de gestores. Aunque en los mercados puede ocurrir cualquier cosa, en la práctica, al existir un número limitado de activos, son pocas las combinaciones totales de lo que puede ocurrir en los mercados.

Cada fondo o gestor tiene su visión macro, muchas veces compartida con el consenso o “contrarian”. La inmensa mayoría con estimaciones y proyecciones sensatas respecto a lo que puede ocurrir.

Cuando hay toda una colección de escenarios diferentes, necesariamente habrá siempre alguno o algunos cuya narrativa sea la que se cumpla.

Una vez el sesgo de retrospectiva y la falacia narrativa han hecho su trabajo, el sesgo de representación hace el resto: Con el paso de los años, sólo nos acordamos de los pocos ganadores y las narrativas que acertaron, no de los mucho más numerosos que no acertaron (y que también nos parecían plausibles *ex ante*).



Al final, acabamos por atribuir a los fondos/gestores que han acertado un poder predictivo sobre los mercados que en realidad no tienen, se proyecta linealmente su rentabilidad reciente, y el inversor medio acaba comportándose como un saltamontes, saltando de fondo en fondo y erosionando significativamente su rentabilidad a largo plazo⁷.

⁷ Técnicamente llamado “*return-chasing behavior*” o “*behavioral gap*”, por el que muchos inversores venden el fondo en el que están (a menudo tras una racha mediocre o una caída temporal que genera ansiedad) y saltan al fondo que ha sido el “ganador” reciente —por ejemplo, el que mejor rentabilidad tuvo el año pasado o en los últimos 3 años, y que por supuesto cuenta con una narrativa que justifica su aparente superioridad—, persiguiendo rentabilidades pasadas en lugar de mantener una estrategia a largo plazo. Esto crea un ciclo de “comprar caro” (tras subidas ya realizadas) y “vender barato” (tras bajadas), impidiendo capturar el retorno compuesto completo del activo o estrategia subyacente. El resultado acumulado a largo plazo es que el inversor medio obtiene menos rentabilidad que si se hubiera quedado quieto siguiendo su plan de inversión a largo plazo, incluso aunque los fondos individuales entre los que va saltando sean muy buenos.

Ver, por ejemplo: [Friesen y Sapp \(2007\) — “Mutual Fund Flows and Investor Returns: An Empirical Examination of Fund Investor Timing Ability”](#).

Un poder predictivo del que carecen no porque les falte talento o medios, sino por la propia naturaleza de los mercados que los hace impredecibles, como veremos a continuación.

Los mercados: ¿Reloj suizo o Teoría del Caos?

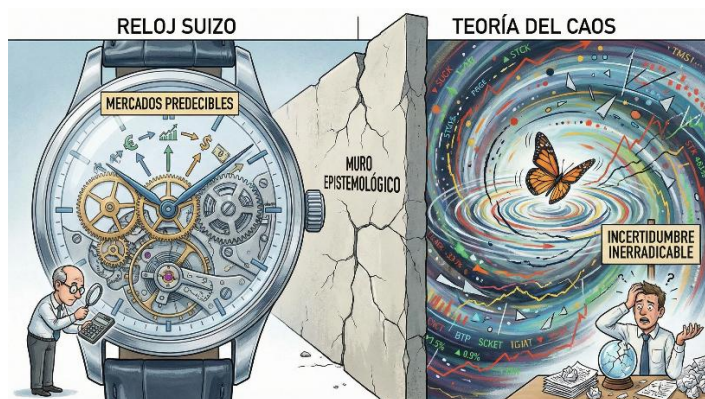
Los sesgos de retrospectiva, de representación y la falacia narrativa trabajan constantemente para darnos la impresión de que los mercados son, en el fondo, predecibles. De que se trata de reunir el talento y los medios suficientes para poder hacer las mejores predicciones y entonces conseguir la mayor rentabilidad. La creencia subyacente sería:

A más talento y más medios → mejores resultados en los mercados

Sin embargo, esta creencia es falsa. Si así fuera, **los fondos con mejores rentabilidades se encontrarían entre aquellas gestoras con más medios y la capacidad de atraer el mayor talento pagando los mejores salarios; algo que no ocurre⁸. Tampoco aquellos fondos que mejor lo han hecho recientemente —la estrella o fondo de moda del año pasado— mantienen en el futuro su rentabilidad extraordinaria⁹.**

Este modelo del mundo es **falso** porque los activos financieros no funcionan como un mecanismo de relojería determinista en el que deducir cuál va a ser su próximo movimiento.

En realidad, si tenemos que elegir un modelo mental de los mercados financieros, el más apropiado sería el de los Sistemas Complejos y la Teoría del Caos.



Efectivamente, los mercados financieros, como manifestación de los procesos económicos subyacentes, son sistemas densamente interconectados y no lineales en los que pequeñas variaciones iniciales producen trayectorias divergentes de modo impredecible¹⁰. Dependen de factores que muchas veces desconocemos o no se pueden conocer.

Son adaptativos, con retroalimentación dinámica entre percepción —lo que los participantes en los mercados creen— y la realidad, emergentes desde la función empresarial, y que producen distribuciones de Pareto violentamente sesgadas con colas pesadas cuyos intentos de predicción acaban por ser un ejercicio inútil.

⁸ Ver, por ejemplo: [Joseph Chen et al. \(2004\) — “Does Fund Size Erode Mutual Fund Performance?”](#)

⁹ Ver, por ejemplo: [Choi y Zhao \(2020\) — “Mutual Fund Performance Persistence Disappears Out of Sample”](#).

¹⁰ El ejemplo del péndulo doble es ideal para comprender que estamos hablando de una limitación fundamental, por la que incluso conociendo las ecuaciones que describen totalmente el sistema y su movimiento (un lujo del que carecemos en los mercados financieros), no tienen solución analítica —de nuevo, no por falta de talento, sino que por su propia naturaleza no se pueden resolver. Y si esto ocurre ya en sistemas con sólo dos (péndulo doble) o tres variables (problema de los tres cuerpos) en los que conocemos sus ecuaciones, nos podemos imaginar para un sistema con millones de variables (personas) interactuando en los mercados financieros...

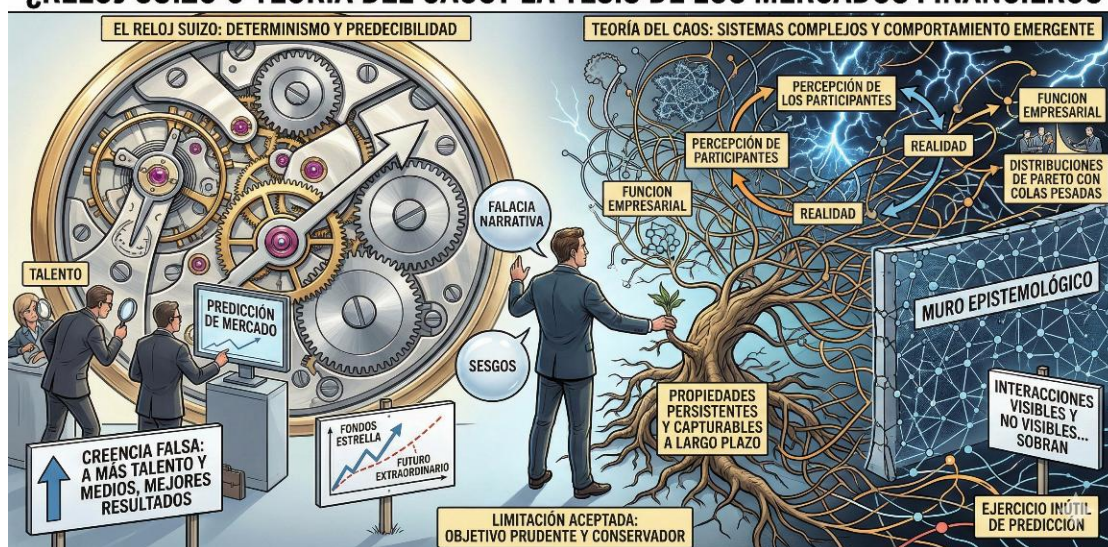
Ejemplos: Péndulo doble: <https://www.youtube.com/watch?v=HckJT2pGIUE>

Problema de los tres cuerpos: <https://www.youtube.com/watch?v=427vNUBnguw>

Así, la causa de nuestra ceguera respecto al futuro de los mercados no es ignorancia o falta de medios, sino **su propia naturaleza**. Los intentos por predecir los mercados y asociarles narrativas no pueden ser más que un divertimento para tranquilizar a los inversores frente a la incertidumbre inerradicable. No es que falten datos o no tengamos talento suficiente, es que sobran interacciones, visibles y no visibles, y eso no se puede remediar porque el mundo es así.

En otras palabras, se trata pues de un **muro epistemológico**, no de falta de talento o medios. Sólo al comprender y aceptar esta limitación dejaremos de saltar del fondo que estuvo de moda el año pasado al que está de moda ahora (o intentar predecir qué harán el año que viene ciertos activos), y nos centraremos en un **objetivo más prudente y conservador**, como el de intentar aprovechar las **propiedades de los activos y procesos que sean persistentes y capturables a largo plazo**.

¿RELOJ SUIZO O TEORÍA DEL CAOS? LA TESIS DE LOS MERCADOS FINANCIEROS



Camino y “maldición” del inversor

«You must choose your future regrets.»¹¹

—Christopher Hitchens

Para un inversor, la vía hacia la sobriedad —a no dejarse arrastrar ni por fantasías de rentabilidad imposible, ni por sus sesgos, ni por sus emociones a lo largo del camino— pasa por **superar varios hitos** o etapas que se va encontrando por el camino. Puntos de inflexión que van en la dirección enseñarnos las verdades del barquero y de hacernos más humildes pues, al empezar a invertir, lo habitual es creerse el siguiente Buffett o Druckenmiller.

Tras las fantasías iniciales de enriquecimiento rápido, uno de los **primeros hitos** es reconocer lo que podemos y no podemos llegar a conocer de los mercados financieros, y asumir de manera realista y estoica sus consecuencias. Reconocer los límites epistemológicos de invertir —el “muro” que acabamos de comentar—, o como diría el torero, “lo que no puede ser, no puede ser y además es imposible”.

¹¹ «Tienes que elegir cuáles serán tus arrepentimientos futuros».

Otra fase se alcanza cuando finalmente el inversor dobla la rodilla frente a la indexación. No tanto por afirmar que sea imposible batir al índice —la naturaleza de los mercados no hace que sea imposible, sino que es mucho más difícil de lo que podíamos imaginar—, sino por asumir que la indexación es suficiente. Esto es, no vale la pena intentar predecir qué acciones o qué fondo va a ser el que dentro de una o dos décadas superará al índice, si el riesgo es elegir uno de los 19 entre 20 que no lo conseguirán.

Otro hito es reconocer que invertir en una única clase de activo —habitualmente en bolsa y aunque sea de manera indexada—, puede darnos una desagradable sorpresa al cabo de una década o más. Como vimos en cartas anteriores, la indexación en bolsa, así como otras clases de activos, pueden dejarnos sin rentabilidad durante una o dos décadas¹². Invertir en varias clases de activos —también conocido por “diversificar”— es un primer paso para evitar las travesías por el desierto que todas las clases de activo acaban por sufrir de vez en cuando.

Llegados a la conclusión de que la manera más prudente y segura de invertir es hacerlo de manera indexada y diversificando en varias clases de activos, surge **el problema de en qué clases de activos y en qué proporción hacerlo**: A esta cuestión se le llama el problema del *Asset Allocation*.



Hay **dos grandes clases de respuesta** a las preguntas del *Asset Allocation*. Una primera clase consistente en seleccionar y establecer un reparto fijo a lo largo del tiempo de activos en cartera. Y una segunda que consiste en, además de seleccionar los activos, variar la proporción entre ellos —de manera discrecional o sistemática— a lo largo del tiempo.

Dentro de la familia de la primera clase —carteras multiactivo fijas—, se puede encontrar toda una multitud de variantes fundamentadas en diversas filosofías subyacentes. Como en la receta del gazpacho o de la tortilla de patatas, podemos encontrar diferentes variaciones

¹² Recordemos brevemente que la bolsa estadounidense ha pasado por varios periodos en los que no ha subido nada en más de una década. Que el Nikkei japonés pasó 35 años sin recuperar su nivel de finales de 1989, o el IBEX-35 español ha tardado 18 años en recuperar el nivel de 2007. Que el oro tardó 27 años en recuperar su precio de 1980. Incluso la liquidez puede pasar más de una década con rendimientos de 0% o negativos (Europa entre 2010 y 2022).

de cuál es la mejor proporción de ingredientes según el libro o región donde se consulte. Desde la típica cartera mixta que combina en diferente proporción bolsa y bonos —la más popular en España, con más de 600 fondos de este tipo, incluyendo roboadvisors—, pasando por las conocidas 7Twelve, Coffeehouse, Permanente, Golden Butterfly, Ivy, Bogle de 3-Fondos, Sandwich, No-Brainer, Weird, Pinwheel, etc.

Aunque todos estamos de acuerdo en la necesidad de diversificar, nos encontramos con que los defensores de una distribución concreta tienden a comportarse como hooligans del fútbol (o defensores de la tortilla de patatas con cebolla frente a los sin cebolla): Cada uno defenderá hasta su último aliento que un conjunto de activos y un tipo de distribución es y será siempre superior al resto.

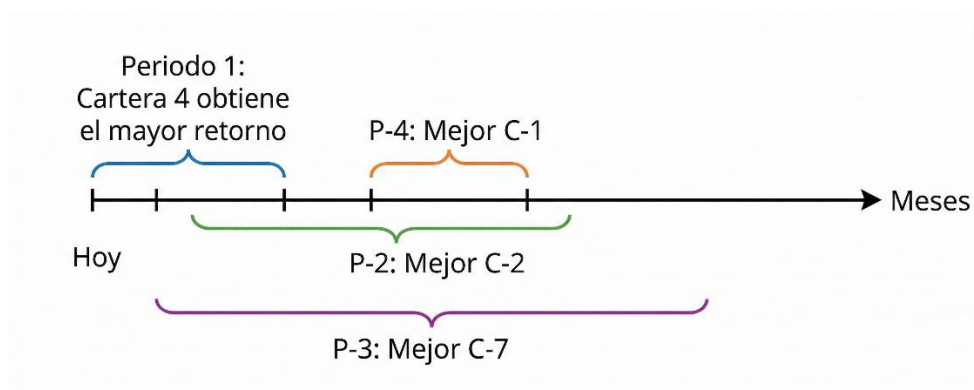


Sin embargo y como vamos a ver, no hay manera de zanjar empíricamente el debate más allá de la exposición de las razones que sustentan cada cartera.

La “maldición” de construir cartera

Parafraseando a Jena-Paul Sartre, no se puede no elegir. Es decir, si decidimos invertir de manera diversificada, tenemos que elegir una cartera u otra. Aparece entonces un fenómeno curioso e inevitable y hasta cierto punto obvio, pero no por ello menos incómodo: elijamos la cartera que elijamos —presuponemos que el inversor elige una cartera sensata como alguna de las arriba mencionadas— siempre habrá una cartera que obtendrá mayor retorno para cualquier ventana de observación concreta; sean 6 meses o 15 años.

Además, la cartera que lo haya hecho mejor en un periodo amplio de por ejemplo 5 ó 10 años, habrá pasado también por subperiodos en los que otras carteras lo habrán hecho mejor. Si denominamos C-1, C-2, C-3, etc. a las diferentes carteras arriba mencionadas, nos encontramos con que, según el tamaño de la ventana de observación o periodo P-1, P-2, P-3, etc., una u otra cartera será la que mayor retorno consiga:



En este ejemplo, la Cartera-7 es la mejor a mayor plazo, por ejemplo, 5 años. Pero fijémonos que a lo largo de esos 5 años ha habido periodos en los que otras carteras han obtenido mayor rentabilidad, como la C-2 en el Periodo-2. Pero incluso dentro del Periodo-2, la C-1 lo ha hecho mejor durante un tiempo (P-4).

Esto es inevitable: Combinando diferentes activos que a su vez transcurren por caminos distintos, se construyen carteras con diferentes trayectorias a lo largo del tiempo. Es decir, como cada cartera sigue un camino diferente, para distintos periodos nos encontramos con

que una es siempre “la mejor” para esa ventana de tiempo concreta. En consecuencia, no puede haber una cartera que sea siempre la mejor en todo momento y para toda ventana de observación (la “Cartera Perfecta”).

¿Por qué algo tan obvio es importante? Porque **la inversión no es un mero ejercicio matemático que observamos desde la frialdad de un Excel o una pizarra académica, sino que está inextricablemente fusionado con nuestros sesgos, con cómo percibimos y sentimos el camino mientras lo recorremos.**

En la inversión real, una vez hemos elegido una cartera multiactivo sensata con la que invertir a largo plazo, siempre habrá otras carteras que lo harán mejor que la nuestra, para cualquier ventana de observación dada. Si, por ejemplo, evaluamos la marcha de nuestra inversión cada uno o dos años, siempre habrá otra cartera o activo que lo habrá hecho mejor en ese tiempo.

Lo queramos o no —todos somos seres humanos que compartimos una misma bioquímica cerebral y trayectoria evolutiva—, es entonces cuando entran en juego nuestros sesgos y emociones. Sesgos que todos llevamos incorporados y de los que nadie, ni siquiera los inversores o gestores más experimentados, se salvan de sufrir:

Sesgo de retrospectiva. Pensamos: “ya sabía yo que invertir en esta otra cartera o activo era lo que había que hacer”. Como comentamos antes, observamos lo que ha pasado y vemos los eventos como si hubieran sido predecibles, aunque no lo fueran en su momento. Nos hace sentir tontos o culpables por no haber invertido en la otra Cartera-N o tal activo, ignorando que a pesar de la narrativa que hoy nos parece inevitable, en ese momento era imposible realmente anticipar lo que iba a ocurrir, como siempre lo es.

Sesgo de Arrepentimiento. Aunque a nivel racional sepamos que no se podía prever qué cartera o activo lo iba a hacer mejor, no podemos evitar sentir un dolor emocional al descubrir que una elección alternativa (invertir en esa otra cartera o activo) habría resultado en un mejor desenlace que la elección que realmente hicimos. Este arrepentimiento nos lleva a comparar constantemente nuestra cartera, real y diversificada, con la cartera o activo que mejor rendimiento ha tenido. No sólo es una comparación irreal, sino que es injusta contra nosotros mismos.

Sesgo de Resultado. Juzgamos la calidad de nuestra cartera basándonos únicamente en un resultado parcial, en lugar de evaluar el proceso subyacente que nos llevó a elegirla. Si elegimos una cartera prudente y sensata, y obtenemos un retorno en línea con lo esperado —algunos periodos será un retorno por debajo de la media de largo plazo, y otros por encima— no deberíamos “sufrir” por ello. Sin embargo, el sesgo de resultado nos hace sentir mal porque otra cartera obtuvo un retorno mayor en el mismo periodo.

FOMO (Fear Of Missing Out). El “miedo a quedarse fuera” no solo ocurre antes de invertir, sino también de forma retrospectiva y continua. Al ver las noticias o las redes sociales y escuchar sobre las ganancias de tal cartera tal activo estrella, sentimos una ansiedad social y financiera por no estar participando de “la fiesta” en la que parece que todo el mundo está participando y enriqueciéndose menos nosotros.

Todos estos sesgos nos empujan, de nuevo, a actuar como el “inversor saltamontes” ya comentado. Son punzadas que, elijamos la cartera que elijamos, nos van a estar martirizando constantemente durante todos los años como inversores. Esto es —y ya que no hay alternativa a no invertir—, durante toda nuestra vida desde que empezamos a invertir.

Ésta es la **maldición del inversor**: Estar condenado a sufrir por el simple hecho de tener que decidir en qué invertir frente a otras opciones: Elija lo que elija, siempre habrá otras carteras y otros activos que lo hagan mejor que él para cualquier periodo o ventana de observación. Ni ganará al final —porque no podemos saber qué cartera o activo será el más rentable a *n* años vista—, ni ganará por el camino porque otros le estarán ganando siempre en todos los horizontes que observe.

En el fondo, este malestar se debe a que comparamos nuestras inversiones contra la trampa de la **"cartera perfecta en retrospectiva"**. Es una trampa mental porque la "cartera perfecta" no puede existir: en cualquier periodo de tiempo siempre habrá un activo, sector o país específico que lo haga mejor que el resto. Sin embargo, adivinar cuál será *antes* de que ocurra es estadísticamente imposible de forma consistente.

¿Qué hacer entonces?

→ Desde el punto de vista psicológico y conductual:

Mitigar estos sesgos es fundamental, ya que el mayor enemigo del inversor a largo plazo no suele ser el mercado o la cartera que eligió, sino el potencial de iatrogenia (autosabotaje) de nuestro propio comportamiento a lo largo del camino¹³.

1. Contrato con nosotros mismos. Jason Zweig, en su comentario al capítulo 8 de "El Inversor Inteligente" de Benjamin Graham —un capítulo que, a pesar de haber sido escrito en 1949, sigue siendo pionero en la disciplina del behavioral investing y de plena actualidad— propone **poner por escrito**, a modo de contrato con nosotros mismos, la política de inversión queelijamos:

- **Objetivos:** ¿Para qué es este dinero? (Jubilación, comprar una casa, ahorros del pequeño, tranquilidad financiera).
- **Tolerancia a la volatilidad y drawdowns:** Cuánto estás dispuesto a que caiga temporalmente tu inversión sin entrar en pánico. Esto limitará bastante las opciones a la hora de elegir cartera
- **Cartera (Asset Allocation):** Razones para elegir unos activos —y no otros— y el por qué la ponderación elegida.
- **¿Qué tiene que ocurrir en la cartera para abandonar el plan de inversión?:** Razones por escrito por las que abandonaremos el plan de inversión.

Cuando la cartera caiga significativamente —que lo hará, y entonces tendremos que revisar objetivamente si cumple las razones por las que abandonamos o no— o el FOMO ataque porque tal o cual activo se dispare al alza y nos parezca obvio que podríamos haber ganado muchísimo más (sesgos de retrospectiva y falacia narrativa), leer el documento firmado con nosotros mismos.

El "contrato", al recuperar las razones racionales por las que elegimos la cartera, servirá para centrar de nuevo la percepción hacia el "yo frío y lógico", amortiguando las emociones

¹³ Además de estas directrices, nunca está demás seguir aprendiendo sobre behavioral investing (por ejemplo, con "La psicología del dinero" del Morgan Housel o "Psicología Financiera" de James Montier). Aunque saber más del tema no nos va a evitar que "lo pasemos mal", al menos nos hace más conscientes de por qué nos sentimos así y de los peligros que puede tener para nuestros objetivos de inversión dichas emociones y sesgos.

del momento y evitando tomar decisiones movidas por nuestros sesgos en un momento de exacerbación emocional.

2. Diversificar significa "tener siempre algo de lo que quejarse". Por definición matemática, si estás bien diversificado, siempre habrá una parte de tu cartera que rinda peor que el resto (por ejemplo, los bonos en nuestra cartera), y siempre habrá un activo externo que lo haga mejor que tu cartera en su conjunto.

Hay que recordar que, si todos tus activos suben a la vez y al mismo ritmo, no se está diversificando en realidad, y probablemente se esté asumiendo más riesgo del previsto.

3. Evaluar las hipótesis el proceso, no el resultado. Para combatir el sesgo de resultado y el sesgo de retrospectiva, hay que recordar juzgar las decisiones según la información que se tenía en el momento de tomarlas, no “a toro pasado”.

El proceso de inversión es lo único que controlamos realmente. Los mercados y los activos harán lo que quieran mañana, pero la decisión de por qué invertimos como lo hacemos es lo único sobre lo que tenemos control.

5. Reducir la exposición al "ruido" y la frecuencia de revisión. Mirar la cartera todos los días o seguir a "gurús" financieros en redes sociales es la receta perfecta para ser los campeones de la ansiedad. En las noticias solo se habla de lo que ha tenido movimientos extremos recientemente o del fondo o cartera que mejor lo hecho el año pasado, exacerbando los sesgos de retrospectiva, de arrepentimiento y de FOMO.

Es aconsejable revisar la marcha de la cartera con la frecuencia que la estrategia de inversión requiere. Por ejemplo, un trader intradía —actividad que desaconsejamos por ser perjudicial para la salud¹⁴— necesita revisar sus posiciones constantemente en tiempo real a lo largo del día (y a veces de la noche). Pero una cartera construida para cabalgar los ciclos económicos no necesita revisarse más allá de la frecuencia de rebalanceo (si es uno mismo quien la implementa), o semestral/anualmente si invertimos a través de un vehículo. En este caso, cuantas menos veces la revisemos, menos oportunidades daremos a las punzadas de dolor y a las fuerzas que las emociones nos producen.

6. La estrategia "Core & Satellite" (Núcleo y Satélite) puede servir para “matar el gusanillo” del FOMO y derivar el impulso a “hacer algo” hacia un terreno con poco impacto en nuestra inversión de largo plazo.

Por ejemplo, podemos destinar entre el 90%-95% a una cartera sensata que vamos a respetar (el “Core” de nuestra inversión), dejando un 5%-10% para esas decisiones individuales que en el momento nos gustan tanto y no podemos resistirnos porque “lo vemos claro”.

De esta forma, si el activo de moda sube mucho, se participa de la alegría (mitigando el FOMO). Y si se hunde, el plan financiero a largo plazo (el núcleo) permanece totalmente a salvo¹⁵.

¹⁴ Recordemos que esta actividad lleva al 97% de inversores a perder dinero. Ver, por ejemplo: [Fernando Chagué et al. \(2019\) — “Day trading for a living?”](#)

¹⁵ Un ejemplo lo tenemos en el conocido inversor Ray Dalio, hasta hace poco gestor de Bridgewater, el hedge fund más grande del mundo. Dalio practicaba una política similar en la gestión del fondo Pure Alpha, en el que se reservaba entre el 1% y el 5% para posiciones fuera de la estrategia sistemática de construcción de cartera, en las que decidía arbitrariamente qué hacer. En algunos casos se documenta que ayudó, como en 2008, consiguiendo que el fondo terminase en positivo del 9% cuando el S&P 500 cayó un -37%. Pero en otros penalizó, como en 2009, año en el que el fondo

→ Desde el punto de vista metodológico:

Lo primero es considerar profunda y objetivamente las razones por las que elegimos una cartera sobre otra. **Será la violación o pérdida de dichas razones las que legítimamente nos sacarán de una inversión equivocada**, no la constante comparativa con otras opciones e interferencia de nuestros sesgos y emociones contra nuestro buen juicio. En el caso de la construcción de carrera con diferentes clases de activos, debemos elegir no intentando adivinar cuál será la mejor combinación y distribución de activos a n años, sino aquella combinación con la que nos podamos sentir cómodos a lo largo del camino, sabiendo que siempre habrá otras combinaciones que lo harán mejor que la nuestra.

Para nosotros, esto consiste en elegir de manera sensata las razones por las que invertimos como lo hacemos. Si dichas razones son consistentes y robustas, no nos importará tanto ni la volatilidad (inevitable en mercados libres), ni los periodos en los que la cartera atraviere malos momentos (2022), ni el hecho de que otras combinaciones de activos inevitablemente lo harán mejor a lo largo del camino.

Nosotros pensamos que más que esforzarse en imaginar cómo será el futuro para entonces buscar la cartera óptima, **la decisión más prudente es poseer suficientes clases de activos cuyo motor de crecimiento sea lo más inevitable posible a lo largo de los ciclos**. De esta manera evitaremos el peor de los escenarios para nuestra inversión: construir una cartera excesivamente concentrada en lo que creíamos iba a pasar, pero que finalmente no ocurrió como pensábamos, convirtiendo así nuestra jubilación (o los ahorros para el peque o tal o cual proyecto a largo plazo) en una catástrofe de la soberbia intelectual.

Como hemos descrito en otras ocasiones, nuestra particular solución al problema de definir una cartera **hereda lo aprendido a lo largo de milenios**. Desde el precepto salomónico de diversificar en varias clases de activos porque “no le es dado al hombre el don de la presciencia” (siglo X a.C.), pasando por el talmúdico (siglo III) de repartir equitativamente entre negocios (bolsa), inmobiliario y dinero real (oro), así como la incorporación de la deuda (bonos) de la más alta calidad gubernamental en la Venecia del siglo XIII. Es decir, nuestra elección descansa en la **persistencia a lo largo de milenios de las cuatro clases de activos asociadas al desarrollo y funcionamiento de todas las civilizaciones** —oro, bolsa, bonos e inmobiliario—, así como en la aceptación de que no sabemos cuál de esos activos lo hará mejor en el futuro, y de ahí la equ ponderación.

Con Aristóteles, creemos que la virtud está en el punto medio. Ni pretendemos que la cartera Affinium sea la mejor en todo momento y para cualquier inversor, ni la más rentable. Pero sí perseguimos ese punto de equilibrio entre potencial de revalorización y riesgos asumidos que permiten sobrellevar mejor la inversión a lo largo del camino.

Esta diversificación no implica que siempre se vaya a mantener una desc correlación perfecta entre los activos —en 2022 ninguno de los activos dio rentabilidad positiva y los bonos experimentaron su mayor caída desde hace más de dos siglos—, pero lo más frecuente será que unos estén aportando por encima de la media (en 2025 fueron las bolsas y sobre todo el oro), mientras que otros estén restando rentabilidad (el inmobiliario y, sobre todo, los bonos).

apenas llegó a conseguir un 2% cuando el S&P 500 subió un 26.4%. No hay evidencia de que la aportación agregada de Dalio en la parte satélite de la cartera fuera de gran valor a largo plazo, pero al menos “mató el gusanillo” de querer hacer siempre algo.

El enfoque que damos a la gestión de Affinium, práctico y prudente, no consiste pues en buscar "la mejor cartera" o perseguir esa cartera perfecta que no puede existir —lo perfecto es enemigo de lo bueno—, sino en configurar "la menos mala" frente a un futuro necesariamente incierto. Entendida como una cartera con la que esperamos arrepentirnos y sufrir lo menos posible durante el camino. En otras palabras, renunciamos a buscar el número ganador de la lotería —aunque siempre le tocará a otro— y, a cambio, buscaremos una combinación susceptible de resistir y capitalizar razonablemente cualquier futuro.



Gracias por tu tiempo, consideración y por acompañarnos en este viaje. Sólo nos queda recordar que, como siempre, quedamos a vuestra entera y directa disposición para aclarar cualquier duda, cuestión o comentario que queráis hacernos.

Muy atentamente,

Marcos Pérez y Sharash Alexander

Miembros del comité de inversión de ENNOS Value EAF, entidad regulada por CNMV y asesora del fondo de Inversis SGIIC, Affinium Internacional FI

Nota: Las ilustraciones de esta carta han sido generadas con inteligencia artificial con fines puramente ilustrativos y didácticos.

Aviso legal:

Todo el contenido de este documento está protegido por las leyes de Propiedad Intelectual y sujeto a las siguientes condiciones: Ninguna parte total o parcial de este documento podrá ser copiado, reproducido, modificado, publicado de nuevo, cargado, manipulado, transmitido o distribuido de modo alguno, en ningún soporte, total o parcialmente, sin el consentimiento previo por escrito de los representantes de Affinium Internacional FI; salvo una copia de los materiales que usted podrá almacenar en su ordenador personal para uso privado, sin fines comerciales, respetando todos los derechos de propiedad intelectual y cualquier otro derecho que se pudiera mencionar. La reproducción, almacenaje permanente y la difusión de los contenidos o cualquier otro uso que tenga finalidad pública o comercial queda expresamente prohibida sin el consentimiento previo expreso y por escrito.