



2022, ANNUS HORRIBILIS

Lecciones del peor año en dos siglos y medio
para las carteras diversificadas



ENERO DE 2023

Marcos Pérez y Alexander Sharas

"Durante los años de sequía, la gente siempre olvidaba los años de abundancia; mientras que los años lluviosos borraban por completo de su memoria el recuerdo de los años secos. Siempre sucedía lo mismo una y otra vez."

— John Steinbeck, *"Las uvas de la ira"*, 1939

"El sueño de querer pasar los inviernos en una playa del Caribe resulta agradable pero falaz. Nos gustaría que el árbol de la vida tuviera flores durante todo el año. Pero también en el Caribe a los árboles se les caen las hojas. Hay marea alta y marea baja: Quien sólo quiere tener marea alta se expone a la rotura del dique. No podemos estar siempre exentos de dolores, no podemos estar siempre a la sombra. Tenemos que aceptar las tormentas; también allí hay dioses de los que aprender."

—Ernst Jünger, *"Esgrafiados"*, 1969

PRÓLOGO

El año **2022** se recordará como **uno de los tres peores años para carteras diversificadas en los últimos dos siglos y medio**.

Si no ha tenido un impacto más mediático, como ocurrió con el 2008, es porque la Bolsa —la clase de activo más popular a nivel mediático— no ha sido el activo más castigado: El peor comportamiento lo sufrió la Renta Fija, mucho menos conocido para el público en general y por tanto menos comentado en los medios de comunicación.

Sin embargo, la gran mayoría del ahorro mundial (fondos de pensiones, aseguradoras y grandes patrimonios) está invertido principalmente en carteras diversificadas que incluyen mayormente diferentes proporciones de renta variable y renta fija (carteras mixtas), por lo que **su impacto real ha sido mucho mayor**.

De hecho, las consecuencias de las caídas en 2022 han sido mucho mayores que las de 2008 precisamente por el predominio de perfil conservador del inversor típico, habitualmente invertido en una mayor proporción en Renta Fija:

Al contabilizar conjuntamente bonos y bolsa **en 2022, la destrucción de riqueza en los mercados supera en más de 6 veces la destrucción ocurrida en 2008**. Si a finales de 2008 la capitalización de Bolsa y Bonos se redujo en torno a los 10 billones (10 *trillions* anglosajones), **la caída en 2022 ha superado los 60 billones volatilizados**.

¿Por qué es importante comprender qué ha pasado en 2022?

Una tormenta inusualmente fuerte —como la tormenta Filomena de 2021 en Madrid— no cambia el clima de una comarca, pero puede llevarnos a tomar decisiones apresuradas y especialmente equivocadas de cara al largo plazo sobre si asentarnos o no en el lugar.

Si invertir para el largo plazo es como elegir la comarca en la que se recogerán futuras cosechas, el golpe psicológico de sufrir una tormenta histórica nada más llegar al lugar (la peor en dos siglos y medio) puede llevarnos a abandonar nuestro plan de largo plazo y empujarnos a considerar la inversión como un ejercicio de “predicción de tormentas”. Un ejercicio bienintencionado y enfocado a disminuir el “dolor” de la reciente tormenta, pero a la vez fútil y que deriva peligrosamente hacia la especulación de casino.

Es importante, pues, **comprender qué ha ocurrido en 2022, por qué, y qué se puede esperar a partir de ahora**, ya que nos permite seguir tomando **decisiones racionales y no movidas por el impacto emocional de lo sucedido recientemente**.

*

Índice

1. ¿Cuáles son las causas de la caída en 2022?	4
a. Todos los activos de la cartera han caído en 2022	4
b. Ausencia de descorrelación entre los activos	4
c. La subida de tipos de 2022 ha sido la más rápida y desde más abajo (0%) de la historia	4
d. Los Bancos Centrales han decidido sacrificar el crecimiento económico y dar prioridad a la lucha contra la inflación	5
e. La inversión inmobiliaria (REITs) se ha visto especialmente perjudicada	5
f. El oro no ha sido valor refugio	5
2. ¿Ha sido 2022 el peor año para las carteras diversificadas?	6
3. ¿La caída de 2022 cuestiona el planteamiento de la cartera?	9
a. ¿Cuestiona la validez de invertir a largo plazo en Bolsa e Inmobiliario, en Bonos del gobierno norteamericano y en Oro?	9
b. ¿Invalidan la eficacia y seguridad a largo plazo de la indexación?	9
c. ¿Han aparecido nuevos riesgos o información nueva que hagan peligroso invertir a largo plazo en los activos de la cartera?	10
4. ¿Qué pasaría con los bonos si la inflación y los tipos de interés siguen subiendo como en los años '70?	11
a. Ciclo de subidas de 1967-69	12
b. Ciclos de subidas de 1976-81	12
5. ¿Cuáles son las perspectivas de la cartera para los próximos años?	14
6. Los diferentes sabores del Riesgo	15
a. Volatilidad	15
b. Posibilidad de pérdida permanente del capital	16
c. Posibilidad de no alcanzar los objetivos de inversión	16
7. El papel del asesor de confianza o Director de Inversiones	17

*

1. ¿Cuáles son las causas de la caída en 2022?

Con la bolsa y los bonos cayendo violentamente y a la vez, las carteras mixtas —las más populares en España, construidas con diferentes combinaciones de estas dos clases de activos— han sufrido una caída histórica que no se veía desde hace casi un siglo.

Pero no sólo han sufrido las carteras o fondos mixtos, sino en general todas las carteras diversificadas en varias clases de activos. De hecho, todos **los activos clásicos** —que aquí consideramos son la renta variable, la renta fija, el inmobiliario y el oro—, **han caído a la vez**, por lo que **no se ha producido la habitual descorrelación histórica entre ellos**. En otras palabras, no ha habido ningún activo clásico que durante 2022 pudiera compensar la caída del resto de activos en cartera. Veámoslo pormenorizadamente:

a. Todos los activos de la cartera han caído en 2022

No ha habido ningún activo en la cartera que aportase en 2022 rentabilidad positiva¹.

La magnitud de las caídas ha variado, pero han sido **sobre todo los bonos los que han experimentado su mayor caída en precio desde 1788**, seguidos por las caídas en REITs, en Bolsa y en menor medida el oro, que prácticamente no ha tenido variación en el año.

b. Ausencia de descorrelación entre los activos

No se ha producido la habitual descorrelación —comportamiento “compensatorio” o al menos independiente unos de otros— entre las clases de activos de la cartera. De tal manera que la diversificación apenas ha ayudado a reducir el tamaño de la caída porque todos los activos han caído en mayor o menor medida.

Habitualmente, los activos de nuestra cartera suelen comportarse de manera más o menos independiente unos de otros, al responder de maneras distintas a los diversos entornos económicos.

Por ejemplo, la tesis en la que se fundamentan los populares **fondos mixtos** que combinan un porcentaje de bolsa y otro de bonos en su cartera, es que habitualmente si la bolsa cae, el precio de los bonos sube y viceversa, compensándose una parte de la cartera con la otra a lo largo del tiempo y reduciendo así tanto la volatilidad como el tamaño de las caídas (drawdowns). Este tipo de carteras esperan que se cumpla lo que técnicamente se conoce como “correlación negativa”, o al menos se mantenga cierta descorrelación (independencia en sus movimientos).

Efectivamente, **así ocurre la mayor parte del tiempo**. Sin embargo, en determinadas y muy poco frecuentes circunstancias —como ha quedado manifiesto en 2022, pero que ya ocurrió en 1931 y 1788—, esto no se produce y todos los activos caen violentamente a la vez.

c. La subida de tipos de 2022 ha sido la más rápida y desde más abajo (0%) de la historia

Esto hecho combinado, único en la historia, ha hecho que, en los bonos, el Retorno por Precio² fuera prácticamente el único factor que ha dominado negativamente su comportamiento durante el año

¹ Los dos únicos activos que se han revalorizado en 2022 han sido el Dólar y las commodities (en particular, la energía). Nuestra cartera sólo invierte en clases de activos que tengan razones intrínsecas para crecer en el largo plazo, por lo que la cartera no tiene exposición a divisa ni a commodities que hubieran podido amortiguar la caída puntual de 2022. Diversificar en commodities y divisa reduce la volatilidad de la cartera, pero restar sistemáticamente rentabilidad a largo plazo porque el retorno esperado a largo plazo de las commodities y las divisas es 0%.

² Recordemos que el retorno total de un bono se puede descomponer en Retorno por Precio más el Retorno por Cupón. En el largo plazo, es el Retorno por Cupón el componente que más contribuye al retorno total de la

(al no haber colchón disponible por carecer prácticamente de Retorno por Cupón con los tipos en 0%), provocando que **los bonos hayan sufrido su mayor caída en precio desde 1788**.

d. Los Bancos Centrales han decidido sacrificar el crecimiento económico y dar prioridad a la lucha contra la inflación

El mercado de acciones entiende que una recesión deliberadamente inducida con la subida de tipos de interés repercutirá en menores beneficios para las empresas, por lo que sus valoraciones han decrecido a lo largo del año a medida que los Bancos Centrales han ido subiendo los tipos.

Este descuento de expectativas ha llevado a los precios de la renta variable a caer también.

e. La inversión inmobiliaria (REITs) se ha visto especialmente perjudicada

La conjunción de una subida de tipos de interés y un descuento de beneficios futuros impacta negativamente, y **por partida doble**, en la valoración de las empresas inmobiliarias. Así, los tipos de interés al alza hacen que los dividendos que estas empresas pagan resulten comparativamente menos atractivos (produciendo ventas), al mismo tiempo que la expectativa de una recesión y el endurecimiento del crédito proyectan una menor demanda de activos inmobiliarios (que lleva a más ventas).

f. El oro no ha sido valor refugio

Aunque en teoría el oro debería haberse comportado bien en un año con fuerte subida de la inflación, su carácter monetario ha hecho que le afecte más la subida de tipos de interés que como cobertura contra la inflación. Los participantes en los mercados, anticipando más subidas de tipos, han preferido refugiarse en bonos en lugar del tradicional oro cuando sube la inflación.

Sin embargo, debemos recordar que el oro, desde finales de 2018, ha subido ya más de un 50% (12% anualizado). Aunque desde verano del 2020 su precio parece atrapado en un lateral entre los niveles de \$1700-\$2000 por onza-troy, el oro ya lleva acumulada una subida significativa, en línea con su retorno histórico de largo plazo, desde antes de la pandemia.

*

inversión en renta fija. Sin embargo, en el medio y especialmente el corto plazo, el Retorno por Precio (influido por variaciones en los tipos de interés y las expectativas de los inversores) es el que más influye cuando se tiene exposición a bonos de duración media y especialmente larga.

Las variaciones en el precio pueden ser tan violentas (volátiles) a corto plazo en bonos de larga duración que nos pueden hacer olvidar que su impacto en el largo plazo apenas es significativo (menos del 5% del retorno total para horizontes de largo plazo corresponde al componente de variabilidad por precio).

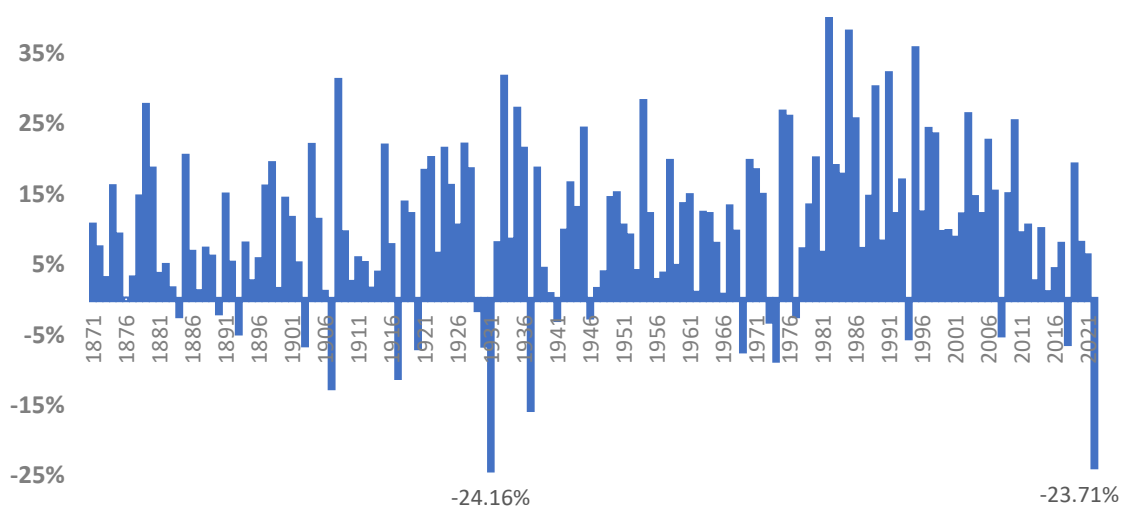
2. ¿Ha sido 2022 el peor año para las carteras diversificadas?

No ha sido el peor, pero sí **está entre los tres peores en los últimos 234 años**. Resulta pues difícil transmitir en toda su magnitud lo inusual e histórico que ha sido este *annus horribilis*.

1931

Para **encontrar el primer año de similar** comportamiento para una cartera como la nuestra, hay que remontarse hasta **1931**, en plena Gran Depresión, con una caída en torno a -24.2%. Nótese que no sólo quien escribe o lee este texto ha vivido algo así, sino que **ningún gestor en activo ha experimentado profesionalmente un año como 2022**. Por ejemplo, ni siquiera Charlie Munger, que esperamos cumplirá 100 años el próximo enero, ha vivido como gestor algo parecido a lo sucedido el año pasado (sólo tenía 7 años en 1931):

Retornos anuales para una cartera similar a Affinium desde 1871



—Gráfico 1—

Durante nuestra carrera profesional, hemos sido testigos directos de la crisis asiática de 1997, del colapso del LTCM en 1998, de la explosión de la burbuja punto-com y su recesión de 2000-02, de la Gran Crisis Financiera de 2008 y su presunto “fin del capitalismo”, de la crisis del Euro en 2011-12 y de la pandemia de 2020.

Pero ninguna de estas crisis ha sido comparable a la magnitud de lo sucedido en 2022, **especialmente en el mercado de bonos**.

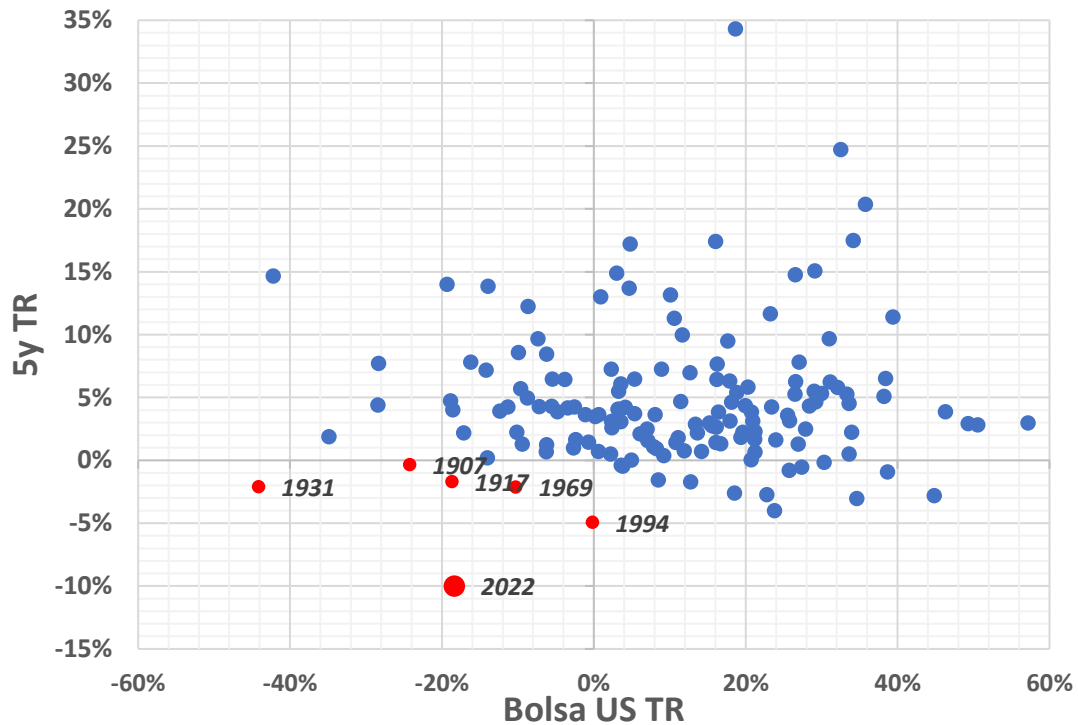
Ni siquiera la Gran Crisis Financiera de 2008, que muchos inversores veteranos retienen aún fresca en su memoria, se puede comparar con el año pasado: **La destrucción de riqueza en los mercados combinados de bonos y bolsa en 2022 supera en más de 6 veces la ocurrida en 2008**. Si a finales de 2008 la capitalización de Bolsa y Bonos se redujo en torno a los 10 billones (10 *trillions* anglosajones), la caída en 2022 ha superado los 60 billones³. Quizá 2022 no ha sido tan mediático como 2008 porque el activo que más ha sufrido han sido los bonos, menos populares y conocidos por parte del gran público ajeno a los mercados financieros.

En el siguiente gráfico 2 se han destacado en rojo, desde 1871, aquellos años en los que bolsa y bonos han caído simultáneamente. Se observa que para una cartera similar a la nuestra⁴, desde hace un

³ Gavekal Research

⁴ Sin incluir oro, pues éste no empezó a cotizar libremente hasta agosto de 1971

siglo y medio sólo ha habido otros 5 años en los que bonos y bolsa cayeran a la vez como en 2022:



—Gráfico 2—

1788

Para observar **un tercer año similar a 2022 y 1931**, hay que **retroceder más de dos siglos**, hasta **1788**. Mientras se ratificaba la Constitución de los Estados Unidos escrita un año antes, una cartera diversificada similar a la nuestra caía en torno al -28%.

En aquella época, ¿cuál era la situación en unos recién nacidos Estados Unidos para que se produjese en 1788 una caída tan profunda y simultánea en bonos y bolsa?

En el periodo entre 1783 y 1789, unos recién nacidos Estados Unidos estaban en crisis. Tras la euforia por la Declaración de Independencia de 1776 y la victoria en 1781 de George Washington contra los ingleses en Yorktown, varios factores confluyeron a desencadenar una fuerte crisis que se agravaría en torno a 1785 y tuvo su peor año en 1788.

Había una generalizada desconfianza y ausencia de autoridad de las instituciones públicas. Las tropas estaban siempre al borde del motín. Nueva York era una ciudad prácticamente desahuciada. Las colonias españolas al Oeste de los Apalaches buscaban sobrevivir frente a la expansión de la recién nacida República.

El auge empresarial que siguió al éxito de la Revolución Americana en 1776 se tradujo a partir de 1783 en falta de confianza en el sistema bancario y sobreendeudamiento que llevó al colapso de varias instituciones financieras. La moneda prácticamente no tenía valor. La competencia en el sector manufacturero por parte de Gran Bretaña y la ausencia de un comercio interestatal significativo agravaban aún más la recesión. Tras el auge inicial, la posguerra trajo una **fuerte deflación que hizo bajar los tipos de interés a niveles históricos, hasta la violenta vuelta al alza de los tipos en 1788**, que produjo una caída en precio nunca vista en la historia y que no volvería a ocurrir hasta más de dos siglos después en 2022.



Haciendo un símil con el tiempo atmosférico, **2022** ha sido como encontrarse con **Filomena**, la inusual tormenta que cubrió de nieve Madrid en enero de 2021. El hecho de que ocurriese no implica que Madrid se fuera a convertir en una sucursal del Polo Norte para siempre: **No cambia el tiempo promedio de nuestra ciudad a largo plazo (clima)**, pero tampoco es algo imposible que suceda muy de vez en cuando: **En más de dos siglos, la cartera sólo ha sufrido otros dos años con una caída comparable a la de 2022.**

*

3. ¿La caída de 2022 cuestiona el planteamiento de la cartera?

Un inversor prudente está siempre cuestionando los fundamentos, hipótesis y procesos sobre los que basa su inversión. Este ejercicio se hace especialmente conveniente y relevante cuando se produce un movimiento anormalmente violento, sea al alza o a la baja, como por ejemplo el pasado año 2022.

El recién terminado año 2022 nos brinda pues una oportunidad para volver a revisar los fundamentos de nuestra cartera y así descubrir si alguno de ellos ha dejado de cumplirse o necesita algún cambio:

a. ¿Cuestiona la validez de invertir a largo plazo en Bolsa e Inmobiliario, en Bonos del gobierno norteamericano y en Oro?

Las cuatro grandes clases de activos financieros —bolsa, inmobiliario, bonos y oro— se les etiqueta como “clásicos”, en el sentido de históricos, porque **cubren necesidades intrínsecas y perennes del ser humano civilizado**, independientemente de la época o la región geográfica:

- Mientras se preserve la propiedad, el estado de derecho y el libre mercado, invertir en **Bolsa** —de manera indexada e internacional, pues no sabemos ni qué empresas serán las ganadoras ni en qué países estarán basadas— permitirá **capturar el crecimiento de la riqueza global generada a través de las empresas ganadoras**.
- Mientras las personas necesiten un **techo para vivir** y la actividad económica **lugares en los que desarrollarse**, la actividad **inmobiliaria** continuará siendo demandada.
- Mientras las personas y las instituciones busquen **ahorrar para su futuro** con las máximas garantías de recuperar el principal, los **bonos gubernamentales** de los países del mundo que consideramos con menor riesgo de impago (USA y Alemania) seguirán satisfaciendo a los ahorradores.
- Mientras el **oro** siga siendo la única moneda no-fiat, reserva de valor eterna y sin riesgo de contraparte, se seguirán apreciando sus propiedades monetarias en el largo plazo, especialmente ante escenarios de dominancia fiscal, con los Estados gastando sistemáticamente más de lo que ingresan, lo que inevitablemente lleva a la devaluación de las monedas fiat frente al oro a largo plazo.

A pesar de las caídas experimentadas el año pasado, creemos que estas propiedades y razones por los que fueron elegidos inicialmente siguen intactas y persisten a largo plazo. Como el clima de una región, una inusualmente destructora tormenta no cambia ni las razones ni el retorno promedio esperado de largo plazo.

b. ¿Invalidan la eficacia y seguridad a largo plazo de la indexación?

La indexación, en esencia, es un proceso sistemático por el que es posible exponerse a los ganadores de cada ciclo a muy bajo coste. Al emerger una fuerte distribución de Pareto en los resultados de las empresas a largo plazo (efecto “*the winner takes it all*”), unas pocas empresas en cada ciclo acaparan desproporcionadamente una gran parte de los beneficios y durante un mayor tiempo que el resto de las empresas (de hecho, la mayoría quiebran a largo plazo). Indexarse permite así exponerse y capitalizar eficientemente esta propiedad del capitalismo que ya observó Schumpeter. Pero no impide sufrir también los periodos de crisis en el que las empresas ganadoras son sustituidas poco a poco y dolorosamente por nuevas empresas mejor adaptadas al nuevo ciclo. Un “reciclaje” de ganadores que no evita los mercados bajistas que experimentan los índices a lo largo de los ciclos. Además, por su propia definición y mecánica, mientras existan empresas candidatas a su inclusión, **un índice generalista no puede quebrar** (a diferencia de las empresas individuales).

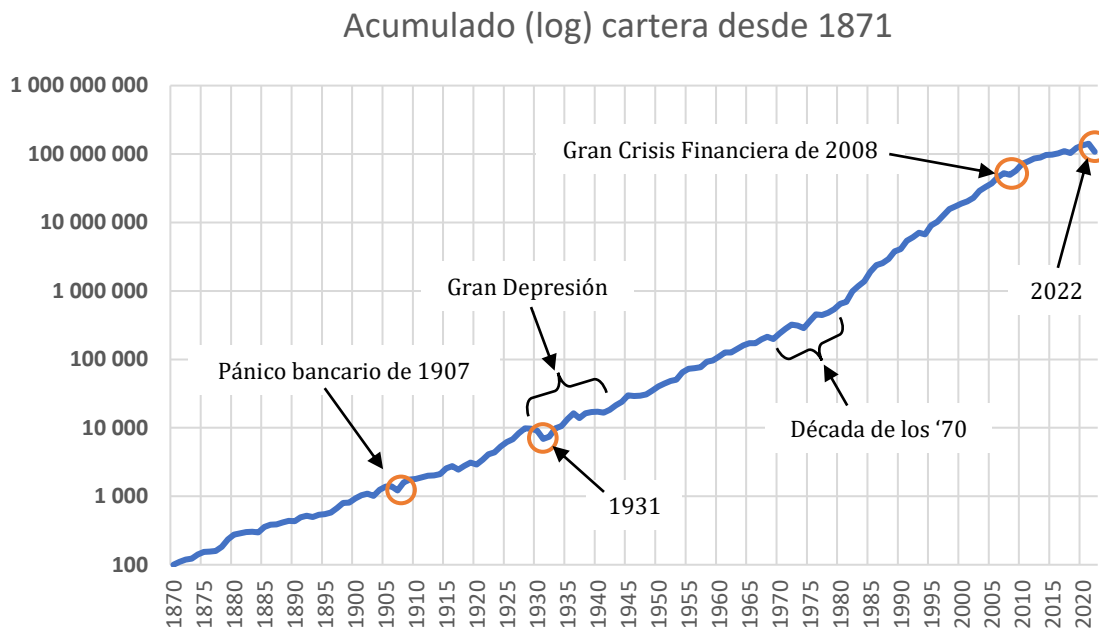
Sin embargo, este proceso ha demostrado, a pesar de los mercados bajistas, ser ampliamente eficiente a la hora de capturar los beneficios empresariales de aquellas empresas que más ganan en cada ciclo y **sin necesidad de predecir cuáles serán**, de tal manera que en el largo plazo los tramos de crecimiento (mercados alcistas) compensan ampliamente los periodos recesivos (mercados bajistas como el de 2022).

En otras palabras, el hecho de sufrir mercados bajistas más o menos largo y profundos, no invalida la tesis de la indexación internacional en la que basamos la inversión en Bolsa e Inmobiliario, sino que es una característica intrínseca del proceso que define la indexación.

c. ¿Han aparecido nuevos riesgos o información nueva que hagan peligroso invertir a largo plazo en los activos de la cartera?

Como recién comentado sobre las causas de la caída en 2022 en la pregunta 1, creemos que se tratan de **circunstancias coyunturales y no estructurales**. Esto es, que no afectan a los motores y propiedades que tienen las clases de activos a largo plazo en que invertimos.

Es importante poner en contexto histórico el impacto a largo plazo de un año como el 2022. Aunque muy infrecuente, no es imposible que suceda, y en el largo plazo se aprecia mejor su relativamente contenido impacto total en el crecimiento de una cartera con nuestros activos:



—Gráfico 3—

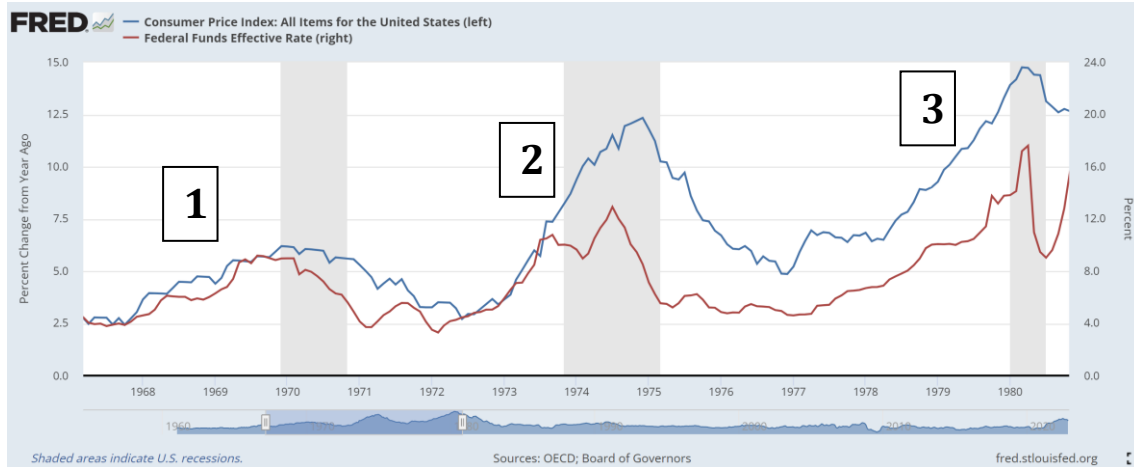
Cuando se observa la caída de 2022 con la **suficiente perspectiva**, se aprecia mejor el impacto reducido que puede tener un año tan negativo para un inversor de largo plazo. También resulta evidente el **persistente crecimiento de los activos que constituyen la cartera —a pesar de atravesar guerras mundiales, periodos inflacionarios como los años 1970, recesiones y depresiones—**, mostrando el escaso impacto negativo que tienen los años perdedores en el crecimiento a largo plazo de la cartera.

En cualquier caso, la responsabilidad del asesor e inversor es hacerse estas preguntas honesta y constantemente, se esté o no en periodo de caída. **El trabajo es también evaluar las hipótesis de inversión y estar siempre alerta frente al surgimiento de nuevos riesgos o nueva información que pudiera invalidar las hipótesis** de base con las que se construye la cartera, pensando siempre y por encima de cualquier otra consideración en el interés del inversor.

*

4. ¿Qué pasaría con los bonos si la inflación y los tipos de interés siguen subiendo como en los años '70?

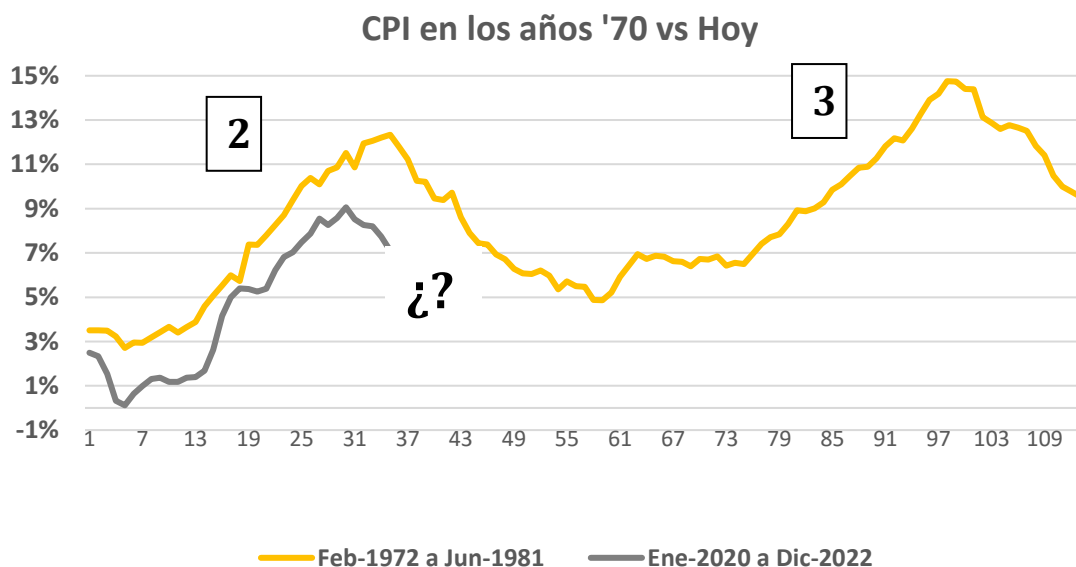
Existe el **temor** entre muchos inversores de que la inflación se pudiera comportar de manera similar a como lo hizo en la década de los años 1970, con **tres ciclos u oleadas de subidas** desde finales de los años 1960 (línea azul en gráfico 4):



—Gráfico 4—

Así, el actual enfriamiento en la inflación de finales del 2022 podría ser algo pasajero, por lo que nos esperaríamos otra oleada de inflación creciente más adelante.

Efectivamente, a finales de 2022 parece que la presión inflacionaria está decreciendo, tal y como sucedió en 1970 tras el primer ciclo inflacionario (1) y también tras el segundo ciclo inflacionario (2) en 1975 y 1976. La reducción de la inflación llevó a la Fed a relajar sus políticas de tipos de interés en 1970 y 1974 respectivamente (línea roja en gráfico 4), buscando también reactivar una economía que había entrado en recesión en 1970 y de nuevo a finales de 1973. Si **superponemos el actual ciclo inflacionario con la segunda ola inflacionista de los años 70**, vemos que está teniendo un comportamiento bastante sincrónico:



—Gráfico 5—

Si la inflación volviera a acelerarse como sucedió de nuevo en (3) a partir de 1978, la Fed se vería obligada a iniciar otro ciclo de subidas de tipos; lo que muchos inversores temen.

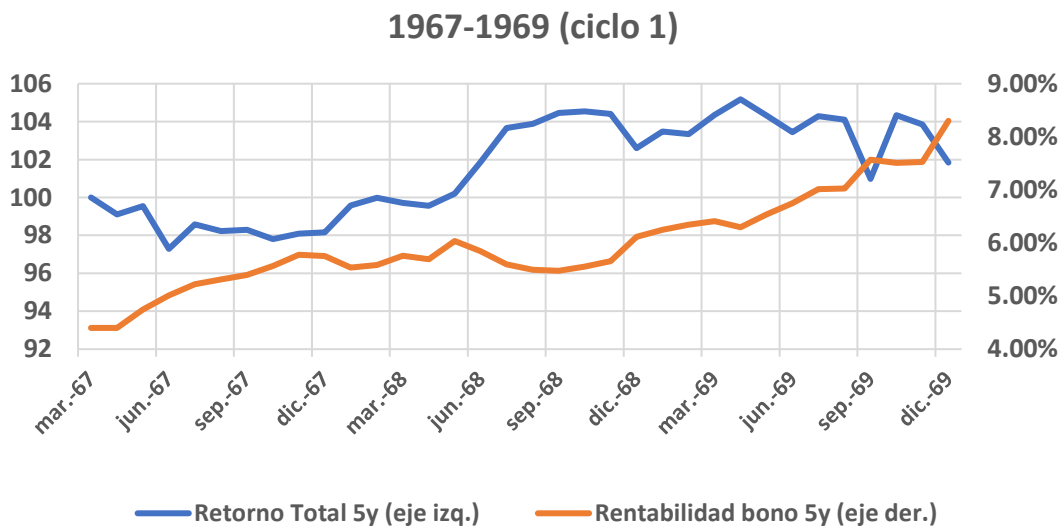
Pero en ese escenario, nuestros bonos gubernamentales US a 5 años (5y) están ya en mucho mejor situación que hace dos años. Efectivamente, si a mediados de 2020 la rentabilidad del 5y estaba en torno a 0.20%, a fin de 2022 alcanzó el 4.00%.

a. Ciclo de subidas de 1967-69

El actual nivel de rentabilidad de nuestros bonos, más normalizado históricamente, nos permite ver qué pasaría si la Fed se viera obligada a seguir subiendo aún más los tipos de interés, como sucedió a lo largo de los tres ciclos comentados.

La rentabilidad del 5y en noviembre del pasado año 2022 coincide con la rentabilidad que tenía en abril de 1967; 4.40%, lo que nos permite ver un ejemplo real de lo que podría suceder.

Entre abril de 1967 y diciembre de 1969 (33 meses, Ciclo 1), **la rentabilidad del 5y casi se dobló** hasta alcanzar 8.33%. Sin embargo, en dicho periodo **el Retorno Total del 5y no mostró pérdidas** (+1.8%) ya que, como explicado en nuestra anterior carta trimestral, el Retorno por Ingresos (gracias al nivel de rentabilidad de partida) compensó al final del periodo la caída del Retorno por Precio⁵:



Nótese que, a diferencia de invertir en bonos 5y —que resultó positiva en el periodo, a pesar de la subida de tipos—, la inversión en bonos con duración superior a 10 años (>10y) produjo en ese mismo periodo pérdidas de **-15.1%**.

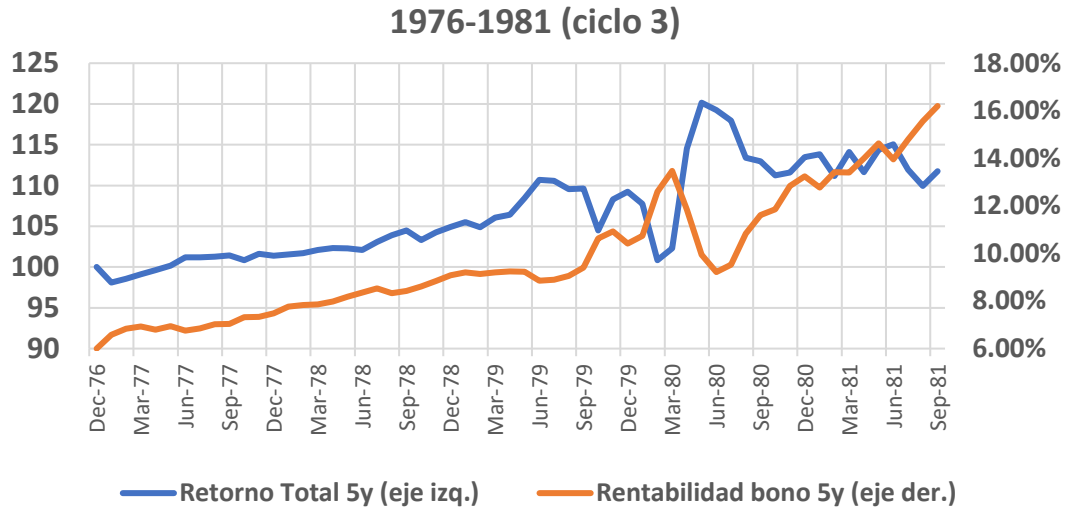
b. Ciclos de subidas de 1976-81

Otro ejemplo real nos lo da la tercera ola inflacionaria y tercer ciclo de subida de tipos de los '70 que se observa en gráfico 4: En diciembre de 1976, la rentabilidad del 5y estaba en **6.00%**. Casi cinco años más tarde, en septiembre de 1981, había subido más del doble hasta **16.2%**.

Intuitivamente, se podría esperar que el Retorno Total de invertir en el 5y resultase fuertemente perdedor debido a una subida de rentabilidades tan grande. Pero de nuevo la intuición nos juega una

⁵ Nos referimos al Retorno Total de todo el periodo. No queremos decir que no se puedan producir pérdidas temporales debido a la influencia del Retorno por Precio en el corto plazo, como se puede observar en el gráfico 6 a lo largo del tiempo, con sucesión de volátiles meses positivos y negativos.

mala pasada. Como explicado en la anterior carta trimestral, el nivel de rentabilidad inicial a partir del que empiezan a subir los tipos es suficiente para compensar las caídas por precio:



Efectivamente, el **Retorno Total de la inversión en 5y durante dicho periodo fue de +11.8%**, mientras que en el caso de >10y supuso en el mismo periodo una pérdida de **-17.4%**.

La conclusión es que el inversor no tiene que temer una posible repetición de los años '70: La parte de bonos de nuestra cartera está **preparada para un hipotético escenario en el que continuasen las subidas de tipos**, más allá del nivel terminal de subidas que el mercado estima actualmente en torno al 5%-6%.

Hay que insistir en que **un inversor de largo plazo no debe temer las caídas producidas en el corto plazo debidas al Retorno por Precio en los bonos. Al contrario, le interesa que los tipos de interés suban y se mantengan altos el mayor tiempo posible**, pues implica necesariamente un mayor retorno total a largo plazo para su inversión.

La volatilidad del Retorno por Precio en el corto plazo produce esporádicamente periodos de pérdidas. Obsérvese que en los periodos mostrados de 1967-69 y 1976-81, el retorno total acumulado de la inversión en bonos a 5 años fue finalmente positivo, a pesar de las fuertes subidas de tipos de interés. **Pero en el corto plazo de meses e incluso algún año entero, se volvieron a producir caídas pasajeras en el retorno total.**

Esto es una consecuencia puramente aritmética del movimiento impredecible de los precios a corto plazo. El mayor peligro de este caótico "ir y venir" (volatilidad) no es poner en riesgo el capital invertido, pues si no hay quiebra o impago por parte del emisor (en nuestro caso, el gobierno de los USA), el tenedor recibe siempre de vuelta el 100% del capital invertido. El mayor peligro de la volatilidad y los periodos temporales de pérdidas reside del lado del inversor, pues **tientan al inversor a abandonar su plan de inversión prematuramente** —debido al "dolor" que siente durante los inevitables periodos de caídas—, antes de permitir que su inversión converja a los retornos históricos de la cartera a de largo plazo.

*

5. ¿Cuáles son las perspectivas de la cartera para los próximos años?

Sólo en el largo plazo las propiedades de las clases de activos se imponen sobre el resto de las circunstancias que provocan su volatilidad y ciclos de medio plazo. Hablar de expectativas de la cartera a corto y medio plazo es pues hacer un ejercicio especulativo.

Sin embargo, con respecto a los bonos que tanto han perjudicado la cartera en 2022, es importante recordar las propiedades que les confiere su propia mecánica. Esto es, por su propia naturaleza, **las caídas de los bonos son “autolimitantes”**, en el sentido de que cuanto mayores sean las caídas, mayor es su rentabilidad (yield), lo que limita el endeudamiento del sector privado y atrae, cada vez más cuanto mayor sea la caída, a los inversores sensibles a dichos rendimientos crecientes (siempre que no se ponga en riesgo la capacidad de devolver el dinero, claro).

A la inversa, **en bolsa ocurre el proceso contrario**: Mayores caídas en las acciones crea peores condiciones económicas para las empresas y hace que los inversores exijan primas de riesgo cada vez más elevadas. Esta exigencia conduce a peores valoraciones, lo que empuja a los inversores a seguir vendiendo, en un proceso retroalimentando negativamente que hace aumentar las caídas cuanto mayores sean éstas. Esta es la razón por la que habitualmente los mercados bajistas en bolsa son más profundos que en los bonos.

Así, **en los bonos**, siempre que no se produzca un impago por parte del gobierno emisor, **se recuperará el total de las caídas**. Como hemos comentado, al inversor de largo plazo le interesa no tanto una recuperación rápida basada en Retorno por Precio (por caída de los tipos de interés), sino que **los tipos se mantengan altos el mayor tiempo posible y así capitalizar un mayor Retorno por Ingresos durante más tiempo**. Cuanto mayor sea el horizonte de inversión, mayor importancia tiene el Retorno por Ingresos en el Retorno Total recibido por la inversión en bonos.

Los principios básicos de la inversión en los activos clásicos que constituyen carteras diversificadas como Affinium siguen siendo firmes. Y lo que es más importante: no han cambiado a largo plazo. Puede que lo peor aún no haya pasado, pero cualquier caída adicional en los bonos sólo repercutirá en aumentar la asimetría (mayor retorno total acumulado comparado con los años anteriores) de cara a los próximos años. Esto es, **la profunda desviación de la media histórica del año pasado hace que la expectativas de retornos para los próximos años estén por encima de la media histórica**.

Puede resultar contraintuitivo y paradójico, pero es precisamente **cuando se producen este tipo de desviaciones históricas cuando surge la oportunidad de un punto de entrada o acumulación asimétricamente muy favorable**. Una oportunidad que sucede pocas veces, quizá una vez cada varias décadas. Si la historia es una guía, podemos observar lo ocurrido al cabo de los **dos años siguientes** a las 6 ocasiones (gráfico 2) en las que bonos y bolsa han caído simultáneamente como en 2022:

Año	Cartera	Retorno acumulado en los dos años siguientes
1907	-12.46%	40.57%
1917	-11.03%	25.75%
1931	-24.16%	39.48%
1969	-7.27%	37.89%
1994	-5.03%	50.64%
2022	-23.71%	?

*

6. Los diferentes sabores del Riesgo

Me gustaría aprovechar este espacio para hacer una reflexión sobre **qué es el riesgo** al invertir.

El riesgo puede tener diferentes definiciones según a quién se pregunte o a qué se preste atención. Más allá de la ortodoxia y los libros de texto, el riesgo puede ser (a) la **volatilidad**, (b) la posibilidad de **perder permanentemente el capital**, o (c) **no alcanzar los objetivos de rentabilidad a largo plazo**.

a. Volatilidad

La volatilidad es una medida estadística —observacional— de cuánto se mueven los precios a lo largo del tiempo. **No es, como a muchos inversores les gustaría, un “defecto” de los mercados a eliminar porque nos resulta incómoda, sino una propiedad intrínseca a los mercados libres.** O como decían los colonos americanos que se adentraban en el lejano Oeste, *“it comes with the territory”*, refiriéndose a todos los peligros e incomodidades que iban encontrando en su odisea.

Podemos imaginar los mercados como una gran casa de subastas que nunca cierra, y en la que la propiedad de los títulos pasa miles de veces de mano a mano en cada segundo. Cada “cruce” en los mercados define un precio para cada instante. Un precio en el que dos visiones diferentes se han puesto de acuerdo en intercambiar la propiedad de un activo. **La volatilidad es, en última instancia, una manifestación más de la libertad humana. Una libertad que es imprescindible para generar riqueza en el largo plazo.** Si quisiéramos eliminar la volatilidad de los mercados, eliminaríamos también la libertad; como al querer que no haya invierno o marea baja en la cita de Jünger que abre esta carta.

Resulta pues inevitable que esos movimientos produzcan en el corto plazo un camino al azar que, por la simple adición aritmética de retornos negativos, genera habitualmente periodos de caídas (*drawdowns*) más o menos profundos. Cuando son muchos más los participantes que comparten con volumen una visión negativa del futuro a medio plazo, esa concatenación de caídas se puede volver significativa.

Así, **la volatilidad puede volverse peligrosa** (implicar un riesgo real, no sólo un impacto emocional) **cuando:**

- **El inversor necesita liquidez repentinamente**, pues puede obligarnos a desinvertir sin poder esperar a la regresión a la media de los retornos del proceso subyacente. Este riesgo se puede limitar contando con un “provisión de liquidez para emergencias” suficiente (invertido en REPO o similar sin volatilidad y líquido) destinado a imprevistos. Nosotros entendemos que cada inversor debe ocuparse de esta eventualidad por su lado **asignando parte de su patrimonio a liquidez, razón por la cual la cartera Affinium no asigna capital a liquidez o bonos de corto plazo** (algo que hubiera amortiguado la caída este 2022, pero que presuponemos que los inversores ya tienen por su lado).
- **Se convierte en una señal observable de que el proceso que genera los retornos esperados del activo está en peligro de desaparecer o de deteriorarse** excesivamente. De ahí la necesidad de analizar, como acabamos de hacer, si las desviaciones en rentabilidad son producto de que “algo se ha roto” en el proceso que genera los retornos a largo plazo, o se trata de variaciones naturales, aunque extremas, de dichos procesos.
- **Pone en peligro la supervivencia** a corto plazo que se necesita para alcanzar vivo el largo plazo. Las **caídas desproporcionadas**, más allá del entorno del -25% o -30%, hacen que sea cada vez más difícil una recuperación. (Para recuperar una caída de -50%, es necesaria una subida del +100%, del -80%, +400%, y así exponencialmente).

- **Nos empuja a cometer errores conductuales.** El “dolor” que sufrimos por la volatilidad no es riesgo, sino nuestra respuesta emocional a procesos que no se pueden contralar y sobre los que, como inversores, es más conveniente buscar cómo aprender a elegir nuestro nivel de volatilidad y/o a soportarlo mejor. Nunca hay que minusvalorar este aspecto, pues es la causa principal, muy por delante del resto de factores (Asset Allocation, costes, productos y gestores elegidos, etc.), que condiciona alcanzar los objetivos de inversión⁶.

b. Posibilidad de pérdida permanente del capital

A la hora de invertir, el riesgo primero y principal es la posibilidad de perder definitivamente, sin posibilidad de recuperarlo, el dinero invertido.

Se podría preguntar si la caída de la cartera en 2022 pone en riesgo de perder definitivamente el capital invertido.

Como hemos analizado más arriba, la respuesta es no. La cartera ha sido diseñada expresa y deliberadamente para limitarse a procesos y clases de activos que consideramos tienen a la vez la menor posibilidad de ruina, al mismo tiempo que ofrecen un retorno a largo plazo suficientemente interesante.

Por ejemplo, **la indexación** como proceso resumido arriba, funcionará siempre y cuando se permita la existencia de empresas y el mercado libre. **No puede, por tanto, quebrar**, en el sentido que pueden quebrar apuestas en empresas individuales o activos que sí pueden desaparecer para siempre. No pueden quebrar porque siempre habrá nuevas empresas que sustituyan a las viejas y capitalicen mejor las características e idiosincrasia de cada ciclo económico. Esto no quita que los índices sufran también caídas profundas cuando se intensifica la “destrucción creativa” de Schumpeter en los cambios de ciclo, pero siempre y cuando siga existiendo mercados libres y la posibilidad de las empresas, por propia definición de los índices éstos no pueden quebrar.

c. Posibilidad de no alcanzar los objetivos de inversión

Cuando se asume el riesgo de invertir, se hace porque se busca conseguir rentabilizar los ahorros. Dejando aparte las fantasías de retornos astronómicos, un objetivo razonable a largo plazo es batir en mayor o menor medida a la inflación. Esto es, conservar al menos el poder de compra de nuestros ahorros en el largo plazo⁷.

Así, el riesgo de un inversor a largo plazo no es sólo “no perder”, sino que nuestro esfuerzo ahorrador no sea suficiente para conservar nuestra capacidad de compra, o el patrimonio acumulado “no nos alcance” al final de nuestro horizonte de inversión. La consecuencia práctica es que **no se puede “no invertir”**, pues toda decisión, incluso la de guardar el dinero debajo del colchón por temor a perderlo, es una decisión de inversión (en este caso, permitir que la inflación se coma nuestros ahorros).

Invertir es difícil por muchos motivos, uno de ellos es precisamente encontrar el equilibrio entre reducir el riesgo de pérdida permanente y el de buscar un cierto retorno significativo. Para nosotros, ese equilibrio se encuentra es exponerse a aquellas clases de activos que, siempre y cuando la civilización continúe, permiten, a través de ciertos procesos compatibles con la naturaleza de los

⁶ Creo que sería un error caer en la búsqueda obsesiva de fórmulas y métodos para reducir artificialmente la volatilidad más allá de lo prudente y sensato, como puede ser diversificar entre distintas clases de activos con el objetivo de que la mayor parte del tiempo, no siempre, se reduzca dicha volatilidad gracias a la descorrelación entre dichos activos. Siempre hay inversores que demandan menor volatilidad sin querer renunciar a los retornos, y la industria siempre está dispuesta a empaquetar la más sofisticada de las “suspensiones” para prometerles a sus clientes que no notarán los baches de la carretera. Todos sabemos cómo acaban esos intentos en el largo plazo.

⁷ Algo que no se puede conseguir si guardamos nuestro dinero debajo del colchón o en una cuenta corriente, como paradójicamente hace el billón de euros que los españoles mantienen en liquidez indefinidamente.

mercados (como la indexación), capturar el crecimiento de las principales y clásicas actividades económicas.

Como hemos comentado, en todos los casos en los que la humanidad “se ha civilizado”, siempre ha necesitado vivienda y espacios físicos (inmobiliario), financiar al gobierno (bonos gubernamentales), empresas para satisfacer las necesidades (bolsa) y un medio monetario de almacenar valor independiente de la moneda de los gobiernos (oro).

En última instancia, nuestra cartera es una apuesta a largo plazo por la Humanidad, por la capacidad del ser humano de progresar y mejorar a pesar de los problemas y las dificultades que surgen en el camino.

*

7. El papel del asesor de confianza

El trabajo de un buen asesor de confianza es también limitar e impedir —en la medida de lo posible y razonable— el daño que el inversor se puede hacer a sí mismo (iatrogenia).

El ejemplo más inmediato es lo ocurrido en 2022: Los activos líquidos invertibles (con crecimiento intrínseco positivo a largo plazo) como bolsa, bonos, inmobiliario y oro; muestran inevitablemente volatilidad porque al cotizar a cada segundo, reflejan los cambios en el sentimiento y estimaciones de los participantes en los mercados.

Esa volatilidad concatenada produce drawdowns o periodos de caídas más o menos profundas y duraderas en todos los activos, que a su vez serán mayores o menores a nivel de cartera según el nivel de correlación que vayan mostrando los activos.

Dichos drawdowns producen sufrimiento porque **mientras dura la caída, ésta se percibe como equivalente a una pérdida contable**, real, cuando no lo es mientras no se necesite hacer líquida la inversión.

Todos nacemos con la tendencia natural a evitar el sufrimiento, independientemente de nuestro nivel de renta o de conocimientos de inversión. La industria de la inversión (banca privada, gestoras...) lo sabe y ofrece siempre nuevos productos y servicios con menor o sin volatilidad visible (como el Private Equity).

Pero como hemos visto en la pregunta 6 sobre el riesgo, el deseo de eliminar la volatilidad y los drawdowns (buscando “no sufrir” o sufrir menos) es equivalente a eliminar la libertad de mercado, eliminar la posibilidad de que cambien las condiciones de la economía, de que los participantes en los mercados cambien de expectativas y opinión. En otras palabras, es una quimera imposible y contradictoria con el libre mercado.

Entendiendo nuestro deseo por sufrir menos (todos somos humanos), es comprensible buscar y concentrar cada vez más patrimonio en productos y servicios con poca volatilidad, observable o no, real o imaginaria (valorada fuera de mercado). Hacer que la cartera tenga cada vez un menor peso en activos líquidos (con volatilidad real y visible), para dar cada vez más peso a activos o inversiones sin precios observables (o directamente con precios “inventados” por los propios proveedores de los productos sin liquidez).

Resulta pues peligroso superar un umbral de productos ilíquidos y con aparente baja volatilidad porque se acumulan riesgos no visibles, muchas veces inadvertidos y que pueden tener un impacto catastrófico en el largo plazo (mientras parece que todo va bien en el corto y medio plazo).

Hay que ser conscientes de que sólo hay dos caminos para ofrecer un producto/servicio sin volatilidad: Que sea ilíquido (Inmobiliario directo, Private Equity, Venture Capital...) o que su estrategia sea asintóticamente cóncava (venta de opciones OTM, market-neutral, etc.)

El peligro con los ilíquidos es la falta de transparencia en las valoraciones internas. Una ingeniería contable imaginativa y compleja —y sobre todo mal incentivada— puede mantenerse muchos años, incluso décadas, antes de colapsar.

El peligro con las estrategias demasiado cóncavas es que siempre parece que “esta vez no fallarán” (como el exclusivo fondo LTCM, gestionado por dos Premios Nobel, y cuyo colapso puso en jaque el sistema financiero mundial en 1998), hasta que el mundo o el régimen de los mercados cambia.

Pero en un mundo aceleradamente cambiante, sólo las estrategias mayoritariamente convexas, aunque nos resulten dolorosas durante algún tiempo, pueden sobrevivir. Esto es, seguir siendo rentables a largo plazo en un futuro incierto. Y cada vez tenemos que ser más escépticos de las bondades de productos o servicios sin volatilidad, tan queridos y buscados por los grandes patrimonios, y con la industria presta a proveer de productos cada vez más cóncavos.

Todo inversor tiene que pagar un **precio emocional para poder alcanzar esa segura rentabilidad a largo plazo**. Un precio que pasa —tras reconocer y aceptar que a largo plazo los activos clásicos indexados son la opción de inversión más segura—, por soportar los inevitables drawdowns que los activos clásicos experimentan inevitablemente por el camino.

El trabajo del buen asesor es pues —una vez supervisados y controlados los aspectos operacionales y tenido en cuenta las circunstancias y perfil de cada inversor— mantener ese **equilibrio entre dos objetivos contradictorios**:

- El objetivo de alcanzar un retorno suficiente a largo plazo para batir la inflación.
- El objetivo de “sufrir lo menos posible por el camino” reduciendo la volatilidad y especialmente los drawdowns en el corto y medio plazo, a base de añadir estrategias y activos lo más ortogonales posible a una cartera de activos clásicos con volatilidad.

Pero esto sólo se puede conseguir cuando no se tienen conflictos de interés, especialmente cuando no se está incentivado por la colocación de productos o el incremento de volumen (en activos o actividad, como los servicios de banca privada), sino por conseguir los objetivos de largo plazo del inversor de la manera más prudente, eficiente y segura posible.

Ningún inversor puede elegir el mejor timing para empezar a invertir en una cartera. Ciertamente, no esperábamos encontrar al poco de empezar encontrarnos con este *annus horribilis* que, como hemos visto, parece ocurrir **de media una vez por siglo**. Sin embargo, y como hemos visto en la pregunta 3, no encontramos razones que invaliden las hipótesis sobre las que se construye una cartera de activos clásicos como la cartera Affinium. En otras palabras, creemos que no hay que centrarse sólo en el resultado parcial de un año extraordinariamente poco frecuente (especialmente la renta fija), sino ponerlo en contexto teniendo en cuenta los retornos de años anteriores y posteriores como visto en la pregunta 3.c. y pregunta 5.

Como siempre, para cualquier duda o pregunta que os pueda surgir, quedamos a vuestra entera disposición.

Muy atentamente,

Marcos Pérez y Alexander Sharas

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.