



# AFFINIUM

Disciplina + Humildad + Rigor ⇒ Verdad

## Carta 1º Trimestre de 2023

10 de mayo de 2023

*" Un error no se convierte en verdad por el hecho de todo el mundo crea en él. Tampoco una verdad puede transformarse en error cuando nadie se adhiere a ella; se sostiene sola."*

*"Más vale ser vencido diciendo la verdad, que triunfar por la mentira."*

—Mahatma Gandhi

Estimado partícipe:

Durante el primer trimestre de 2023 el valor liquidativo del fondo ha subido un 3.51%.

El retorno acumulado desde que el fondo comenzó las operaciones el 31 de marzo de 2021 y hasta el 31 de marzo de 2023 es de -17.86%, siendo los **retornos mensuales** como siguen<sup>1</sup>:

	Ene	Feb	31 Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic	2021
VL	-	-	99.49	101.53	103.73	102.46	103.76	104.36	100.88	102.21	100.98	103.49	YTD
Retorno	-	-	-	2.05%	2.17%	-1.23%	1.27%	0.58%	-3.33%	1.32%	-1.21%	2.48%	4.01%
Desde Inicio	-	-	-	2.05%	4.26%	2.98%	4.29%	4.90%	1.40%	2.73%	1.49%	4.01%	

	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic	2022
VL	98.03	95.63	94.51	90.13	88.65	84.27	87.02	82.74	77.43	77.97	80.26	78.95	YTD
Retorno	-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%
Desde Inicio	-1.47%	-3.88%	-5.01%	-9.41%	-10.90%	-15.30%	-12.54%	-16.84%	-22.17%	-21.64%	-19.33%	-20.65%	

	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic	2023
VL	82.30	78.99	81.72										YTD
Retorno	4.24%	-4.02%	3.46%										3.51%
Desde Inicio	-17.28%	-20.61%	-17.86%										

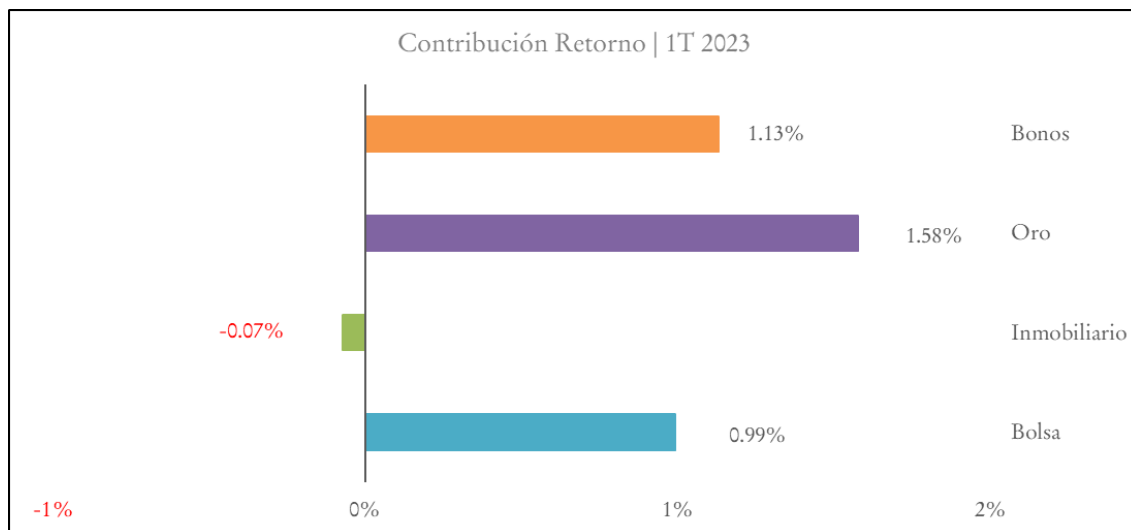
El final del primer trimestre de 2023 marca nuestro segundo aniversario. Consideramos apropiado comenzar a incluir algunas métricas de rendimiento adicionales que empiezan a tener sentido más a medio plazo. Agregaremos más a medida que pase suficiente tiempo para que los datos sean relevantes. En este punto, consideramos que empezamos a tener suficiente histórico para incluir al menos una **comparativa de volatilidades**:

<sup>1</sup> En la sección de retornos de la web se pueden seguir los retornos actualizados a fin de cada mes: <https://affinium.info/retornos>

Volatilidad Bolsa	Volatilidad Fondo	Volatilidad Bonos
15.69%	8.99%	6.70%

Observamos que, en términos de volatilidad y a pesar del anormal año 2022, el fondo está comportándose como lo ha hecho en el pasado, con casi **la mitad de volatilidad que la bolsa y mucho más cercana de la volatilidad de los bonos**. Como comentado desde el inicio, esta volatilidad no es un objetivo fijo o un resultado esperado en nuestra construcción de cartera (desconfiamos del “*fine tuning*” de ajustar la volatilidad como objetivo), sino simplemente un resultado que esperaríamos ver si la cartera está funcionando de acuerdo con su estructura prevista, lo que consideramos una buena noticia.

La **contribución<sup>2</sup> por tipo de activo** en cartera durante el 1º trimestre ha sido la siguiente:



\* \* \*

<sup>2</sup> Utilizamos una simple suma aritmética de la rentabilidad bruta de cada activo comparada con la rentabilidad bruta aritmética total de la cartera. Este ha sido tradicionalmente el método más frecuente para mostrar cuánto ha contribuido cada activo al retorno total de la cartera. Hoy en día, el campo de la atribución de rentabilidades cuenta con más artículos y modelos que muchas teorías de valoración de activos. Sin embargo, seguiremos utilizando la suma aritmética de los rendimientos brutos individuales —aunque puedan aparecer diferencias con otros métodos o incluso con el retorno total de la cartera en el periodo—, ya que sirve al objetivo: mostrar las contribuciones de los activos al rendimiento bruto total de la cartera de una manera directa y comprensible (aunque algunas veces no sea exacta al céntimo), de modo que se pueda apreciar de dónde provienen aproximada y proporcionalmente los beneficios y las pérdidas durante el periodo mostrado.

## Revisión de algunos conceptos básicos

A pesar de que han transcurrido dos años desde el lanzamiento del fondo y haberlos explicado ya en cartas previas, hemos notado que ciertos conceptos básicos en cuanto a los instrumentos utilizados para conseguir exposición a los activos en cartera (en concreto, Futuros) y el riesgo divisa, no han sido bien entendidos o siguen siendo malinterpretados.

Es decir, seguimos viendo cierta **confusión** entre (A) los retornos que se obtienen al utilizar ETFs o Futuros, respecto al retorno del activo subyacente; así como con (B) el riesgo de divisa.

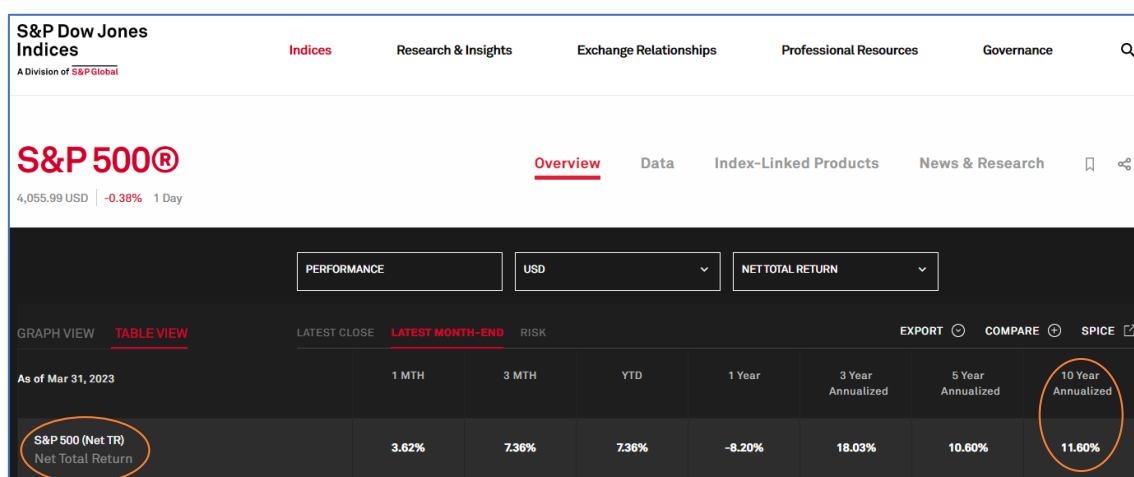
### A. ETFs vs Futuros

Este es un tema fácilmente accesible a través de una bibliografía básica de inversión o incluso en la sección educativa de los principales mercados financieros del planeta<sup>3</sup>. Pero para mantener el discurso accesible a todos, vamos a mostrar de una manera clara, objetiva y **neutral** (al recurrir a fuentes externas de reconocido prestigio y seriedad), que conseguir exposición a los activos vía derivados es una de las maneras más eficientes y seguras de hacerlo, y por ello muy utilizada entre inversores institucionales<sup>4</sup>.

A continuación, se compara el retorno anualizado en los últimos 10 años del índice S&P 500, con la rentabilidad obtenida durante el mismo período de tiempo utilizando Futuros o utilizando el ETF SPY (el ETF más antiguo, creado en 1993, y actualmente con \$376B de patrimonio).

Estas 3 tablas han sido extraídas directamente de la empresa S&P Dow Jones Indices | S&P Global, que elabora el índice S&P 500. Así como de la empresa State Street Global Advisors SPDR, que gestiona el ETF SPY y replica dicho índice:

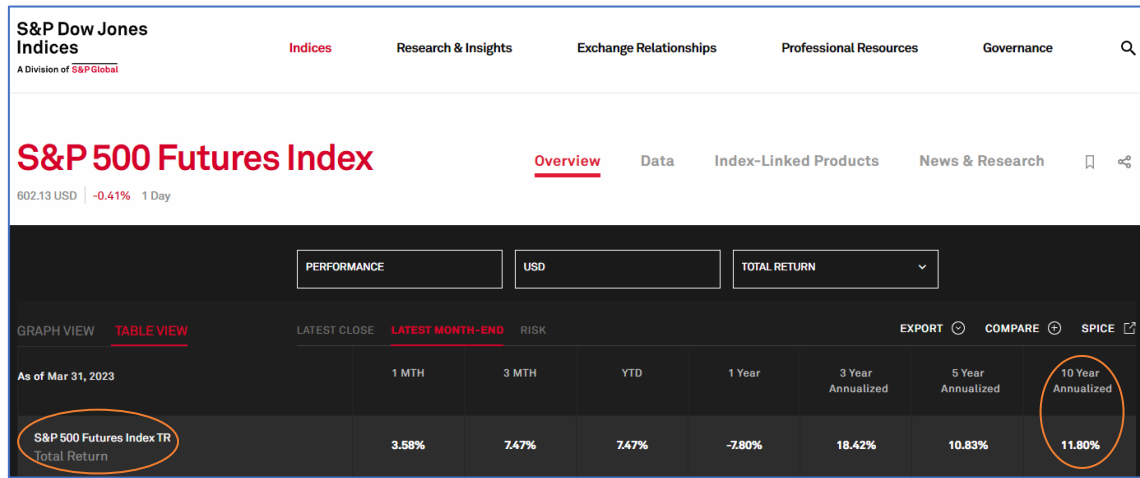
#### —S&P 500 Index Net Total Return—



<sup>3</sup> Por ejemplo, consultar el clásico *Options, Futures, and Other Derivatives* de John C Hull, o visitar <https://www.cmegroup.com/education/courses/master-the-trade-futures.html>

<sup>4</sup> Si su uso no está más generalizado entre inversores particulares quizá se debe simplemente a que el volumen requerido para construir una cartera diversificada utilizando Futuros es relativamente grande, no porque sean más peligrosos o menos eficientes si se saben utilizar.

—S&P 500 Futures Index Total Return—



—SPDR S&P 500 ETF Net Total Return—

	As Of	1 Month	QTD	YTD	1 Year	3 Year	5 Year	10 Year	Since Inception Jan 22 1993
<b>Fund Before Tax</b>									
NAV	Mar 31 2023	3.67%	7.48%	7.48%	-7.82%	18.45%	11.04%	12.10%	9.71%
Market Value	Mar 31 2023	3.72%	7.45%	7.45%	-7.88%	18.43%	11.03%	12.11%	9.71%
Benchmark	Mar 31 2023	3.67%	7.50%	7.50%	-7.73%	18.60%	11.19%	12.24%	9.84%
<b>Fund After Tax</b>									
Return after Taxes on Distributions	Mar 31 2023	3.51%	7.31%	7.31%	-8.24%	18.00%	10.59%	11.60%	9.18%
Return after Taxes on Distributions and Sale of Fund Shares	Mar 31 2023	2.17%	4.42%	4.42%	-4.46%	14.53%	8.71%	9.95%	8.43%
Benchmark	Mar 31 2023	3.67%	7.50%	7.50%	-7.73%	18.60%	11.19%	12.24%	9.84%

Resumen retorno total anualizado últimos 10 años:

S&P 500 Index Net Total Return:	11.60%
S&P 500 Futures Index Total Return:	11.80%
SPDR S&P 500 ETF Net Total Return:	11.60%

Cómo se puede observar, en el horizonte de los últimos 10 años y neto de impuestos sobre dividendos, la rentabilidad anualizada es muy similar entre los tres. De hecho, durante la última década se hubiera ganado un 0,20% más al año utilizando el Futuro en lugar del ETF SPY.

Sin embargo, invertir en el ETF tiene la desventaja de que implica vivir (incluir) con el riesgo de divisa o tipo de cambio entre el USD y el EUR. Veamos a continuación, con un ejemplo muy reciente del mes pasado, cómo lidia con esta circunstancia ineludible uno de los inversores de referencia históricos, Warren Buffett.

## B. Riesgo Divisa



JAPANESE TRADING HOUSES		
ITOCHU CORP	4,323.00	[+1.79%]
MARUBENI CORP	1,904.00	[+2.97%]
MITSUBISHI CORP	4,961.00	[+2.23%]
MITSUI	4,155.00	[+2.39%]
SUMITOMO CORP	2,444.00	[+2.69%]

BREAKING NEWS BUFFETT & ABEL ON SQUAWK BOX ON RAISING STAKE IN JAPANESE TRADING HOUSES

— Entrevista: <https://www.youtube.com/watch?v=Wl2i2NlycN4> —

En esta entrevista del pasado mes de abril de 2023 en la CNBC, Buffett explicó su reciente inversión a largo plazo ("de 10 a 20 años") en el mercado de valores de Japón. También explicó cómo estructuraron la inversión emitiendo bonos denominados en moneda Yen (tomando prestado el dinero directamente en yenes) para comprar la cartera de acciones japonesas y **así aislarse o neutralizar el tipo de cambio o riesgo divisa**.

En el minuto 2'33" de la entrevista (<https://youtu.be/Wl2i2NlycN4?t=153>) se puede escuchar a Buffett afirmar explícitamente esta estructura de inversión:

*"Hemos vendido periódicamente bonos denominados en yenes. Entonces — más o menos..., no lo hacemos de manera precisa—, **nos hemos protegido/aislado de las variaciones en la tasa de cambio.**" (riesgo cambiario o de divisa del Yen japonés, JPY, respecto al USD, su moneda local).*

Esto demuestra lo que hemos repetido muchas veces: los inversores experimentados no se exponen al riesgo de tipo de cambio, sino que estructuran sus inversiones de tal manera que se 'aislan' de cualquier variación del tipo de cambio entre la moneda de inversión y su moneda doméstica local. En el caso de Buffet, su moneda local es el dólar estadounidense USD, por lo que no quiere asumir o incluir las variaciones que pueda tener el JPY contra el USD en el retorno de su inversión (sólo quiere el retorno total de las acciones que conoce y en las que invierte). En nuestro caso nuestra divisa local es el EUR, por lo que no queremos asumir el retorno por las variaciones que puedan tener otras monedas contra el EUR en nuestra inversión.

Desde que construimos inicialmente la cartera, estructuramos nuestras inversiones para lograr exactamente el mismo aislamiento respecto a los tipos de cambio que Buffett hizo recientemente en Japón. Como él (y como cualquier inversor consciente del riesgo divisa), buscamos capturar o estar expuestos sólo al retorno total del activo en el que invertimos. Por supuesto, no podemos vender bonos para ello. Pero **logramos el mismo aislamiento del riesgo divisa** utilizando instrumentos derivados para invertir en acciones, bonos, inmobiliario y oro. Estos activos están denominados en monedas extranjeras que nos expondrían a variaciones en los tipos de cambio (o riesgo divisa) con respecto a nuestra moneda local, el EUR<sup>5</sup>.

<sup>5</sup> Como explicamos detalladamente en la nota especial de diciembre de 2021 —disponible en la sección de publicaciones de la web (<https://n9.cl/gaatn>)—, el efecto es equivalente a incluir en la cartera (se añade a su retorno total) un activo más: los retornos de otras divisas además de los activos en los que se busca invertir. Por supuesto, si lo que se busca ofrecer desde el principio y así se explicita, es el retorno de los activos más la contribución del efecto divisa como parte de una estrategia así expuesta, en ese caso no habría nada que objetar. Sin embargo, cuando el objetivo de una cartera es ofrecer sólo los retornos de los activos en los que pretende invertir, pero se incluyen además y de forma implícita unos retornos ajenos a la cartera y no explicitados desde el principio al inversor, no se estaría ofreciendo la cartera en la que un inversor creería estar invirtiendo inicialmente.

Finalmente, esperamos que estos dos conceptos de inversión tan básicos, —la rentabilidad total de invertir vía Futuros frente a la rentabilidad total de invertir vía ETFs, así como el riesgo de tipo de cambio/divisa siempre presente en inversiones extranjeras con divisa diferente a la local—, hayan quedado por fin totalmente claros, y ayuden a comprender mejor nuestra implementación de la cartera.

En cualquier caso, si aún así quedara alguna duda, por favor no dude en ponerse directamente en contacto con nosotros —estaremos encantados de explicárselo personalmente—, en lugar de acudir a comentarios aleatorios en internet y no a gestores más experimentados.

\* \* \*

De nuevo, nos gustaría terminar esta carta agradeciendo sinceramente a todos los partícipes su férrea disciplina y paciencia durante el peor entorno para una cartera como la nuestra en siglos. Pero sobre todo la comprensión y confianza que nos demuestran al permanecer con nosotros invertidos.

Sólo nos queda recordar que, como siempre, quedamos a vuestra directa disposición para aclarar cualquier duda, cuestión o comentario que queráis hacernos.

Muy atentamente,

*Marcos Pérez y Sharash Alexander*

---

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.*