



AFFINIUM

Disciplina + Humildad + Rigor ⇒ Verdad

Carta 1º Trimestre de 2024

8 de mayo de 2024

*Un hombre debe pensar por sí mismo;
debe seguir sus propias convicciones.
La confianza en uno mismo es la base del esfuerzo efectivo.*
—Dickson G. Watts

*No me importa que me hayan robado las ideas...
Me importa que no tengan ninguna propia.*
—Nikola Tesla

Estimado partícipe:

Durante el primer trimestre de 2024, el valor liquidativo del fondo ha subido un +1.09%.

El retorno acumulado desde que el fondo comenzó las operaciones el 31 de marzo de 2021 y hasta el 29 de marzo de 2024 es de -15.41%, siendo los **retornos mensuales** como siguen¹:

	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic	2024
VL	81.00	80.99	84.16										YTD
Retorno	-2.70%	-0.01%	3.92%										1.09%
Desde Inicio	-18.58%	-18.60%	-15.41%										
2023													
VL	82.30	78.99	81.72	81.74	80.18	79.02	80.32	79.33	75.70	75.93	79.63	83.25	YTD
Retorno	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%
Desde Inicio	-17.28%	-20.61%	-17.86%	-17.84%	-19.41%	-20.58%	-19.27%	-20.26%	-23.92%	-23.68%	-19.97%	-16.32%	
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%	
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%	

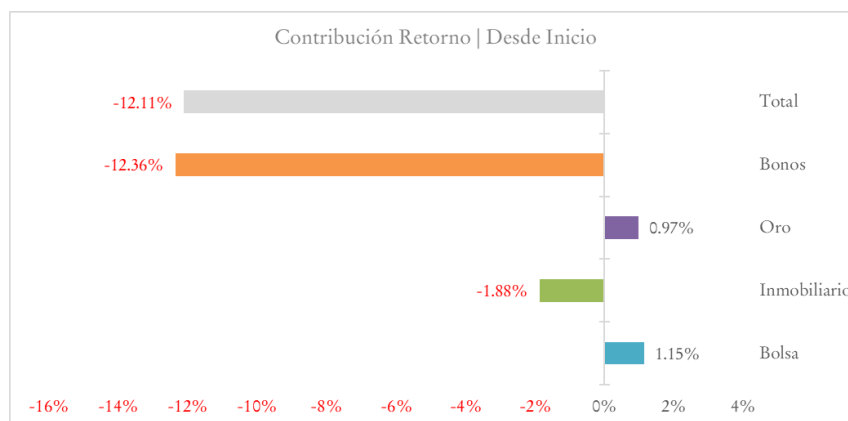
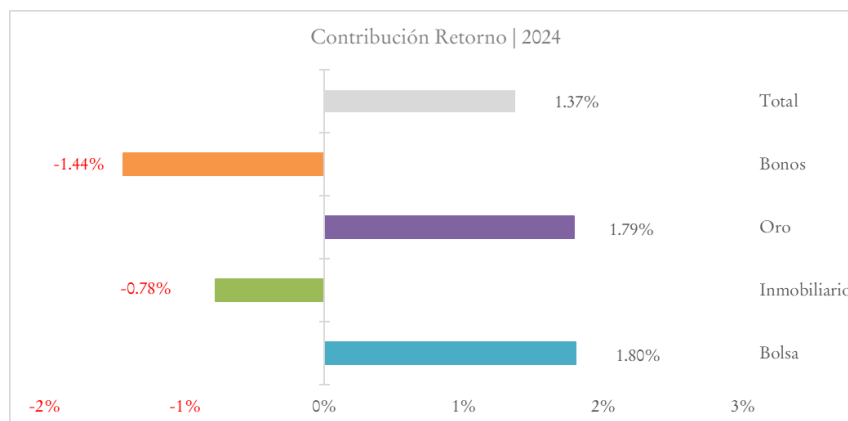
¹ En la sección de Retornos de la web se pueden seguir los resultados mes a mes: <https://affinium.info/retornos>

Podemos observar que, en términos de volatilidad, el fondo ha experimentado casi la mitad de volatilidad que la bolsa y mucho más cerca de la volatilidad del mercado de bonos. Esta volatilidad no es un objetivo premeditado o un resultado previsto en nuestra construcción de cartera, sino simplemente un resultado que esperaríamos ver si la cartera está funcionando de acuerdo con su estructura prevista.

Volatilidad Bolsa	Volatilidad Fondo	Volatilidad Bonos
14.00%	8.76%	6.80%

Fecha VL Diario Mínimo	Retorno Acumulado Hasta el Mínimo	Retorno Desde el Mínimo
03-Oct-23	-25.33%	13.29%

La contribución² por tipo de activo en cartera durante el año actual y desde inicio son las siguientes:



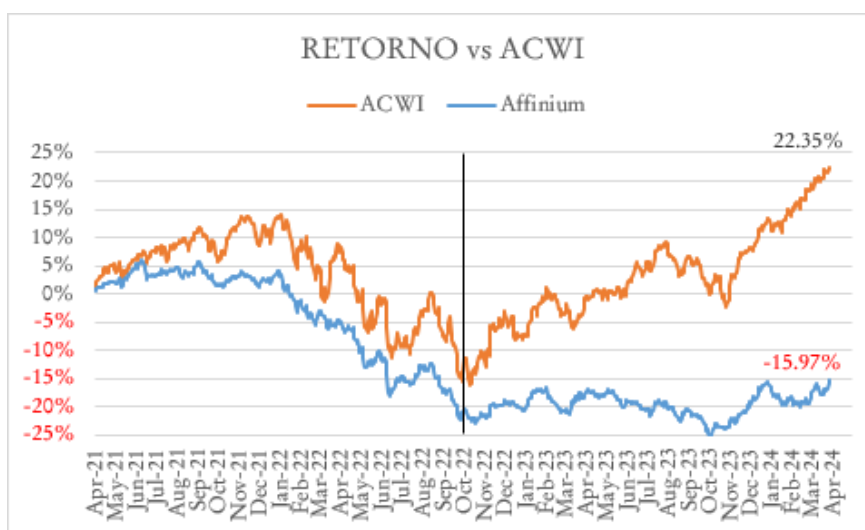
* * *

² 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, dada la complejidad operativa para lograr un resultado preciso y exacto. El método que utilizamos de suma aritmética de retornos acaba, con el tiempo, por acumular diferencias frente a los retornos compuestos internos. Sin embargo y a pesar de las diferencias que se observan, seguiremos utilizando la suma aritmética de los rendimientos brutos individuales ya que el objetivo no es tanto la precisión, sino ver de dónde vienen las contribuciones positivas y negativas a la cartera, de una manera directa y comprensible.

3º ANIVERSARIO; Un partido con dos tiempos

El mes de marzo de 2024 marca nuestro tercer aniversario y con él, un momento de reflexión.

Como se puede ver en el siguiente gráfico, nuestros primeros tres años han sido como un partido de fútbol entre Affinium y la bolsa (representada por el índice de acciones internacionales ACWI), con un primer y segundo tiempo. La primera parte del partido, los primeros 18 meses desde marzo de 2021 hasta septiembre de 2022, fueron negativos para ambos equipos con una caída similar: Aproximadamente un -20 % para el equipo Affinium, frente al -15 % para el equipo ACWI. La segunda parte del partido, los segundos 18 meses desde octubre de 2022 hasta marzo de 2024, la bolsa dominó claramente, mientras que nuestro equipo ha languidecido hasta ahora.



Debemos ser humildes frente a estos resultados. Pero al mismo tiempo también debemos reconocer que no estamos comparando manzanas con manzanas.

Una asignación del 100% a bolsa se suele considerar como la «Fórmula-1» de la inversión financiera, mientras que nosotros sólo asignamos un 25% a activos tan volátiles como bolsa e inmobiliario. Además, asignamos un 25% al misterioso oro —que no produce ingresos— y un 100% a bonos soberanos de la máxima calidad crediticia con una duración ~5 años (o actualmente del 50% con una duración ~12 años, conservando así la misma duración para la cartera total) obteniendo una exposición total del 175% (o actualmente del 125%).

En primer lugar, no intentamos justificar la languidez de los resultados frente a bolsa durante nuestros primeros tres años de vida, sino simplemente reflexionar con una mayor perspectiva.

En segundo lugar, históricamente la volatilidad de las acciones internacionales ha sido generalmente el doble de la volatilidad de nuestra cartera: ~16% frente a ~8%.

En tercer lugar, los períodos de peor retorno negativo han sido, en general, del -50% para las acciones internacionales frente al -25%³ de nuestra cartera. Con la excepción de la Gran Depresión, cuando las acciones cayeron un -84% mientras la caída estimada de nuestra cartera hubiera sido en torno al -30%.

³ Los retornos se miden y expresan con frecuencia mensual para ser coherentes con el estudio histórico mensual desde 1920 (no disponemos de datos diarios desde entonces).

Entonces, ¿es preocupante la diferencia actual entre el retorno de nuestra cartera frente a las acciones internacionales durante estos tres años?

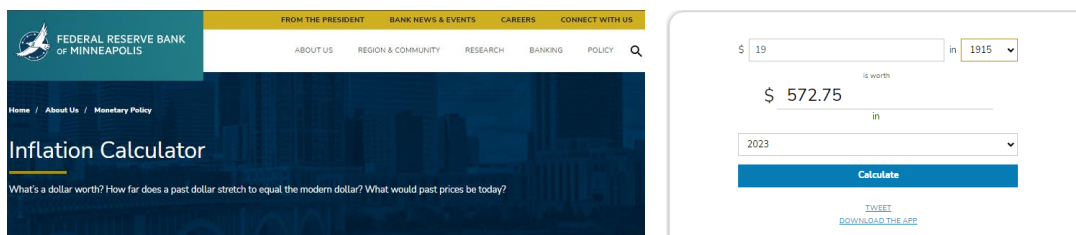
[Nos remitimos a nuestra carta del segundo trimestre de 2023](#), donde hacemos una comparación en profundidad —de casi un siglo— de nuestra cartera con el índice S&P 500, desde 1920 hasta 2023. La respuesta corta (como resumen de dicho estudio que recomendamos volver a visitar) es que a lo largo del tiempo los retornos de nuestra cartera habrían estado **unas veces significativamente por debajo de la bolsa, otras veces significativamente por encima y, en otros periodos, con retornos muy similares** a los de la bolsa. El hecho de encontrarnos, nada más “nacer”, con uno de esos periodos de la cartera con retornos significativamente por debajo de la bolsa no implica necesariamente que la cartera no esté bien construida.

¿POR QUÉ HACEMOS LO QUE HACEMOS?

Nuestras decisiones a la hora de construir cartera son el resultado directo de nuestra creencia en que una cartera con varios activos —que comparten la característica de crecer a lo largo del tiempo—, es superior a invertir en un solo activo por al menos dos motivos. El primero es que muestra un menor riesgo total (medido en volatilidad y drawdowns). Y el segundo, por converger a lo largo del tiempo a un retorno total similar a una cartera compuesta por un solo activo de riesgo: las acciones internacionales.

Con la excepción del oro, cada uno de los otros tres activos en cartera está compuesto por al menos un flujo de ingresos; ingresos por dividendos de empresas, ingresos por alquiler de bienes raíces e ingresos por cupones de bonos.

Respecto al oro, en nuestra opinión es un activo con algunas características únicas, como no proporcionar ningún ingreso (aunque se puede prestar para obtener ingresos). Incluimos el oro en nuestra cartera, entre otras razones, por su funcionalidad con el resto de los activos que la componen. Como observación puramente histórica, en 1915 el precio del oro era de 19 dólares y hoy está en torno a los 2.300 dólares. Mientras que 19 dólares de 1915 son, en dólares actuales de hoy en día, aproximadamente 600 dólares:



The image shows a screenshot of the Federal Reserve Bank of Minneapolis website's Inflation Calculator. The page header includes navigation links: FROM THE PRESIDENT, BANK NEWS & EVENTS, CAREERS, and CONNECT WITH US. Below the header, there are links for ABOUT US, REGION & COMMUNITY, RESEARCH, BANKING, and POLICY. The main content area features the title 'Inflation Calculator' and a sub-header 'What's a dollar worth? How far does a past dollar stretch to equal the modern dollar? What would past prices be today?'. The calculator interface shows a text input field with '19', a dropdown menu with '1915', and a 'Calculate' button. The result displayed is '\$ 572.75'. Below the result, there are links for 'TWEET' and 'DOWNLOAD THE APP'.

Por supuesto, durante el próximo siglo o la próxima década, no podemos saber si el precio del oro se seguirá comportando de manera similar a como lo ha hecho históricamente, batiendo la inflación o manteniéndose en línea con ella. Sin embargo y como hemos dicho, el oro no está en nuestra cartera solo por haber batido a la inflación durante el último siglo, sino porque consideramos que posee ciertas características que hacen útil su inclusión en nuestra cartera.

Volviendo al análisis de la cartera total, históricamente muestra un nivel de riesgo (en términos de volatilidad anualizada) alrededor del ~8%, frente al entorno de ~16% de las acciones internacionales. Mientras, el retorno anualizado (CAGR) de la cartera habría sido

históricamente del ~10.37% (neto del 1% de comisión de gestión anual), frente al ~10.30% de las acciones internacionales.

Por lo tanto y en promedio, **por cada unidad de riesgo asumida —por cada 1% de volatilidad—, históricamente la cartera logra un +1.3% de rentabilidad frente al +0.6% de la bolsa**, según lo observado con el índice S&P 500 desde 1920 hasta 2023 [en nuestra carta 2T 2023](#). Esto es, **aproximadamente el doble de rentabilidad por unidad de riesgo**.

Como hemos dicho desde el principio, aunque creemos que nuestra cartera puede lograr rendimientos totales similares a los de las acciones internacionales a largo plazo, no estamos tratando de superar a la bolsa como benchmark (ese sería otro deporte totalmente diferente) ni obtener un CAGR neto del 10%. Más bien estaríamos encantados si pudiéramos lograr un CAGR neto del 7% sin experimentar una pérdida mayor al -25%. Sin embargo, debemos advertir algo que no por obvio es menos importante y muchas veces se pasa por alto; y es que nuestra cartera no puede proporcionar rentabilidades muy diferentes de la rentabilidad total que da la asignación proporcional a cada uno de los cuatro activos que la componen.

¿Por qué estaríamos encantados con un CAGR del 7% neto? Porque al 7% duplicaríamos nuestro capital invertido en 10 años, multiplicaríamos el capital por 8 veces en 30 años y por 16 veces en 40 años. El crecimiento exponencial es extremadamente poderoso a largo plazo —si no se interrumpe—, y sería más que satisfactorio para cualquier inversor individual, familia o empresa, con un horizonte de inversión suficientemente amplio.

Como la Fórmula-1 de la inversión en los mercados financieros ha sido históricamente la bolsa, se suele considerar que un inversor "no puede equivocarse" si asigna el 100% de su inversión a bolsa. Por la sencilla razón de que obtendrá la rentabilidad de la bolsa, sea la que sea, sin necesidad de comparar con nada más. En términos de asignación de activos, asignarlo todo a bolsa es la opción más fácil y al mismo tiempo la más difícil de criticar. Cualquier cartera con una asignación de activos diferente a sólo bolsa quedará expuesta directamente a la línea de fuego de las críticas, especialmente en cuanto llegue un periodo con retornos inferiores a ella (que inevitablemente siempre llega).

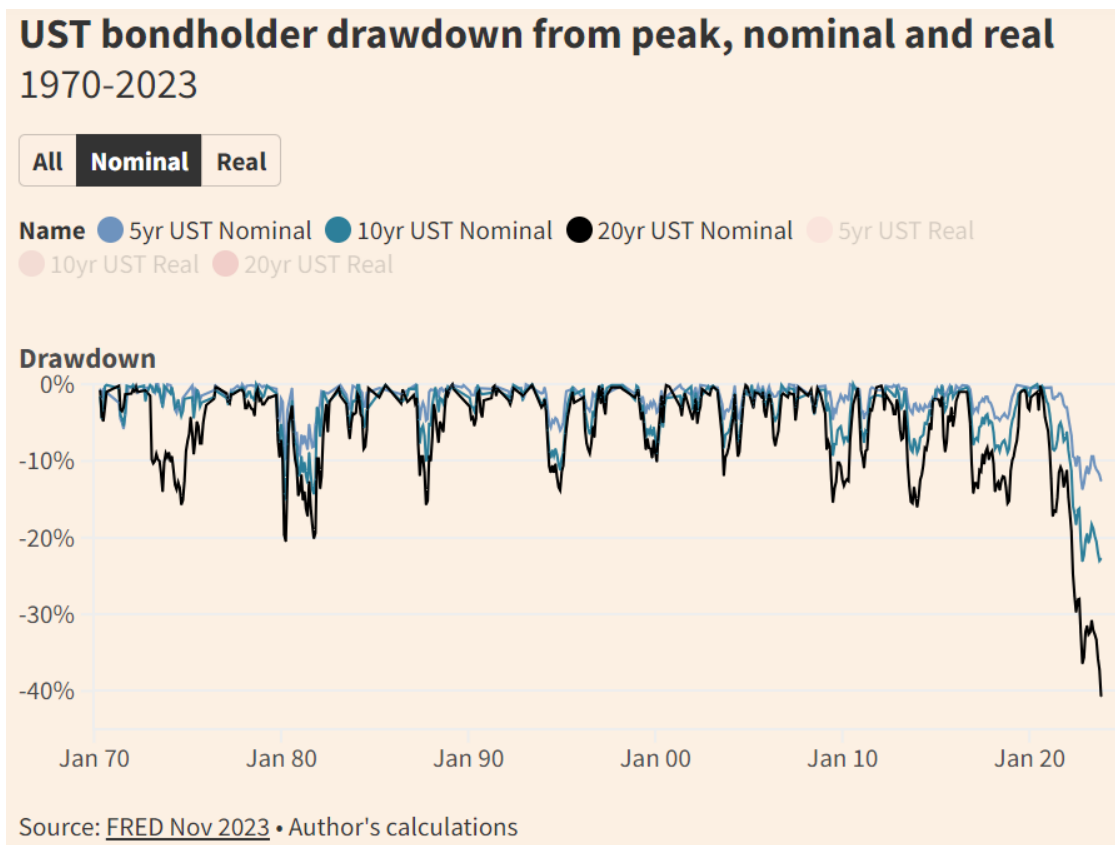
Aunque no se compare manzanas con manzanas, todas las carteras con diferentes asignaciones de activos se compararán siempre con la bolsa, ya que las acciones son *el* punto de referencia en el mainstream de la inversión. Sin embargo, esto no es correcto en un sentido riguroso y racional porque, como hemos mostrado, históricamente han existido carteras que ofrecen rendimientos similares a los de las acciones, pero con mucho menos riesgo, tanto en términos de volatilidad como de drawdown.

El retorno de nuestra cartera se separará del de las acciones según los periodos observados y los horizontes temporales considerados, como hemos visto desde 1920 y no sólo desde el inicio del fondo hace tres años. Esto es algo natural e inevitable. Sin embargo, creemos que podemos ofrecer rentabilidades similares a lo largo del tiempo con menor riesgo, entendido éste en términos de menor volatilidad, menor drawdown y menor tiempo de recuperación.

Debemos recordar y tener presente que después de la Gran Depresión, cuando las acciones cayeron un -84%, tuvieron que pasar 15 años —hasta 1944— para que las acciones recuperaran su máximo anterior de 1929. Más recientemente, desde el máximo del año 2000, las acciones tardaron 6 años (hasta 2006) en recuperar el mismo nivel. Del mismo modo, desde el pico de 2007 se necesitaron 5 años (hasta 2012) para recuperar completamente el nivel previo. Un inversor que asigne el 100% de su inversión a bolsa sabe que no va a ser

criticado, pero también puede que tenga que esperar entre 5 y 15 años para recuperar algunas de las caídas que se encontrará por el camino⁴.

En el gráfico de contribución por tipo de activo de la página 2 podemos observar que durante los tres primeros años transcurridos desde la creación del fondo, la contribución a la rentabilidad de los bonos de nuestra cartera ha sido ligeramente superior al 100% de nuestra rentabilidad total acumulada del -12.11%.



Esto se debe principalmente al peor retorno histórico de los bonos en los últimos dos siglos, así como su drawdown más largo (45 meses), 3 veces el período más largo anterior de 1980 a 1981, de 16 meses:

⁴ Esto es para un inversor en el índice estadounidense S&P 500 o ACWI (dado el exagerado peso que tiene USA actualmente en dicho índice). Pero para otros inversores puede ser mucho peor. Por ejemplo, un hipotético japonés que invirtiera en el índice NIKKEI en 1989, sólo ahora en 2024, 34 años después, ha recuperado el mismo nivel al que invirtió. La inversión en “sólo bolsa” puede resultar muy atractiva si se observan sesgadamente los índices ganadores en el periodo de interés o no se quiere ser criticado, pero puede ser muy peligrosa si no se tiene en cuenta la idiosincrasia de los índices considerados. De nuevo, otra de las razones por las que diversificar en una cartera con varias clases de activos como la nuestra.

Bloomberg US Aggregate Bond Index: Longest Drawdowns (Monthly Data, 1976 - 2024)			
Start of Drawdown	End of Drawdown	# Months	Max Drawdown During Period (Monthly)
Aug-20	?	45	-17.2%
Jul-80	Oct-81	16	-9.0%
May-13	Apr-14	12	-3.7%
Aug-16	Jul-17	12	-3.3%
Feb-94	Jan-95	12	-5.1%
Mar-87	Nov-87	9	-4.9%
Aug-79	Apr-80	9	-12.7%
Apr-08	Nov-08	8	-3.8%
Feb-96	Sep-96	8	-3.2%
Jun-03	Nov-03	6	-3.6%
Feb-84	Jun-84	5	-4.9%
May-83	Aug-83	4	-3.5%

Fuente: Charlie Bilello

Como hemos explicado en otras ocasiones, a menos que se varíe la ponderación de la asignación a los bonos, no ha habido escapatoria —y no debería haberla— porque se supone que nuestro estilo de cartera es lo más cercano posible a una ponderación indexada constante.

Si empleáramos un trading activo en nuestra cartera vendiendo bonos, reduciendo la ponderación fija o cambiando la duración, porque creemos que una clase de activo va a empezar a bajar de precio y luego esperamos para comprarla de nuevo después de que el activo haya caído un X% o una regla similar, entonces, aunque el resultado pudiera haber resultado en esta u otra ocasión positivo, estaríamos engañando a los partícipes al intentar predecir los precios futuros del mercado.

Como se puede ver en la rentabilidad del fondo y en las contribuciones a la rentabilidad de cada activo, mantuvimos íntegra la exposición del 100% a bonos desde el inicio del fondo, independientemente de cualquier opinión personal o intento de predicción, incluso cuando con los tipos de interés en el 0% el retorno de los bonos parecía una calle de sentido único. Mantuvimos nuestra cartera constante para mostrar a nuestros inversores el verdadero comportamiento de la cartera en cualquier escenario de mercado, encontrándonos con el peor mercado bajista en bonos desde hace más de dos siglos. Haber hecho algo diferente habría sido engañar.

Nuestra cartera tenía una exposición del 100% al bono del Tesoro de EE. UU. a 5 años que, como se puede ver en el gráfico del Financial Times de la página 6, experimentó una caída en precio del -14%, similar a la contribución máxima del -13.7% de los bonos indicada en nuestra carta del 2T 2023.

El bono del Tesoro de EE.UU. a 10 años cayó un -22%, el bono a 20 años el -41%, y el bono a 30 años casi el -50%. Así, una cartera con una ponderación fija del 25% en bonos habría experimentado una contribución negativa del -5.5% con bonos a 10 años, del -10.25% con bonos a 20 años y del -12.5% con bonos a 30 años. Para no sufrir este tipo de impacto en una cartera que asigne de manera constante un 25% a bonos, necesariamente se deben de haber hecho cambios temporales de carácter especulativo en el peso o duración de los bonos en cartera, dejando de ser dicha cartera indexada y/o permanente.

Una asignación del 100% al bono del Tesoro de EE. UU. a 5 años resultó en una contribución negativa máxima del -14%, similar a una asignación del 25% al bono del Tesoro de EE. UU. a 30 años con una contribución máxima negativa del -12.5 %.

El lado positivo de estas turbulencias históricas en el mercado de bonos es que nuestra asignación a renta fija genera ahora un mayor flujo de ingresos gracias al aumento de la rentabilidad de los bonos. Esto aumenta la rentabilidad esperada de los bonos, suponiendo que no volvamos a los tipos de interés cero, claro.

Estos primeros 3 años de nuestro viaje no han sido como hubiéramos deseado. Por un lado, aunque nuestra rentabilidad total no ha sido similar a la de las acciones internacionales ni cercana al 7% CAGR, hemos visto que **periodos como este, aunque poco frecuentes históricamente, ya han ocurrido en el pasado y no indica que la cartera esté mal construida.** Por otro lado, hemos mantenido una **volatilidad en línea con el 8% histórico y no hemos superado la caída máxima del -25%**, entorno a partir del cual consideramos que una caída empieza a ser desproporcionada (por el esfuerzo crecientemente exponencial que hay que hacer para recuperar el nivel previo).

Creemos que debemos tomar estos dos pequeños logros como un progreso, pues forman parte también de las propiedades esperadas de la cartera, y no centrarnos únicamente en no haber alcanzado el retorno de la bolsa o un 7% de CAGR en esta particular ventana temporal de 3 años iniciada justo antes del peor mercado bajista en bonos desde 1788.

El progreso engendra perseverancia.

* * *

Gracias por tu tiempo, consideración y por acompañarnos en esta aventura. Sólo nos queda recordar que, como siempre, quedamos a tu directa disposición para aclarar cualquier duda, cuestión o comentario que quisieras 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

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.