



AFFINIUM

Disciplina + Humildad + Rigor ⇒ Verdad

Carta 2º Trimestre de 2023

2 de agosto de 2023

" –¿Podría decirme, por favor, qué camino debo tomar?
 –Eso depende sobre todo del lugar adonde quieras ir –respondió el Gato de Cheshire.
 –Me da un poco igual –dijo Alicia.
 –Entonces el camino que elijas también dará igual..."

Lewis Carroll, Alicia en el País de las Maravillas

Estimado partícipe:

Durante el **segundo trimestre de 2023** el valor liquidativo del fondo ha bajado un **-3.31%**.

El **retorno acumulado en 2023** hasta el 30 de junio es de **0.08%**, siendo los **retornos mensuales** desde inicio como siguen¹:

	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic	2023
VL	82.30	78.99	81.72	81.74	80.18	79.02							YTD
Retorno	4.24%	-4.02%	3.46%	0.02%	-1.91%	-1.45%							0.08%
Desde Inicio	-17.28%	-20.61%	-17.86%	-17.84%	-19.41%	-20.58%							

	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	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%	

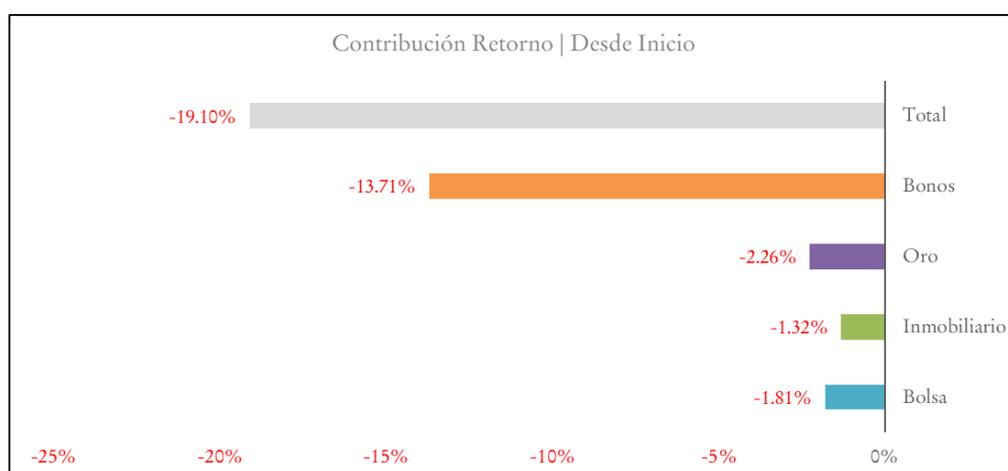
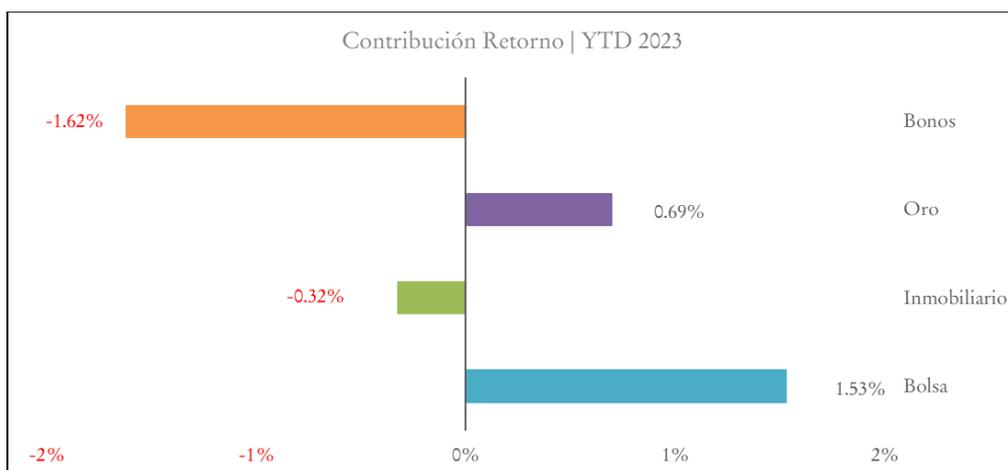
En cuanto a la volatilidad:

Volatilidad	Bolsa	Fondo	Bonos
Desde Inicio	15.14%	8.78%	6.70%

¹ Se pueden consultar los retornos actualizados del fondo mes a mes en la sección de datos de la web: <https://affinium.info/datos>

Podemos observar que, en términos de volatilidad, el fondo se está comportando como lo ha hecho en el pasado, con casi la mitad de la volatilidad de las acciones y mucho más cerca de la volatilidad de los bonos. Esta volatilidad no es un objetivo o 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, lo que es una buena noticia.

La **contribución por tipo de activo**² en cartera durante los primeros 6 meses del año ha sido la siguiente:



* * *

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. Sin embargo, seguiremos utilizando la suma aritmética de los rendimientos brutos individuales (aunque puedan aparecer diferencias con otros métodos), ya que muestra las contribuciones de los activos al rendimiento bruto total de la cartera de una manera directa y comprensible.

Contenido

HORIZONTES Y CARTERAS.....	4
Carteras diversificadas en horizontes de largo plazo	5
Inversión Empírica vs Inversión Robusta.....	6
UN SIGLO DE AFFINIUM VS BOLSA	7
Los “felices” años ‘20.....	9
La Gran Depresión de 1929.....	10
El siglo XXI.....	14
Conclusiones.....	18
Agradecimiento	18

HORIZONTES Y CARTERAS

—¿Podría decirme, por favor, cuál es la mejor cartera de inversión?
—Eso depende sobre todo de tu horizonte temporal de inversión —respondió el Gato de Cheshire.
—Me da un poco igual el horizonte —dijo Alicia.
—Entonces también dará igual la cartera que elijas...

Como Alicia, todo inversor comienza preguntándose: ¿Cuál es “la mejor cartera” de inversión?

Desafortunadamente, no existe una respuesta única a dicha pregunta. No hay una “x” precisa a despejar de una hipotética ecuación genérica que sirva para todos y en todo momento, ya que las circunstancias, factores y preferencias de cada uno cambian y no son constantes. Como mucho, puede haber carteras más o menos adecuadas en función de todos esos factores.

Uno de los factores que más influyen a la hora de elegir una cartera adecuada es **el tiempo, ventana u horizonte, en el que estamos invertidos.**

Por ejemplo, un *trader* intradía —cuyo horizonte de inversión termina como máximo con el cierre diario de mercados— intentará ser rentable con métodos diferentes a los que emplea un *swing-trader* enfocado en el trimestre, o los de un inversor a largo plazo enfocado en varias décadas. Lo que hoy podría ser conveniente para un horizonte de un año (por ejemplo, Letras a un año), no lo es para horizontes de varias décadas (estar invertido siempre en Letras a un año es una estrategia sub-óptima en horizontes de largo plazo). En otras palabras, cada horizonte favorece un tipo de carteras/estrategias sobre otras.

La razón de que esto sea así hay que buscarla en el hecho de que los factores que más influyen en la formación de precios varían según el tamaño de la ventana temporal que se observe. Así, lo que influye en los mercados en el espacio de unas horas o días es diferente de lo que influye en unos meses o a lo largo de décadas.

Alicia, recién llegada al mundo de la inversión, podría empezar creyendo que cuanto más breve sea la exposición a los mercados, menos riesgo se corre (menos tiempo “arriesgando nuestro capital”). Y a la inversa, cuanto más tiempo se esté en los mercados, más riesgo se corre de perder el capital. Preferirá pues invertir en estrategias y carteras de muy corto plazo, y tratar de concatenar unos supuestos beneficios más seguros de obtener, en lugar de buscar carteras de largo plazo que implica estar años invertida.

Sin embargo, el gato de Cheshire (o la misma experiencia) le diría algo contraintuitivo:

Cuanto más breve es el horizonte de una estrategia, menos probable es obtener los beneficios esperados y en más riesgos se incurre. Parafraseando a Benjamin Graham, más se especula y menos se invierte.

Del mismo modo, cuanto más a largo plazo es el horizonte de inversión de la estrategia considerada, más probable es conseguir los retornos esperados y mejor se pueden controlar los riesgos implicados.

El gato de Cheshire sabe que es precisamente en horizontes de inversión a largo plazo cuando emergen en los activos ciertas propiedades más persistentes, mientras se difuminan o neutralizan los factores que dominan la esquizofrenia y bipolaridad del corto y medio plazo; lo que permite conseguir los retornos esperados con mayor probabilidad.

*

Carteras diversificadas en horizontes de largo plazo

Tras un periodo de duro aprendizaje, Alicia se da cuenta de que el gato tiene razón, y pasa a enfocarse en carteras pensadas para el largo plazo.

Surge entonces un obstáculo inesperado que, en teoría, no tendría que serlo: **Hay tantos activos y carteras posibles que todos los meses, trimestres y años, habrá siempre activos y carteras que se comportarán mejor que la cartera propia.**

Efectivamente, es una consecuencia puramente lógica derivada de la multitud de activos y combinaciones posible que se puede construir para cualquier ventana de observación y con cualquier conjunto de activos.

Por ejemplo, si el año pasado los únicos activos que subieron fueron las materias primas y el dólar, la comparativa a un año favorecerá a aquellas carteras que más ponderaron durante ese periodo. Del mismo modo, si se comparan carteras con un horizonte de 5 años en el periodo 1995-99, saldrán ganadoras aquellas que más ponderaron el sector tecnológico de la bolsa.

Sin embargo, no tendría sentido acusar a Buffett y Munger de ser malos gestores por no aparecer como los más guapos en esas fotos (periodos). Todo analista o inversor serio (no así muchos periodistas) sabe que su horizonte de inversión es el largo plazo y no tiene sentido comparar carteras con horizontes más breves.

A pesar de esto, todos somos humanos e, inevitablemente, vamos a estar comparando nuestra cartera con el resto de todas las carteras y activos, y en cualquier ventana temporal.

De tal manera que **siempre vamos a encontrar activos y carteras que lo harán mejor que la nuestra para cualquier ventana de observación que elijamos.**

Este tipo de comparativas, tan frecuentes en las RRSS —alimentadas de sesgos y la actualidad más a corto plazo— o si consultamos constantemente las cotizaciones, nos **añade una capa de sufrimiento extra** a la ansiedad que ya de por sí generan la natural volatilidad y los inevitables drawdowns.

El riesgo de añadir esa nueva capa de ansiedad a la que ya producen la volatilidad y los drawdowns es que nos lleve a abandonar el plan de inversión antes de poder converger a los resultados que se esperan en el horizonte de inversión del largo plazo.

Sin ser plenamente conscientes de ello, y con la intención de estar “haciendo lo mejor”, se pasa, movidos por la necesidad de reducir el sufrimiento, a ir saltando de cartera en cartera —o peor, de activo en activo— según el resultado del último año/s, y dilapidando los ahorros poco a poco al **confundir horizontes de inversión.**

Una cartera diseñada para el largo plazo no puede ser nunca la cartera óptima para horizontes temporales más breves (excepto coincidencias irrelevantes y pasajeras).

Como inversores con un horizonte de largo plazo, hemos fijado el objetivo de la cartera en aprovechar aquellos fenómenos y propiedades de activos que consideramos los más apropiados, seguros —en términos de retornos y riesgo— y adecuados para tal fin. Es pues inevitable que la cartera atraviese periodos en los que lo hará peor que otros activos y carteras; como no puede ser de otra manera en carteras enfocadas al largo plazo.

*

Inversión Empírica vs Inversión Robusta

Es importante tener siempre presente que, para nosotros, los datos históricos son necesarios, pero nunca serán un elemento suficiente para construir una cartera de inversión robusta.

Creemos que el exceso de empirismo (limitarse a estudiar la evidencia de los datos, de lo que ha ocurrido) es muy peligroso en la inversión, a diferencia de otras áreas del conocimiento humano como las ciencias duras (Física, Química, etc.) donde el empirismo resulta el mejor método de conocimiento. Sabemos que lo empírico y cuantitativo es muy apreciado en la industria de la inversión, pero la experiencia nos ha enseñado a ser muy escépticos con propuestas basadas solamente en evidencia empírica.

Efectivamente, las series de precios históricas de los activos financieros, por largas que sean, son por naturaleza no-estacionarias³, por lo que por muchos datos disponibles que consigamos acumular, nunca se podrán sacar conclusiones definitivas sobre su comportamiento estadístico. Cualquier modelo estadístico basado en distribuciones estadísticas concretas (modelos de riesgo VaR, modelos de cartera de Markowitz o Black-Litterman, etc.) será siempre un mapa incompleto y por lo tanto muy peligroso para seguir al pie de la letra.

En otras palabras, lo que nunca ha ocurrido hasta ahora en fenómenos sociales como los mercados, puede ocurrir por primera vez en el futuro. Dicho evento/s no pueden estar incluidos en las propiedades estadísticas del pasado, por lo que no pueden ser predichos teniendo en cuenta sólo lo ya ocurrido en la Historia.

Esta limitación epistemológica nos lleva a estudiar las propiedades y razones que sustentan el comportamiento de cada clase de activo más allá de su comportamiento histórico y estadístico.

Debemos ponderar las razones por las que cada clase de activo se comporta como lo hace, sus características individuales en relación con los intereses y objetivos de los diferentes participantes en los mercados. Pero también cómo se relacionan con el resto de los activos en cartera más allá de la mera correlación histórica (que no es más que una manera simplificada de resumir en un número cómo se comportan unos activos con respecto a otros sin tener en cuenta sus razones subyacentes).

Una vez tenido todo esto en cuenta, debemos siempre recordar que nadie es capaz de saberlo todo (por la propia naturaleza hipercompleja del mundo), da igual la cantidad de recursos y talento que se destinen. Debemos tener siempre presente nuestra falibilidad a la hora de pensar la inversión, y permanecer siempre en una actitud de escepticismo y humildad que nunca se pueden abandonar.

Este marco conceptual y actitud delimitan la manera en la que construimos nuestra cartera, enfocada al largo plazo, allí donde el paso del tiempo juega a nuestro favor y se converge a los resultados de la actividad social. Robusta en el sentido de no adaptada a un periodo particular de los mercados, época o momento del ciclo, sino para que resista cualquier régimen que podamos imaginar, siempre y cuando la economía siga mínimamente funcionando. Por supuesto, ninguna cartera podría sobrevivir por ejemplo un Armagedón nuclear, que anularía los principios e instituciones sociales que impulsan, permiten y justifican invertir en las cuatro clases de activos de nuestra cartera.

*

³ La no-estacionariedad de las series financieras —para algunos, ni siquiera ergódicas— es una consecuencia natural del hecho de que dichas series son la manifestación observable de las decisiones de miles y millones de personas libres, diferentes y con circunstancias particulares. Los mercados nunca podrán ser tratados como si de una Termodinámica Estadística se tratase. Efectivamente, el agregado de partículas idénticas, como ocurre con los gases, permite construir de abajo arriba una Termodinámica Estadística completa (e el sentido de que describe perfectamente los fenómenos observados pasados y futuros) gracias a la total equivalencia e intercambiabilidad de los elementos de base que constituyen los gases. Algo que no ocurre con las personas.

UN SIGLO DE AFFINIUM VS BOLSA

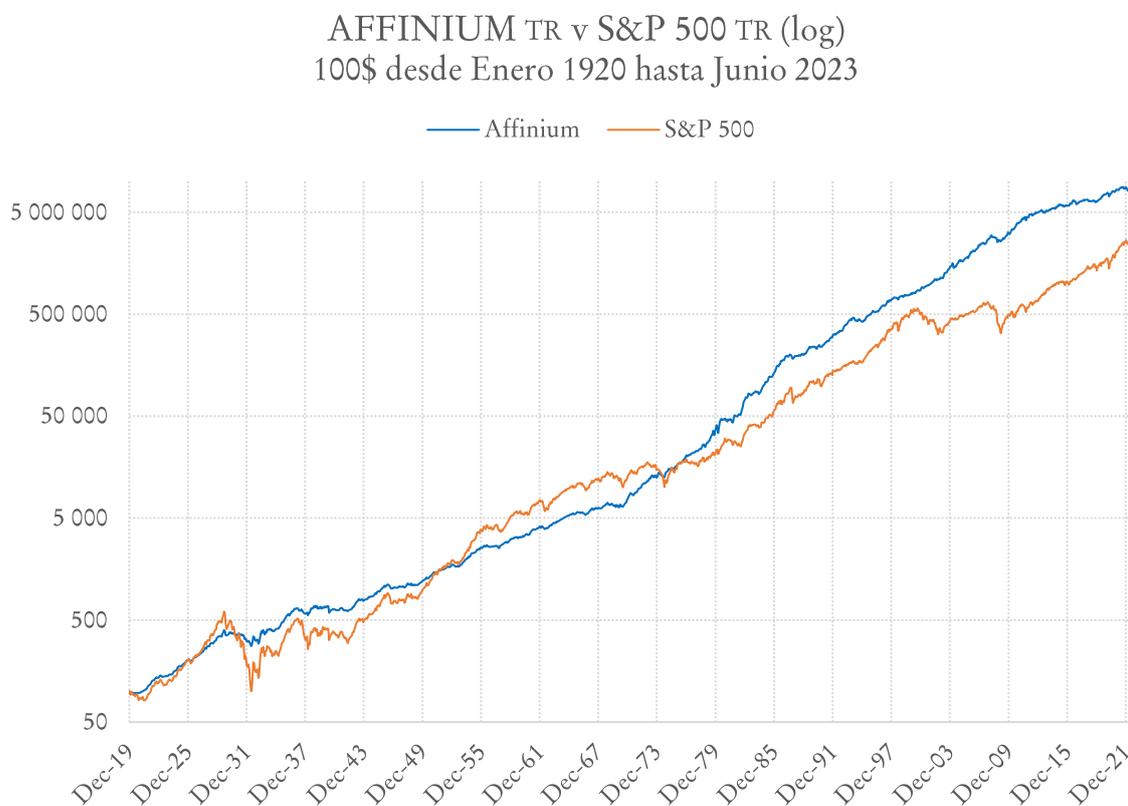
Para ilustrar la relevancia de los horizontes de inversión, vamos a realizar **un viaje de muy largo plazo**, de más de un siglo, analizando el comportamiento comparado de nuestra cartera con el activo más popular, la bolsa.

El objetivo de la cartera Affinium, tal y como aparecen en nuestra web, es:

*“Ofrecer a largo plazo un **retorno total similar a la bolsa internacional**, pero **reduciendo el riesgo**, entendido como la posibilidad de sufrir una **pérdida desproporcionada y especialmente una pérdida permanente del capital.**”*

Empezamos con una gran panorámica, y a continuación estudiaremos diferentes periodos más breves en detalle: **¿Cómo se habría comportado la cartera comparada con la Bolsa a lo largo del último siglo?**

Disponemos de datos mensuales desde 1920. Así queda la cartera comparada con la bolsa:

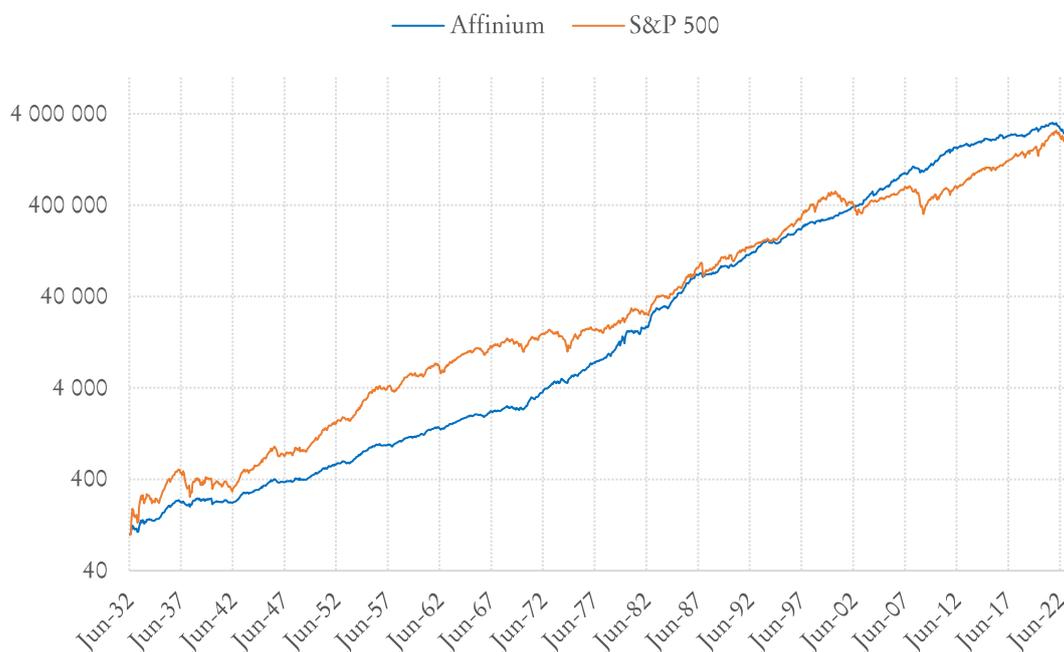


— Gráfico 1 —

Sin embargo, se podría objetar un *cherry-picking*⁴ del periodo disponible y que así la cartera “salga bien en la foto”. Para evitar esto, en el siguiente gráfico-2 mostramos **el mejor periodo posible para la Bolsa a muy largo plazo**. Esto es, desde que en la Gran Depresión se tocó el mínimo absoluto en junio de 1932, hasta hoy. De esta manera, se muestra la comparativa de nuestra cartera frente al “mejor periodo” de muy largo plazo para la bolsa:

⁴ Selección interesada de un periodo en concreto porque la comparativa resulta más atractiva que otro/s.

AFFINIUM TR v S&P 500 TR (log)
100\$ desde el suelo de la Gran Depresión (Jun 1932) - Jun 2023



— Gráfico 2 —

En estos 90 años favorables a la bolsa se observa que **la cartera obtiene un retorno similar al de la bolsa, pero con drawdowns en general más pequeños y de manera más suavizada.**

Volviendo al gráfico-1, podemos observar **tres grandes periodos** a lo largo del último siglo en el que **la bolsa y la cartera divergen** apreciablemente:

1. Un primer gran periodo a favor de la cartera **hasta el entorno de 1949.**
2. Un segundo gran periodo **desde 1949 hasta el entorno de 1973**, en el que la bolsa supera a la cartera.
3. Un tercer gran periodo **desde 1973 hasta hoy**, en el que la cartera supera ampliamente a la bolsa.

Por supuesto y como vamos a ver, dentro de cada uno de estos grandes periodos señalados de varias décadas, hay muchos periodos de menor duración en los que, comparativamente, **la cartera lo hace sucesivamente mejor o peor que la bolsa independientemente de estar dentro de uno de esos tres grandes periodos.**

Antes de entrar en esos ciclos de menor duración, se puede observar cómo las divergencias a favor de la bolsa sobre la cartera coinciden con ciclos de bolsa muy alcistas, así como el mejor comportamiento de la cartera suele aparecer tras fuertes mercados bajistas en bolsa.

Efectivamente y como hemos mostrado en anteriores cartas, es gracias a los fuertes mercados bajistas de bolsa que la cartera es capaz de obtener en el largo plazo retornos muy similares a ésta, y en el caso del primer y tercer gran periodo, significativamente superiores. De nuevo la aritmética de unas menores caídas comparadas con los grandes mercados bajistas de bolsa, juega a favor de la cartera cuanto más tiempo se mantenga.

Esta **asimetría** de la cartera respecto a esos grandes mercados bajistas ha resultado especialmente evidente **desde el año 2000**. La bolsa sufrió un fuerte mercado bajista durante los años 2000-02 tras

la burbuja punto-com, y otro en 2008, tras el pinchazo de la burbuja inmobiliaria. Esto ha permitido a la cartera abrir una gran brecha por encima de la bolsa desde el inicio de este siglo que, incluso con el mal año de la cartera de 2022 (el peor en dos siglos y medio) y el fuerte mercado alcista de bolsa 2009-21, hoy en día **todavía no ha conseguido cerrar** (sección “El Siglo XII” a partir de pág. 14).

Claro, esta ventaja que aparece en el largo plazo está condicionada a si la bolsa sigue experimentando periódicamente fuertes mercados bajistas como en el pasado (Gran Depresión con -86%, 2008 con -54%, 2000-02 con -49%, 1974 con -43%, etc.). Sería posible que en el futuro la bolsa ya no vuelva a caer como en el pasado, pero **¿sería prudente apostar a un escenario futuro de largo plazo en el que la bolsa no vuelva a caer nunca más de ese modo, sin más mercados bajistas?** La respuesta queda a la sagaz discreción del lector.

También es importante recordar que **no se pueden sacar conclusiones predictivas** en relación con el comportamiento relativo de la cartera con respecto a la bolsa. Ni a corto, ni a medio, ni a largo plazo. Es decir, no se puede saber si a partir de ahora la bolsa superará a la cartera —o a la inversa— el próximo año, en los próximos 5 años o en las próximas dos décadas. Sólo a posteriori podemos observar su comportamiento de muy largo plazo.

La reducción en las caídas comparada con la bolsa se debe principalmente a dos factores. En primer lugar, a la diversificación. Pero **la diversificación sólo funciona si los componentes de la cartera se comportan de manera independiente durante todo el tiempo y para todo horizonte temporal**; algo que no ocurre, por lo que puede fallar en protegernos cuando más se necesita.

Efectivamente, la diversificación como método para reducir el tamaño de las caídas atraviesa periodos en los que su efectividad es más alta (ej. años 1970s, 2000-02, 2008) que en otros (ej. 1932, 1994, 2022). Sin embargo, no funciona cuando todos los activos caen a la vez (sin ir más lejos, durante el año pasado 2022⁵). **Si buscamos reducir aún más las caídas desproporcionadas, hay pues que ser más activos en la gestión del riesgo.**

En resumen, se observa que una cartera diversificada como la nuestra **consigue obtener un retorno similar al de la bolsa a largo plazo**. Aunque inevitablemente atraviere **periodos en los que su retorno quede por debajo o por encima de la bolsa** (como vamos a ver a continuación), no suele sufrir las caídas desproporcionadas de sus ciclos bajistas.

*

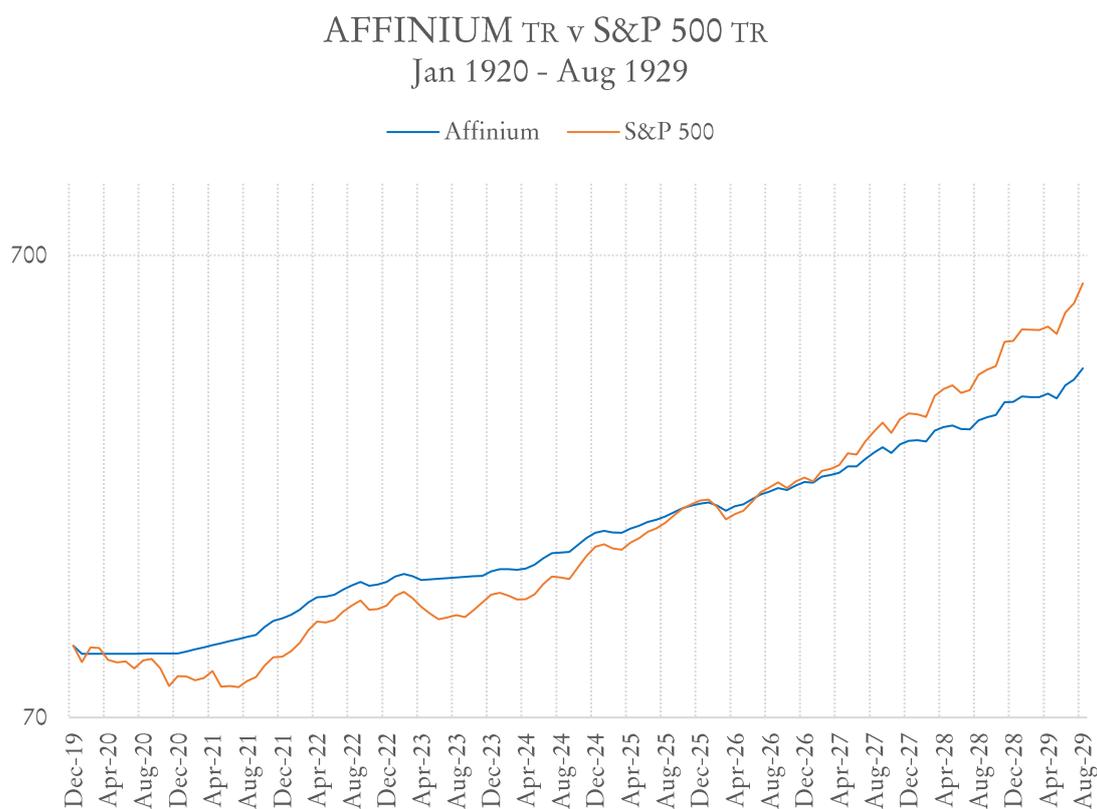
Los “felices” años ‘20

Aunque la década de 1920 se asocia en el imaginario colectivo a un periodo sin problemas y de crecimiento continuo (“The Roaring-Twenties”), debemos recordar que dicha imagen festiva pertenece sólo a los US (para Europa fue una de las peores décadas, que acabaron con el ascenso de los fascismos y su toma de poder en los años ‘30), y sólo si tomamos la década entera en su conjunto.

Efectivamente, aunque la década de los años ‘20 en US vio un mercado alcista en bolsa extraordinario, debemos recordar que se sufrieron tres recesiones: 1920-21, 1923-24 y 1926-27. Es particularmente interesante la depresión de 1920-21, ya que ha sido una de las pocas ocasiones en las que la receta para su curación fue la de “no intervención” ni por parte de la Fed ni por parte del gobierno⁶.

⁵ En la carta del 4º Trimestre de 2022, exponemos las razones que llevaron a todos los activos de la cartera a sufrir caídas simultáneamente en 2022, algo extraordinariamente poco frecuente.

⁶ James Grant analiza este curioso (por poco frecuente) momento histórico en su libro “The Forgotten Depression: 1921: The Crash That Cured Itself”.



— Gráfico 3 —

Desde diciembre de 1919 y hasta el máximo que alcanzó la bolsa en agosto de 1929, 100\$ invertidos hubieran crecido hasta unos \$400 con nuestra cartera y hasta los \$600 si se hubieran invertido en bolsa.

Esta diferencia se puede enfocar desde que a nuestra cartera le haría falta subir un 50% para igualar el retorno de la bolsa, o bien desde que la bolsa tendría que caer un -33% para equiparar nuestra cartera.

De cualquier modo, **durante los años '20 la cartera no fue capaz de proporcionar “retornos similares a la bolsa”** si nos limitamos a esta década de extraordinario crecimiento bursátil.

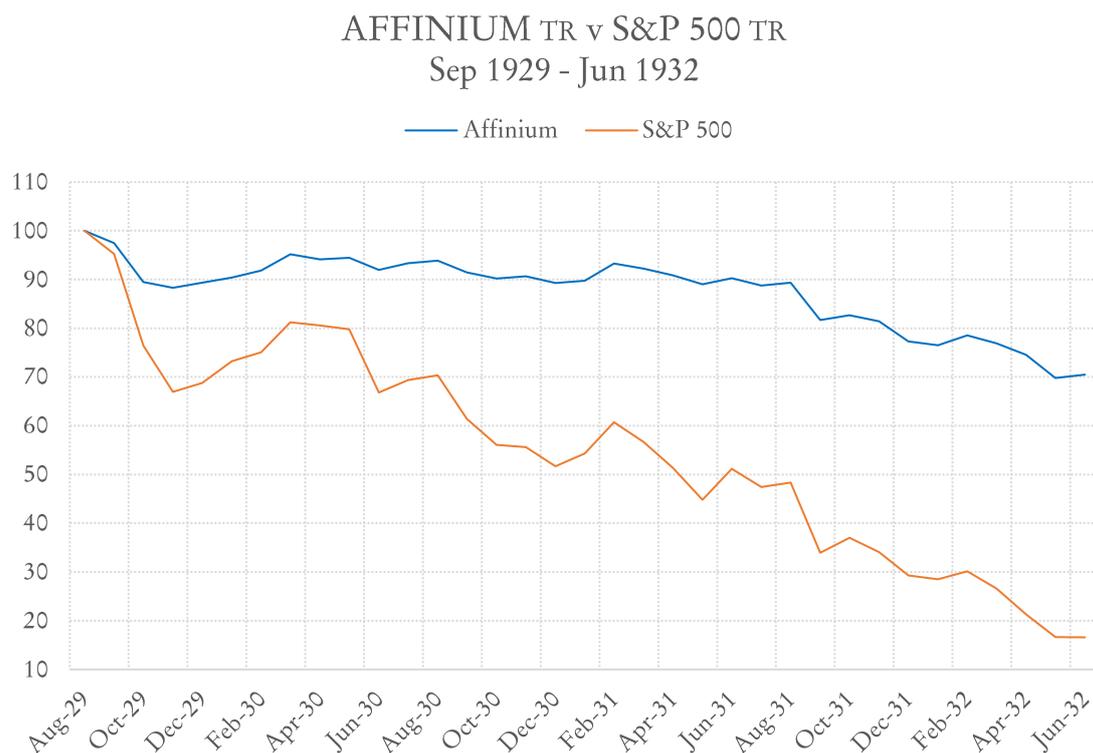
Pero, ¿qué ocurrió a continuación?

La Gran Depresión de 1929

A pesar de lo que nos decía uno de los economistas más influyentes de la Historia, Irving Fisher, a finales del verano de 1929,

“Los precios de las acciones han alcanzado una meseta de precios permanentemente alta”;

...la bolsa se desplomó en octubre de 1929 y siguió cayendo hasta junio de 1932, perdiendo un -86%:



— Gráfico 4 —

En ese mismo periodo, la caída de la cartera fue en torno a -30%, gracias no sólo a la diversificación sino también a las técnicas de reducción de riesgo.

Esas técnicas, aunque no siempre son igualmente efectivas, forman parte integral de nuestra cartera. Como hemos advertido anteriormente, **la diversificación puede fallar en el momento que más la necesita, por lo que su empleo sin más no es suficiente para mitigar pérdidas desproporcionadas.**

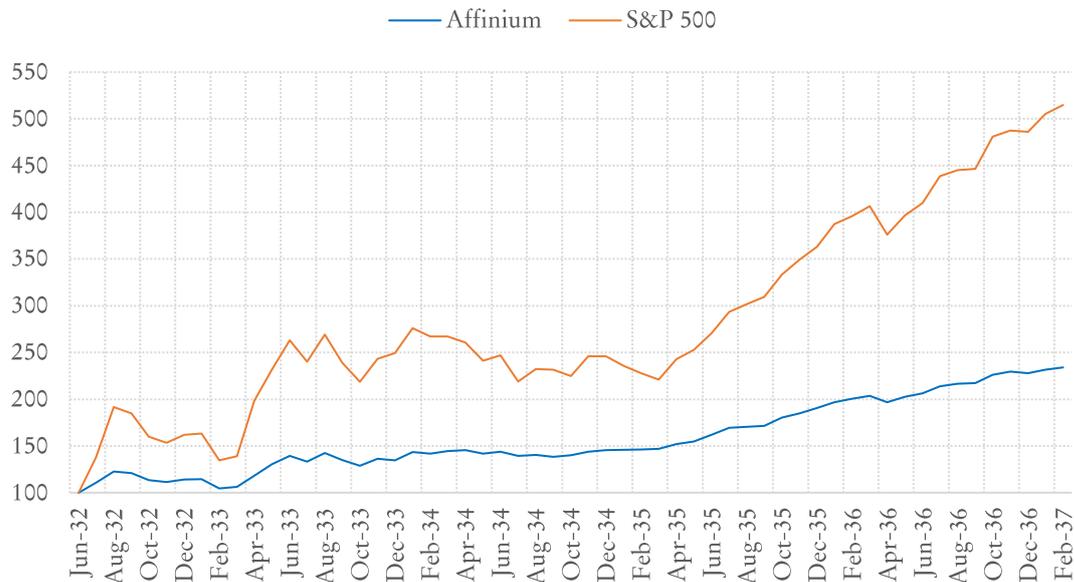
Nótese que para recuperar ese -30% de caída en la cartera, es necesaria una recuperación en torno al 43%. Mientras, para recuperar un -86%, es necesario una subida en torno al 600%. Algo que la bolsa tardó 14 años en conseguir: Subir un 600% “cuesta más” que recuperar un 43%.

Es precisamente esta asimetría en la necesaria recuperación tras una caída la que se intenta evitar con la diversificación y las técnicas de reducción del riesgo. Si para recuperar un -86% es necesario alrededor de un 600% de subida, para recuperar un -90% (sólo una pérdida extra de -4% respecto a -86%), es ya necesario un 900%.

Más allá del entorno de -25% o -30%, se hace evidente que ese “esfuerzo” —porcentaje de subida necesario— crece de manera exponencial, y hay que intentar evitarlo.

En el siguiente mercado alcista, desde junio de 1932 hasta febrero de 1937, **de nuevo la cartera queda considerablemente por detrás de la bolsa:**

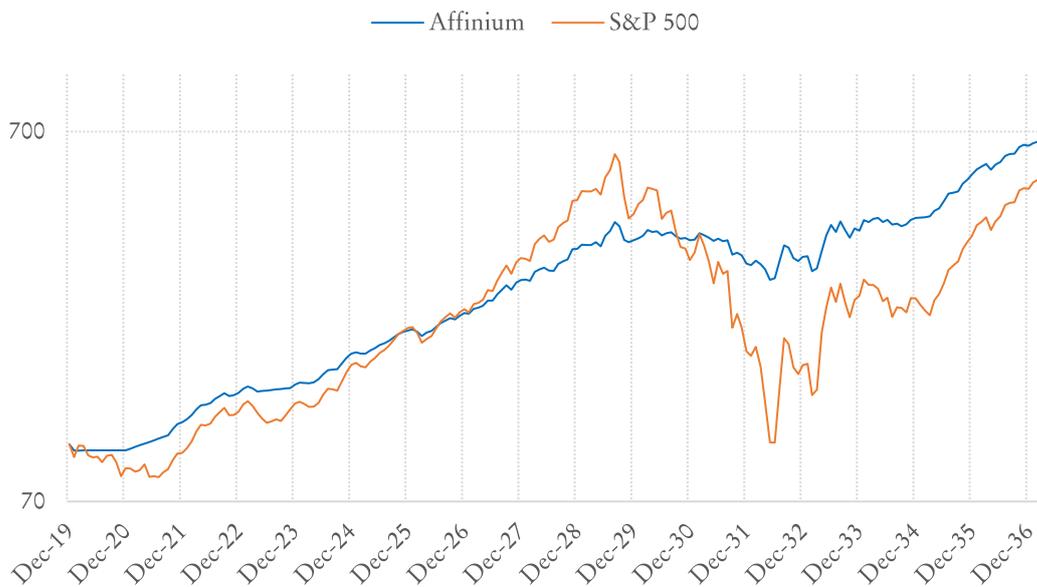
AFFINIUM TR v S&P 500 TR Jul 1932 - Feb 1937



— Gráfico 5 —

Si concatenamos en Gráfico-6 los tres periodos comentados —mercado alcista de los años '20, mercado bajista de la Gran Depresión de 1929-32, y mercado alcista de 1932-37— podemos ver la propiedad buscada por la cartera en el largo plazo: Conseguir **retornos similares a la bolsa** en el largo plazo, pero **limitando las pérdidas desproporcionadas**.

AFFINIUM TR v S&P 500 TR Jan 1920 - Feb 1937



— Gráfico 6 —

Efectivamente se observa que, a pesar de la violencia en los mercados alcistas y bajistas sufridos por la bolsa en estos 17 años, la cartera termina más o menos **a la par con la bolsa, pero habiendo sufrido unos drawdowns considerablemente menores.**

Es precisamente ese “menor esfuerzo” necesario para recuperar el nivel previo —al limitarse las pérdidas desproporcionadas— lo que permite que no sea necesario subir tanto como la bolsa en el siguiente mercado alcista, y no sea motivo de preocupación “quedarse por detrás de la bolsa” cuando esta sube especialmente fuerte.

En otras palabras, aunque la cartera no capture toda la subida de la bolsa en sus ciclos alcistas, al haber perdido menos en el mercado bajista previo, hace que la concatenación del ciclo completo consiga un retorno similar a la bolsa. Según los ciclos y el recorrido particular, esto se cumple mejor en unos ciclos que otros, pero a largo plazo es una propiedad persistente de la cartera.

Más aún, según la profundidad de las caídas en los mercados bajistas en bolsa (lo veremos de nuevo en los mercados bajistas de 2000-02 y 2008), la cartera puede llegar a superar el retorno de la bolsa a lo largo de varios ciclos (aunque no es nuestro objetivo y no siempre sucede así).

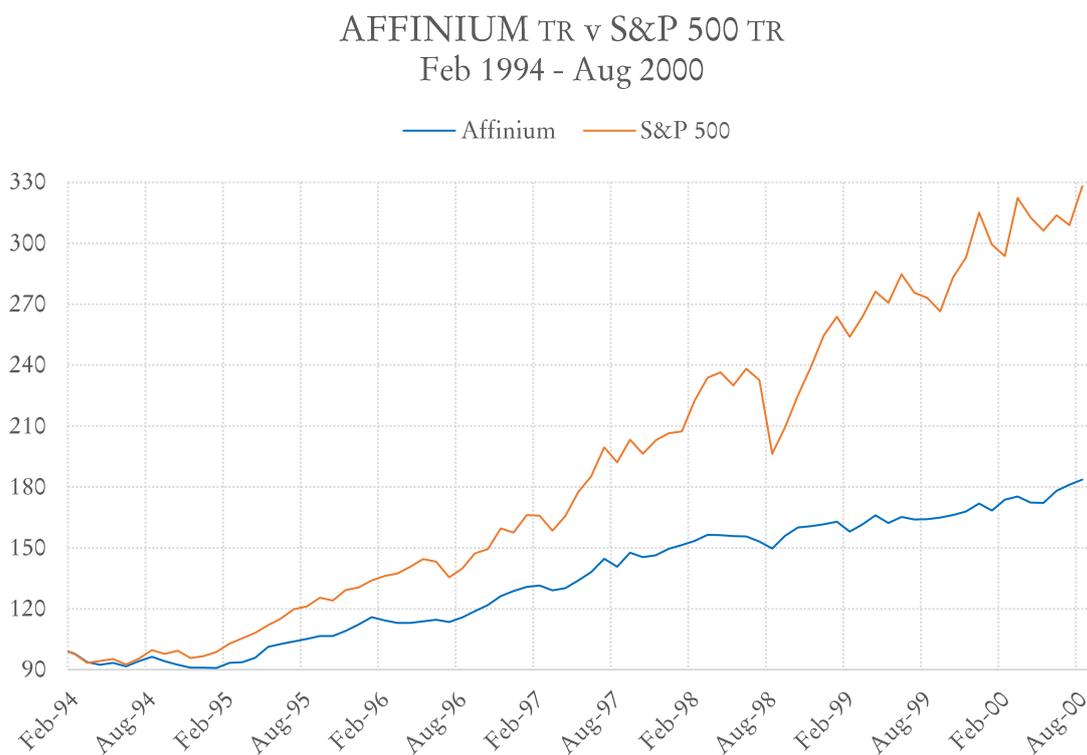
*

El siglo XXI

Podríamos continuar este tipo de análisis con todos y cada uno de los mercados alcistas y bajistas de bolsa desde la 2ª Guerra Mundial hasta hoy. Pero para evitar resultar repetitivos —asumimos que el lector captura ya la idea—, nos limitaremos a analizar las tres décadas más recientes. Esto es, lo sucedido en particular desde 1994 y hasta junio de 2023.

El primer periodo es el de 1994 al año 2000, Gráfico-7, en el que 100\$ invertidos en bolsa en febrero de 1994 se convertirían en unos 330\$ en agosto de 2000.

Por otro lado, 100\$ invertidos en la cartera en febrero de 1994 se convertirían en unos 180\$ en agosto de 2000, claramente **por debajo de la bolsa**.



—Gráfica 7—

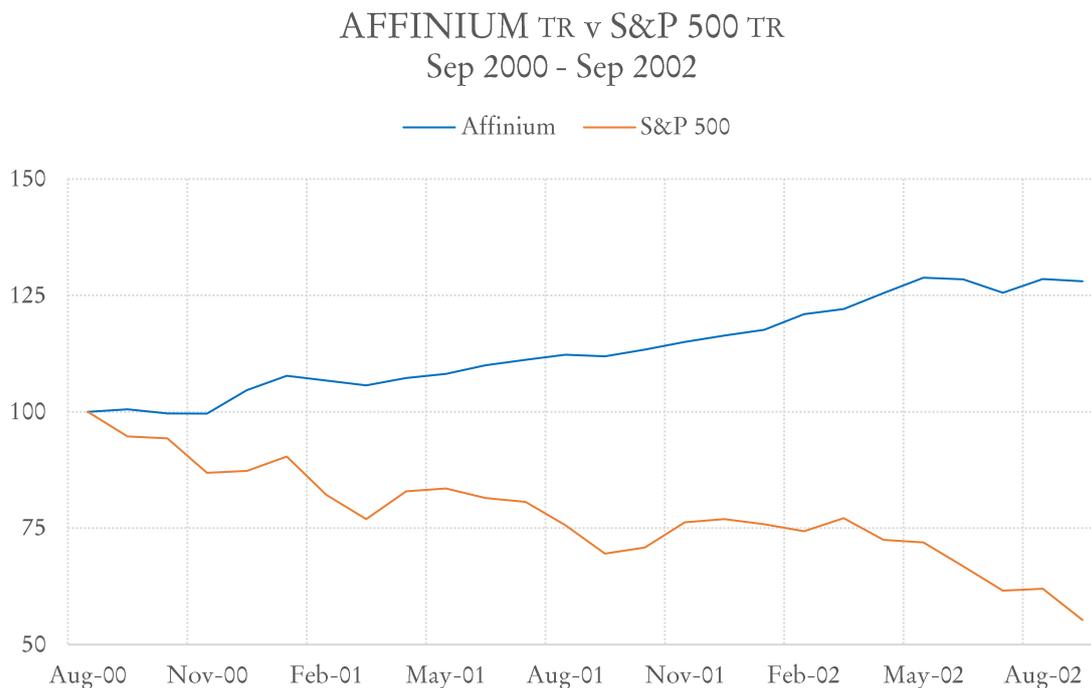
Fueron los años de la burbuja tecnológica y de un crecimiento que el entonces Presidente de la Fed no entendía, calificándolo de “puzle de exuberancia irracional” en 1997. ¿Qué ocurrió después de este fuerte mercado alcista en bolsa?: Se produjo el pinchazo de la burbuja punto-como, lo que acabó generando una grave recesión en los años siguientes.

En Gráfica-8 vemos que la bolsa cayó un -49%⁷ entre agosto 2000 y septiembre 2002, mientras que la cartera no sólo no cayó, sino que consiguió un retorno positivo del 28% en dicho periodo.

Como hemos visto en ellos ejemplos de la Gran Depresión, habitualmente la cartera “pierde menos” que la bolsa durante los mercados bajistas. Sin embargo, durante el mercado bajista de 2000-02, nuestra cartera consiguió un retorno positivo gracias no sólo a las técnicas de reducción del riesgo, también a que tres de sus cuatro clases de activos, oro, inmobiliario y bonos, experimentaron subidas

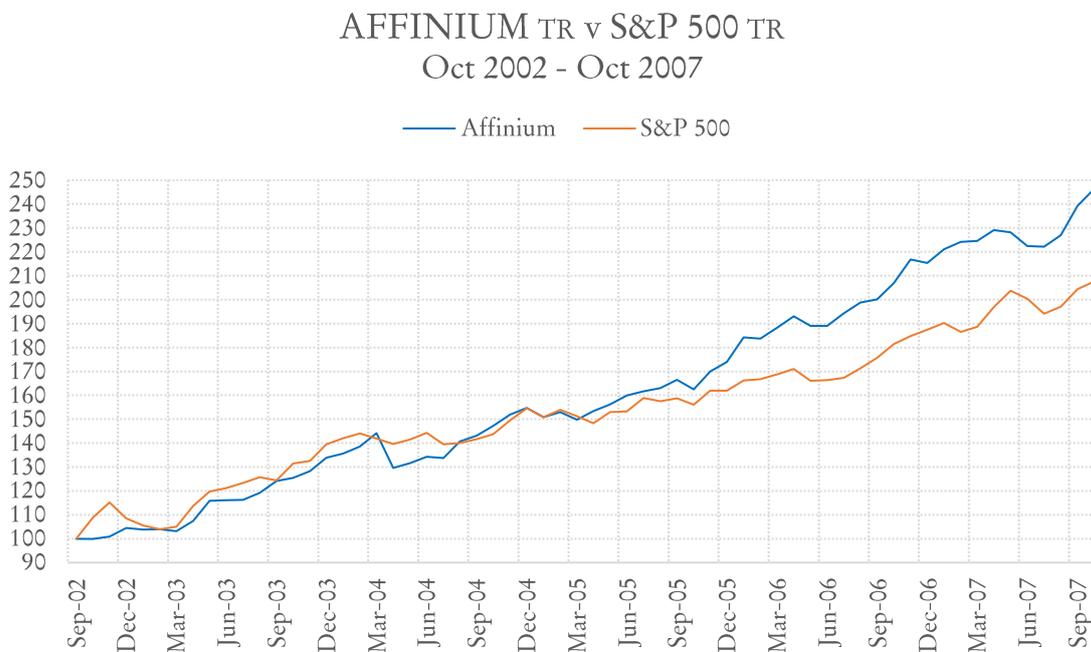
⁷ Recordando lo comentado sobre la asimetría de las caídas y recuperaciones, para recuperar esa caída del -49% es necesario subir casi un 100%.

simultáneas durante el tiempo que estuvo cayendo la bolsa. Esto no es muy frecuente, pero no lo descarta la propia construcción de la cartera.



—Gráfica 8—

A continuación, se produce un nuevo mercado alcista en bolsa desde octubre de 2002 hasta octubre de 2007, Gráfica-9.

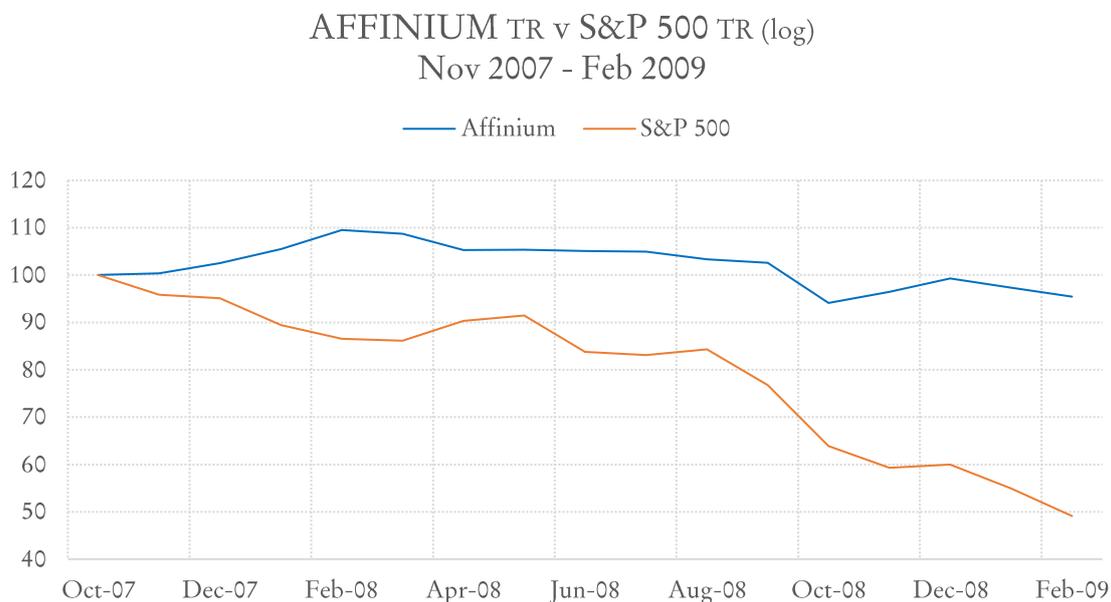


—Gráfica 9—

En esta ocasión, los retornos de la cartera y de la bolsa **fueron muy similares**, obteniendo casi el mismo retorno en estos 5 años, a diferencia del mercado alcista previo en Gráfica-7 de 1995-2000.

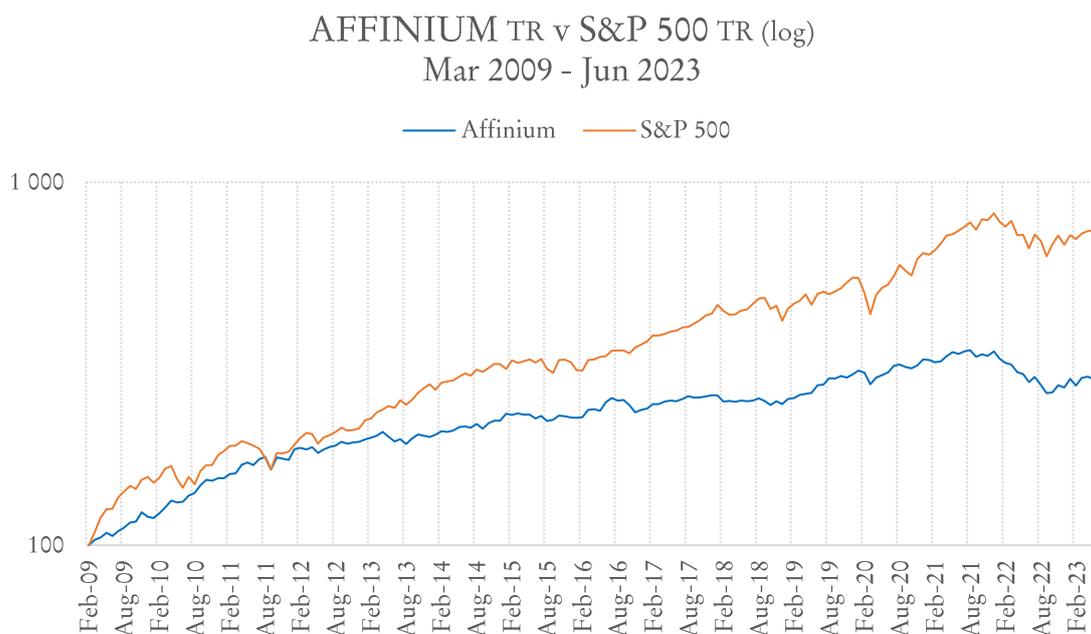
El mercado alcista de 2003-07 estuvo dominado por la burbuja inmobiliaria, que explotaría en 2008 produciendo un de los mercados bajistas más profundos desde la Gran depresión, con una caída en bolsa del -54%, Gráfica-10.

En este caso, la cartera cayó en torno a un -5%, mucho menos en comparación que la bolsa **gracias a la diversificación y las técnicas de reducción del riesgo.**



—Gráfica 10—

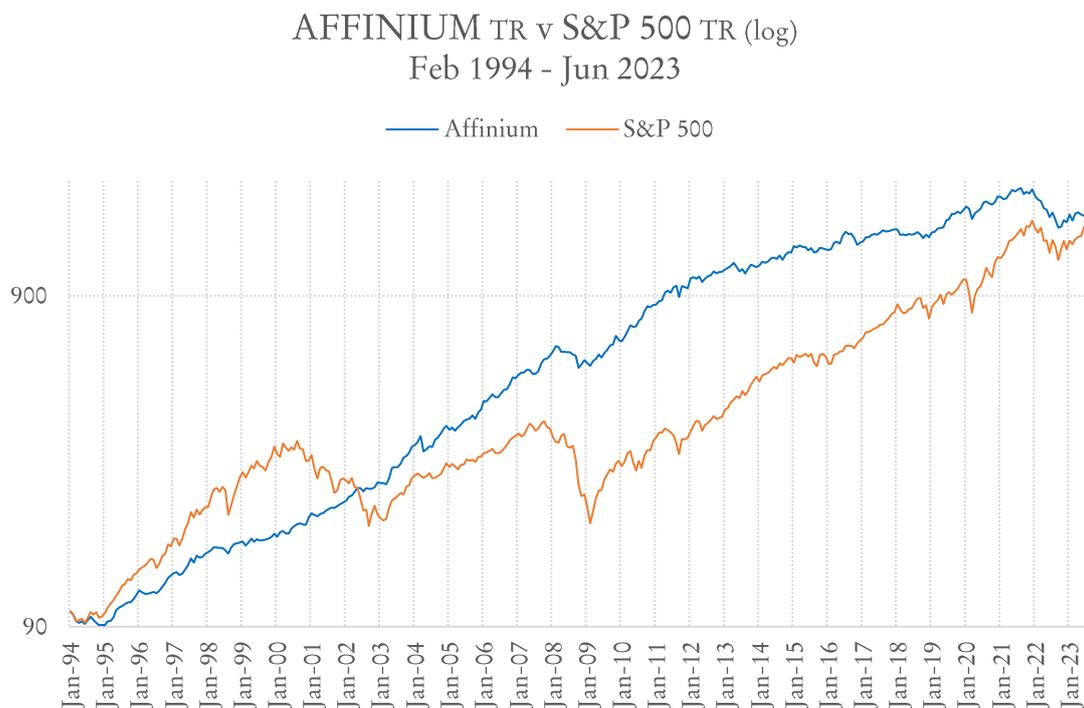
Tras la Gran Recesión de 2008, se inicia un extenso periodo de tipos cero por parte de los bancos centrales que llevaría de nuevo la bolsa al siguiente mercado alcista a partir de marzo de 2009, en el que podríamos considerar que aún nos encontramos, Gráfica-11.



—Gráfica 11—

De nuevo, tenemos un periodo en el que **la bolsa lo hace mejor que la cartera**. Algo que, como hemos visto ya con los ejemplos de los años '20 y el mercado alcista de 1995-2000, no es algo nuevo ni ajeno al comportamiento de la cartera.

Finalmente, si agregamos estos periodos y observamos las últimas tres décadas en su conjunto, volvemos a encontrarnos con la propiedad ya observada durante la Gran Depresión: **la cartera consigue retornos similares a la bolsa en el largo plazo, pero sufriendo drawdowns considerablemente menores y con menor volatilidad**, Gráfica-12.



—Gráfica 12—

La reciente, violenta y rápida subida de tipos por parte de la Fed (la más rápida y desde el punto más bajo de la historia) perjudicó —como comentamos en profundidad en la carta del 4º trimestre de 2022— especialmente la cartera y las técnicas de reducción del riesgo (uno de los tres peores años para la cartera en los últimos dos siglos y medio).

Sin embargo, creemos que una vuelta a un nivel de tipos más alto puede dar por terminada, al menos en el medio plazo, la anomalía de convivir con unos tipos de interés en 0% (o negativos en Europa). Una situación más sana para la economía a largo plazo (independientemente de si se produce o no una recesión en el corto plazo debido a lo agresivo de dicha subida).

Un entorno con los tipos de interés en niveles históricamente más “normales” ayuda a una mejor diversificación de la cartera y a que los participantes se comporten de manera económicamente más racional.

Como acabamos de mostrar, si tomamos un poco de perspectiva y nos salimos del corto plazo, el comportamiento de la cartera sigue siendo el esperado y similar a otros periodos anteriores. No podemos saber qué nos deparará el futuro, pero seguimos con la misma fuerte convicción en la cartera que siempre hemos tenido.

*

Conclusiones

- Aunque nuestra cartera asigna un 25% a bolsa, consigue un retorno similar a ésta en el largo plazo.
- El hecho de que en periodos más breves de algunos años la cartera lo haga peor o mejor que la bolsa no tiene una gran relevancia de cara a los retornos de largo plazo y, como hemos visto, es algo habitual aunque no predecible.
- Se trata de una propiedad inevitable: Cualquier cartera construida con varias clases de activos pasará por años en los que su retorno estará por encima y años con su retorno por debajo del activo en el que nos fijemos.
- Hay momentos en los que la diversificación no es suficiente, y por eso creemos que hay que centrarse sobre todo en la gestión de riesgos y no tanto en la gestión de retornos (de los retornos ya “se ocupa” el crecimiento natural de los activos).

*

Agradecimiento

Nuestro objetivo con estas cartas es ir más allá del mero comentario sobre el comportamiento reciente de la cartera o los activos que la componen. Buscamos ayudar a una mejor y más profunda comprensión del proceso inversor que subyace en nuestra cartera, de tal manera que ayude a apreciarla, comprender su comportamiento y confiar en ella en su evolución a través del tiempo.

Nos gustaría despedir esta carta insistiendo de nuevo en el hecho de que a pesar de que el año pasado fue, para carteras como la nuestra, uno de los tres peores años de los últimos dos siglos y medio; la gran mayoría de los partícipes no sólo no abandonaron, sino que continuaron aportando al fondo a lo largo de todo el drawdown.

Los partícipes habéis demostrado una disciplina, paciencia y comprensión de la cartera que sinceramente sobrepasó nuestras expectativas más optimistas.

Las sobrepasó porque, como profesionales en los mercados desde hace más de dos décadas, venimos de observar directamente el comportamiento habitual de la mayoría de los inversores durante mercados bajistas como los de 2000-02 y 2008. Por eso consideramos el comportamiento de los partícipes en Affinium digno de elogio y poco común. No es fácil encontrar este tipo de comportamiento, por lo que no podemos dejar de repetir lo honrados y afortunados que nos sentimos de contar con partícipes así, acompañándonos en esta travesía, incluso cuando nos golpea una tormenta centenaria nada más salir de puerto.

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,

El comité de inversión de ENNOS Value, asesor del fondo 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.