AFFINIUM

Disciplina + Humildad + Rigor ⇒ Verdad

Carta 3º Trimestre de 2024

11 de diciembre de 2024

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

—Miguel Delibes

Estimado partícipe:

Durante el tercer trimestre de 2024 el valor liquidativo del fondo ha subido un +9.25%.

El fondo acumula en el año 2024 un retorno de +9.08%.

El retorno acumulado desde que el fondo comenzó las operaciones el 31 de marzo de 2021 y hasta el 30 de septiembre de 2024 es de -8.73%, siendo los **retornos mensuales** como siguen[1]:

	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic	Annual
2021				2.05%	2.17%	-1.23%	1.27%	0.58%	-3.33%	1.32%	-1.21%	2.48%	4.01%
2022	-5.27%	-2.44%	-1.17%	-4.63%	-1.65%	-4.94%	3.26%	-4.92%	-6.41%	0.69%	2.94%	-1.63%	-23.71%
2023	4.24%	-4.02%	3.46%	0.02%	-1.91%	-1.45%	1.65%	-1.23%	-4.58%	0.30%	4.87%	4.55%	5.45%
2024	-2.70%	-0.01%	3.92%	-2.94%	0.14%	1.62%	4.85%	1.05%	3.12%				9.08%

La volatilidad desde inicio queda:

Volatilidad Bolsa	Volatilidad Fondo	Volatilidad Bonos
13.66%	8.76%	6.70%

Como comentamos en la carta del 2º trimestre de 2024[2], la contribución por tipo de activo se expondrá a partir de ahora con una frecuencia semestral.

*

[1] En la sección de datos de la web se pueden seguir los resultados mes a mes: https://affinium.info/retornos
[2] Todas las cartas y publicaciones están disponibles en la web: https://affinium.info/memos

¿Para qué diversificar si la bolsa es "lo más rentable"?

Algunos suscriptores han compartido con nosotros su **preocupación** al observar que, desde la creación de la cartera Affinium en marzo de 2021 y hasta fin de septiembre de 2024, la cartera acumula un retorno de -8.73%. Mientras, **si hubieran invertido en un índice mundial de bolsa**, como por ejemplo el MSCI ACWI, habrían acumulado en el mismo periodo en torno a un +34%.

"Para este viaje no hacían falta alforjas", es un refrán que ilustra la inquietud de muchos suscriptores al observar esta substancial diferencia en tiempo real.

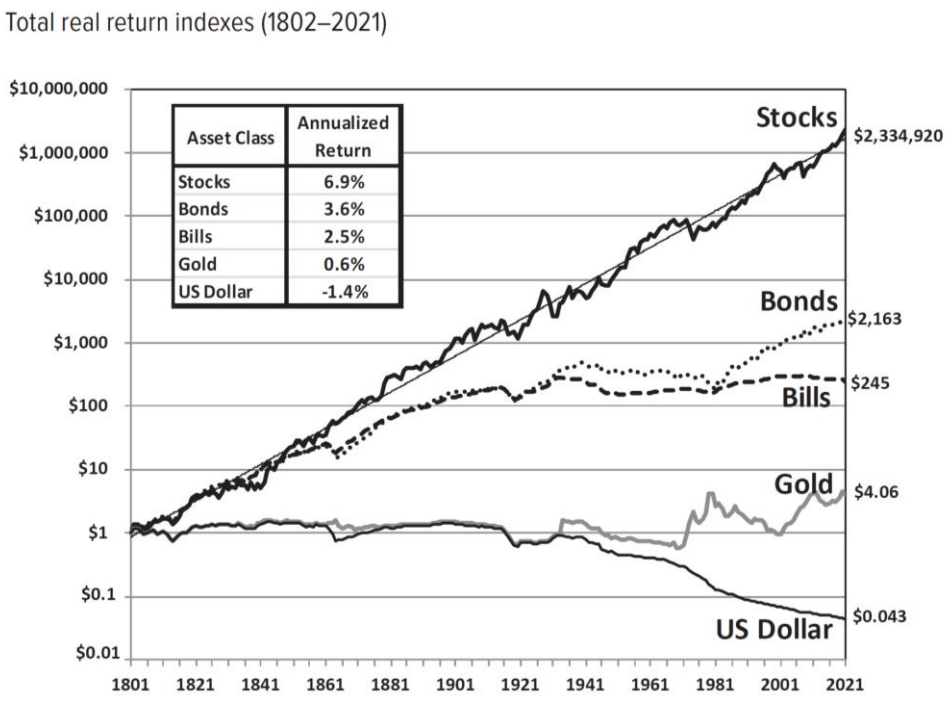
En la carta del 2º trimestre de 2023[3] mostramos que estas divergencias, aunque ocurran muy esporádicamente, son estadísticamente normales. Sin embargo, la preocupación es legítima y **natural mientras está sucediendo**. En dicha carta mostramos un estudio analítico y detallado de todos los periodos concretos del último siglo en los que la cartera se comportó mejor, peor o similar a la bolsa, convergiendo en el largo plazo a similares retornos.

Pero como muchos suscriptores están descubriendo, una cosa es observar analíticamente estas divergencias en gráficos y estadísticas del pasado, y otra muy distinta vivir nuestra inversión en "tiempo real". Por eso **consideramos necesario analizar la actual divergencia de la cartera con sus retornos promedio también desde la perspectiva del *Behavioral Finance*** (finanzas conductuales). Esto es**, desde la perspectiva emocional y cognitiva del inversor frente a este tipo de situación mientras la está experimentando**.

*

[3] Disponible en la web en la sección de Publicaciones: https://affinium.info/wp-content/uploads/AFFINIUM-Carta-2o-Trimestre-2023.pdf

La inversión en bolsa, a través de un índice suficientemente diversificado, ha sido efectivamente la inversión **más rentable en el muy largo plazo[4]:**



La parte del **"muy largo plazo**" aquí es clave. A vista de pájaro, apenas se perciben las "perturbaciones" que sufre la línea[5] ascendente de bolsa ("Stocks"). Al observar esas desviaciones podríamos pensar que son "unas pequeñas fluctuaciones sin gran importancia" y está claro que no puede haber nada mejor que simplemente invertir en un índice suficientemente diversificado de bolsa.

Entonces, invertir solo en un índice de bolsa, ¿es un "plan sin fisuras" y toda la preocupación por la construcción de cartera y control del riesgo no es más que parloteo sin valor para el inversor? Veámoslo.

El horizonte de inversión importa

Warren Buffett apuntó en noviembre de 1999 un comentario muy apropiado sobre ese "plan sin fisuras" de la inversión en bolsa como apuesta segura a largo plazo[6]:

> *"En diciembre de 1964 el índice DJIA estaba en 874 puntos.*
>
> *En diciembre de 1981, 17 años después, cerró en 875 puntos.*
>
> *A mí se me conoce por ser un tío paciente e inversor a largo plazo; pero oye,* ***una 'subida' del 0.1% en 17 años no es precisamente la idea que tengo de una gran inversión****".*

---

[4] "Stocks for the Long Run", de Jeremy Siegel (6ª edición) es la referencia más citada.

[5] En realidad, de crecimiento exponencial, ya que el gráfico está en escala logarítmica.

[6] https://www.berkshirehathaway.com/1999ar/FortuneMagazine.pdf
El tema principal del artículo —cuya lectura pausada recomendamos y al que se le puede sacar mucho jugo desde diferentes ángulos— gira en torno al valor de una inversión a largo plazo. Buffett comenta que está fuertemente condicionado por la relación entre el nivel de tipos de interés en la economía y el nivel esperado de los beneficios empresariales.

Con su habitual sentido del humor, Buffett nos hace ver que el riesgo de que la bolsa pase por largos periodos de tiempo sin dar un retorno neto positivo o significativo, es algo real que debemos contemplar como inversores.

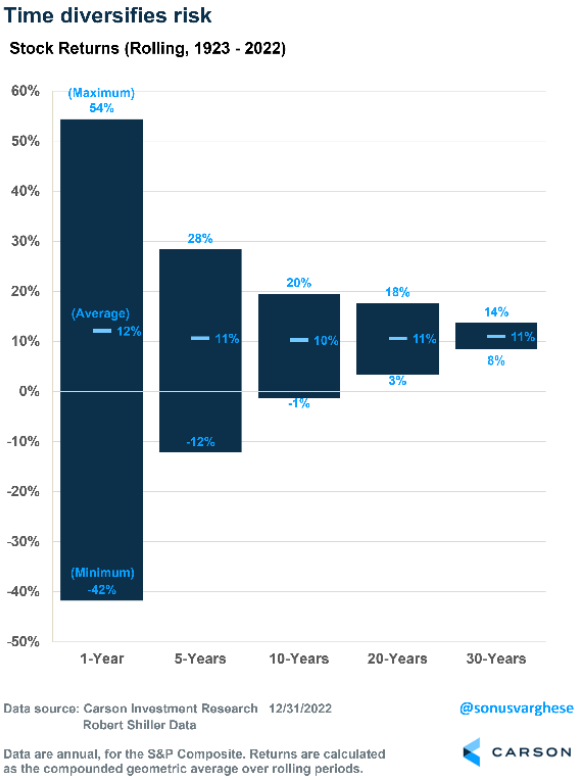
Imaginemos unos padres que, en 1964, invirtieron en Bolsa sus ahorros para cuando su hijo fuera a la Universidad, y **17 años más tarde descubren horrorizados que no sólo no han ganado nada nominalmente, sino que la inflación se ha comido 2/3 del poder adquisitivo de lo invertido inicialmente.** ¿Cómo podía salir mal invertir en bolsa con un horizonte de 17 años?

Si volvemos ahora al gráfico de Siegel, ese periodo señalado por Buffett apenas parece un pequeño bache y descanso en una trayectoria alcista imparable. Pero como inversores en el mundo real deberíamos preguntarnos honestamente y sin prisas, **¿seríamos capaces de soportar 17 años de espera sin obtener ninguna rentabilidad?** ¿Y si nos ocurre como a esos padres que, confiados en que invertir sólo en bolsa es lo mejor a largo plazo, y tras casi dos décadas descubrimos que hemos perdido más de la mitad de lo invertido en términos de poder adquisitivo?

De hecho, si observamos el último siglo del índice S&P-500, encontramos otros dos periodos de **más de una década** en los que la bolsa no dio ningún retorno al inversor:

- 1929-1943; **14 años sin retorno**
- 2000-2013; **13 años sin retorno**

Como es sabido, la posibilidad de empezar a invertir y conseguir un retorno positivo crece conforme aumenta el número de años invertido. Pero no es raro encontrarnos con **décadas perdidas**. En el gráfico a la derecha del grupo Carson, podemos ver cómo, a medida que extendemos el horizonte temporal de inversión, la posibilidad de obtener un retorno negativo decrece, hasta desaparecer —al menos históricamente en USA[7]— a partir de los 20 años de inversión.



Esto no es algo exclusivo de la bolsa estadounidense. Otros ejemplos llamativos son:

- **Japón:** La bolsa de Japón (NIKKEI-225 Index) ha tardado **35 años** en recuperar sus máximos previos de finales de 1989. Algo que sólo ha conseguido este año 2024, tras una de las travesías por el desierto más largas conocidas.
- **China:** La bolsa china (SSE-380 Index) sigue sin superar, en 2024, sus máximos previos del año 2007. Esto es, **17 años**. Mientras, su PIB ha crecido en el mismo periodo un 400%, con una economía de tamaño ya cercano al de USA.

[7] Desafortunadamente, apenas se dispone de poco más de un siglo de datos históricos de mercado. Sería deseable disponer de miles de años de datos. Para empezar, para ver si el comportamiento de los mercados es suficientemente estable y regular a muy largo plazo. O no, ya que de ello depende la validez de muchas herramientas cuantitativas utilizadas hoy en día en la gestión.

Si estas décadas perdidas en bolsa han sucedido en China, Japón, varias veces en USA y en otras bolsas a lo largo del mundo, ¿por qué no podría volver a suceder en el futuro?

La cuestión es que **incluso al invertir en el activo con mayor crecimiento a largo plazo, podemos encontrarnos con más de una década de inversión sin o prácticamente sin retorno**[8]. Nada impide que vuelva a suceder en cualquier momento[9].

No sólo la bolsa atraviesa desiertos

"Todo el que empieza una reforma en su casa cree que será el único que no acabará pagando el doble ni tardando el triple de lo previsto".

El ejemplo de décadas sin retorno no es exclusivo de la bolsa. Otras clases de activos también sufren sus particulares travesías por el desierto, como por ejemplo

- **Oro: Entre 1980 y 2007 el oro tuvo un retorno acumulado del 0%; 27 años sin retorno** para alguien que hubiera invertido a finales de 1980.
  Para cualquier defensor de las virtudes y propiedades del oro, un **calvario de 27 años** es capaz de agotar hasta al más fanático de los "*goldbugs*".

- **Bonos:** Actualmente la renta fija continúa en su propia e histórica travesía del desierto[10]. Tanto los bonos de medio como de largo plazo, a día de hoy llevan sin recuperar todavía sus máximos de mediados de 2020. Esto es, por ahora, **4 años y medio**. Las anteriores travesías por el desierto conocidas duraron en torno a los 4 años, una entre 1950-54 y otra entre 1977-1980.

- **Cash:** Incluso la liquidez, paradigma de la aversión al riesgo, con la aparición de los tipos de interés cero o negativos forzados por los Bancos Centrales, ha entrado en el club de los activos que **pueden atravesar periodos sin rentabilidad o incluso de retornos nominales negativos** que puede durar más de una **década**, como por ejemplo hemos comprobado en Europa entre 2010 y 2022.

---

[8] En la parte baja de la estadística de Carson, el 10% de los inversores con un horizonte a 20 años obtienen en torno anualizado del 3%, mientras que en la parte alta hay un 10% que a 20 años obtiene en torno al 18%. Todo depende de cuándo empiezan y terminan de invertir, del periodo que "les toque". Esto es mucha variabilidad: incluso para horizontes de largo plazo como 20 años, el activo más rentable no garantiza los mejores retornos. Para darse a uno mismo una relativa seguridad de que alcanzará los retornos medios de la bolsa a (muy) largo plazo que comenta Siegel, hay que extender el horizonte de inversión más allá de los 30 años —si el pasado sirve de guía al futuro, claro.

[9] Muchos **simuladores de inversión en internet** muestran cuánto podríamos ganar invirtiendo en bolsa. Se suele suponer un retorno anualizado medio que se aplica a todos los años por igual. Como si el activo —en este caso la bolsa— fuera a darnos todos los años justo ese promedio de muy largo plazo, cuando precisamente es un promedio porque rara vez coincide el retorno de cada año o de unos pocos años con dicha media.
Los simuladores pecan de exceso de optimismo por exceso de simplificación de la realidad. Pero son una excelente herramienta didáctica porque efectivamente muestran el poder del crecimiento exponencial a largo plazo y animan a muchos a invertir (algo que siempre es mejor que no invertir, y dejar que la inflación destruya, con absoluta seguridad, nuestros ahorros). Pero a la hora de comunicar "lo que podría pasar" minusvaloraran la posibilidad que apuntó Buffett —baja pero posible— de que, incluso invirtiendo con un horizonte de más de una década, quizá no obtengamos ningún retorno invirtiendo en bolsa.

[10] Recomendamos encarecidamente consultar nuestro estudio histórico sobre el comportamiento de los bonos en los últimos dos siglos y medio, accesible en nuestra web: https://affinium.info/wp-content/uploads/AFFINIUM-Carta-4o-Trimestre-de-2022.pdf

➔ Incluso clases de activos con crecimiento a largo plazo pueden atravesar décadas en pérdidas o sin retorno. Para el inversor todo depende de cuándo empieza a invertir.

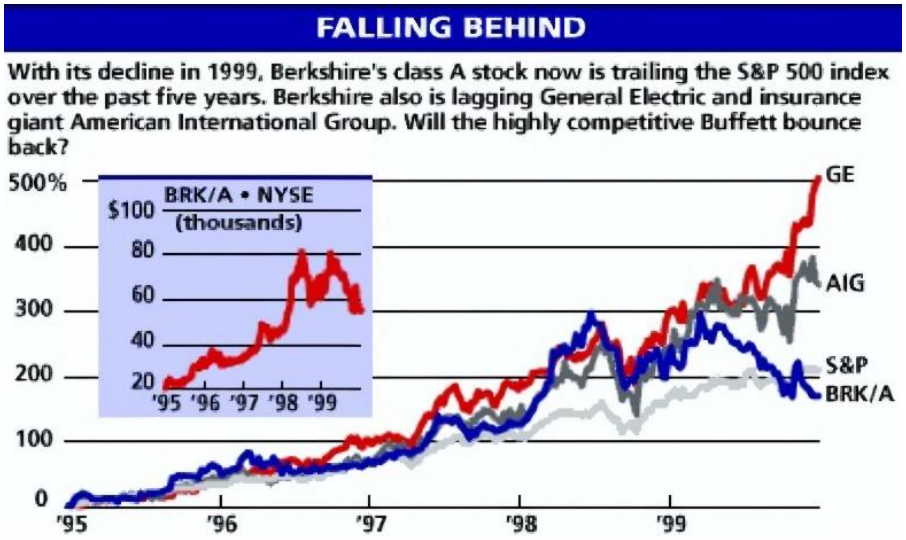
*

"¿Qué pasa contigo, Buffett?"

Con este tono despectivo, un periodista de la prestigiosa revista *Barron's* se refería a la supuesta "pérdida de capacidades cognitivas" de Warren Buffett durante la burbuja punto-com a finales de los años '90 del pasado siglo.

En dicho artículo[11] se hacía la capciosa pregunta de que, ya que "todo el mundo está ganando dinero a espuertas excepto Buffett", quizá el antiguo genio de Omaha había perdido su "magia" y era incapaz de adaptarse a la entonces llamada "nueva economía" que permeaba las narrativas de entonces. En otras palabras, que "estaba viejo para estas cosas" y lo mejor era que se retirase porque ya "no se enteraba".

Un cuarto de siglo después, la perspectiva que da el paso del tiempo hace que estos comentarios nos parezcan risibles. Pero hay que situarse en el contexto de finales de los años '90, en la que el mundo vivía la mayor subida bursátil desde hacía décadas, y todo aquel que no fuera capaz de "ver el nuevo paradigma de internet", era un *boomer* inadaptado destinado a perecer junto al viejo mundo. Éste es el gráfico con el que Barron's apoyaba dicha opinión, en el que se ve cómo Buffett estaba en pérdidas desde mediados de 1998, mientras "todo el mundo ganaba montañas de dinero":



Efectivamente, en diciembre de 1999, la capitalización bursátil de Yahoo, paradigma de "la nueva economía", era de $120.000 millones y la de Berkshire Hathaway (BRK), paradigma de "la vieja economía", de $83.000 millones[12]. BRK representaba el viejo mundo de Benjamin Graham y los negocios valorados "a la antigua", mientras Yahoo y el resto de empresas de internet prometían serlo "todo" en el futuro. Hoy, 24 años después, la capitalización de

[11] https://www.barrons.com/amp/articles/SB945992010127068546

[12] Los beneficios no justifican esa diferencia a favor de "la nueva economía": Berkshire podría ganar $2.000 millones después de impuestos en el año 2000, mientras que Yahoo tendría suerte si llegaba a ganar a penas $200 millones. Pero se vivía en época de burbuja y ya sabemos cómo afectan esos fenómenos a la capacidad de razonar de la mayoría de inversores.

Berkshire Hathaway supera el *trillion* de USD (millón de millones), mientras que Yahoo desapareció finalmente en 2017, absorbida por Verizon por unos $4.500 millones (un 0.45% de lo que vale hoy BRK).

La apuesta

Continuando con las aventuras de Buffett, en 2007 se apostó $1 millón con Ted Seides (famoso selector de hedge funds) a que **en los próximos 10 años el índice S&P-500 lo haría mejor que una selección de los mejores hedge funds**.

La apuesta resultaba controvertida porque, si los hedge funds son supuestamente un escalón superior a los fondos de inversión de gestión activa tradicionales —al atraer con mayores remuneraciones a los mejores gestores del mundo y disponer de medios ilimitados para perseguir sus objetivos—; ¿cómo un simple índice iba a hacerlo mejor que la "*crème de la crème*" del mundo de la inversión?

Efectivamente, Ted empezó ganando la apuesta. Su cesta con los mejores hedge funds tuvo un menor drawdown (su caída fue menor) comparada con el casi -40% que cayó el S&P-500 en 2008.

Pero al cabo de los diez años Buffett ganó la apuesta, al **acumular el S&P-500 en torno a un 125%, comparado con un 36% por parte de su cesta de hedge funds**.

¿Qué podemos aprender de dicha apuesta?:

- **Retornos relativos:** La elección de la palabra "mejor" no es casual. Como hemos visto, Buffett es plenamente consciente de que incluso una década entera puede ser insuficiente para conseguir rentabilidad positiva en bolsa, por lo que la apuesta se hacía en **términos relativos de uno respecto al otro**, no en absolutos de ganar una cierta cantidad o porcentaje.
- **Elección de índice:** Buffett eligió deliberadamente el índice más representativo de EEUU porque confía en el dinamismo y capacidad de crecimiento de sus empresas a largo plazo sobre otras economías. Si hubiera elegido otro índice, como por ejemplo uno de **mercados emergentes** bajo la tesis de que tenían "más margen para crecer más" (una narrativa muy popular a mediados de la década de los 2000), **habría perdido la apuesta**, pues los mercados emergentes sólo acumularon un 14% en dicha década (1.4% anualizado).
- **Selección de cesta:** Una selección de los mejores hedge funds de hoy no significa que vayan a ser los mejores hedge funds dentro de 10 años (o cualquier otro horizonte temporal). Con los exclusivos hedge funds —exclusivos porque generalmente requieren una gran inversión inicial y cierta estructura fiscal para poder invertir en ellos de manera eficiente— ocurre como con los fondos tradicionales en los que todos podemos invertir: Claro que hay fondos, unos pocos —**menos de uno de cada diez** en el caso de los fondos tradicionales— que superan al mercado en horizontes a partir de los 10 años; **pero el problema es que no hay manera de identificar previamente cuáles serán**. ¿Hubiera ganado la apuesta Ted si hubiera elegido otros fondos? ¿Por qué esos y no otros? Si hubiera podido saber cuáles serían los más rentables a 10 años vista, sin duda. Pero ni siquiera Ted —ni nadie— tiene una bola de cristal para predecir el futuro sobre qué hedge funds, o qué fondos, serán los más rentables en el futuro.

- **Horizonte temporal:** Para que la apuesta fuera significativa, el periodo observado tenía que ser lo suficientemente amplio. Cuanto mayor fuera dicha ventana, mejor. Una apuesta a 3 o 5 años sigue siendo una lotería en manos del azar de los mercados. Lo ideal hubiera sido hacer la apuesta a 20 o 30 años. Sin embargo, por cuestiones prácticas ambos decidieron limitar la apuesta a una década (aunque Buffett ya había vivido décadas perdidas), considerando que sería un horizonte suficientemente amplio para que las propiedades de los índices y de la gestión más activa posible, se manifestaran suficientemente al cabo de ese tiempo.
- **Selección del periodo o ventana de observación:** A pesar del terrible año para la bolsa que fue el 2008, la década 2008-2017 resultó particularmente favorable para la bolsa estadounidense. Si la apuesta se hubiera hecho, por ejemplo, **a partir del año 2000**, se hubieran encontrado con el **resultado opuesto y Ted habría sido el ganador**. Efectivamente, el S&P-500 se movía en 2010 en niveles similares a los del año 2000, un retorno en torno al **0% en una década**. Mientras, un índice de hedge funds representativo como el HFRI Fund Weighted Composite Index, acumuló en esa primera década en torno al **91%**[13].

Teniendo en cuenta estos puntos, **en realidad la apuesta versaba sobre diferentes estrategias de inversión** (la sencilla y convexa indexación versus el talento y la multitud de estrategias diferentes de los hedge funds), sobre **preferir una economía sobre otra** (la estadounidense), y mucho sobre **el periodo elegido** en el que se comparó.

Vuelve la tecnología

Buffett ha sido públicamente repudiado y alabado de manera cíclica muchas veces a lo largo de su larga vida. Los espectaculares retornos que consiguió en sus primeras décadas (en torno al 30% anualizado) han ido disminuyendo en décadas recientes y convergiendo cada vez más a los retornos de un índice de bolsa típico, pero sin diluirse completamente como les suele ocurrir a otros gestores o fondos de éxito[14].

En los años '60 sus espectaculares retornos empezaron a llamar la atención de la prensa. Pero fue especialmente en la década de los años '70 —una década muy turbulenta, con dos grandes recesiones y dos olas de inflación terribles— cuando despuntó al obtener un retorno anualizado en torno al 25%. La prensa le encumbró y se ganó el apodo de "Sabio de Omaha" que aún conserva.

[13] Esta fue una de las razones de por qué la inversión en hedge funds se puso tan de moda tras el mercado bajista en bolsa de 2000-02. Durante los primeros años 2000, se vio que este tipo de inversiones alternativas perdían poco —o directamente no perdían— durante mercados bajistas de bolsa (al menos el 2000-02), mientras que también participaban de mercados alcistas como el de la década de los años '90 y el de 2003-07. Desafortunadamente, el crash de 2008 mostró que la inversión en hedge funds no era homogénea (algunos hedge funds lo hicieron muy bien y otros muy mal), y el mercado alcista en bolsa iniciado en 2009 y que continúa a día de hoy, ha dejado atrás a la mayoría de hedge funds, lo que ha restado atractivo a estos productos.

[14] Cuando un gestor o fondo consigue retornos extraordinarios suele atraer un gran patrimonio. El incentivo principal del gestor pasa entonces a preservar ese gran patrimonio, por lo que adapta y reduce consiguientemente los riesgos asumidos y la rentabilidad obtenida. El patrón típico es el de un gran fondo que cada vez tiene menor volatilidad y menores retornos. Patrón en el que Buffett y Munger nunca llegaron a caer, manteniendo siempre sus mismos niveles de riesgos aunque si se vieron limitados por el gigantesco tamaño del patrimonio a gestionar.

En los años '80 preservó la fama junto a nuevas estrellas como Peter Lynch, obteniendo ambos retornos extraordinarios y similares, cerca del 30% anualizado.

Los años '90 empezaron bien, con retornos similares a los de los '80. Pero a medida que la tecnología entraba en burbuja y sus precios adquirían la típica trayectoria parabólica, a finales de la década las críticas empezaron a calificarlo de "senil", tal como acabamos de ver.

En la **primera década del siglo XXI** recuperó su fama cuando consiguió retornos positivos durante el mercado bajista de 2000-02. De repente, ya no estaba viejo, sino que seguía en plena forma.

Recientemente, las críticas le vienen por el hecho de que sus retornos en las últimas dos décadas son prácticamente los mismos que los del índice S&P-500. Algo que por otro lado le coloca en el mejor 5% de todos los fondos para ese periodo reciente, hecho ya de por sí extraordinario.

Más concretamente, si comparamos los retornos de Buffett con los del sector tecnológico en **los últimos 20 años**, Buffett (BRK) ha acumulado un más que excelente 770% (11.4% anualizado), mientras el NASDAQ ha acumulado un 1200% (13.7% anualizado). De nuevo se oyen el mismo tipo de críticas, como por ejemplo las de la revista Bussines Insider, quien en plena burbuja de las crypto y NFTs en 2021 decía "Buffett y Munger son unos *boomers* que empiezan a estar seniles y no se enteran del nuevo paradigma económico". En fin…

➔ La bondad de un gestor o cartera **depende del horizonte temporal en el que se le juzga**, y de que **para cualquier cartera/gestor/activo, siempre hay otro activo, sector o cartera que lo hace mejor en ese mismo horizonte temporal**.

Sesgo de supervivencia

"Los cementerios están llenos de hombres imprescindibles".

—Charles de Gaulle

Hoy, a través de cualquier web financiera, podemos seguir y ver el histórico de decenas de miles de productos y activos financieros. Incluso si esos activos se moviesen al azar, siempre habría un puñado tal que, para cualquier horizonte temporal que deseemos observar (a un año vista, a 3, 5 ó 10…), veríamos unos retornos extraordinariamente positivos.

Pero la propia naturaleza de las noticias y la viralidad en redes hace que **sólo los activos y carteras más rentables sean visibles**. Así, a poco que nos informemos o estemos al tanto de lo que se cuece, quedaremos siempre expuestos a otras opciones "mejores" que la nuestra, y eso para cualquier periodo de inversión dado.

A la inversa, el universo de opciones perdedoras —desproporcionadamente mucho más numeroso que el de las escasas ganadoras— no es visible porque no tiene representación en el mundo de las noticias y RRSS. Todo aquello que no ha funcionado pasa desapercibido, nadie le presta atención y por tanto no se viraliza. El improbable éxito es visible, pero el muy frecuente fracaso suele diluirse en las sombras del olvido y ser **invisible**.

Para ser justos con nosotros mismos, deberíamos siempre comparar nuestras decisiones con el universo completo de decisiones posibles que teníamos, no sólo con las pocas que han tenido éxito y "vemos". Tendríamos así una imagen más realista de qué nos hemos perdido: No sólo no invertir en el activo, cartera o gestor de moda, sino evitar también el mucho más abundante conjunto de opciones que hubieran sido peores que la elegida.

El sesgo de supervivencia es peligroso para el inversor porque:

- **Transmite falsas esperanzas**, pues puede hacernos creer que era muy fácil elegir tal o cual activo o cartera (dejamos de recordar que habían muchas más opciones), cuando perfectamente los mercados podrían haberse desarrollado de manera muy diferente.
- **Nos hace subestimar los riesgos**. Al hacer invisible el universo de opciones que no ocurrieron, se tiende a creer que las opciones disponibles fueron pocas, y por tanto más fácil "acertar" con los ganadores de lo que en realidad es.
- **Nos arrastra a tomar decisiones irracionales**, como invertir en el activo de moda simplemente porque ha subido y su "explicación" nos convence.

Para contrarrestar el efecto del sesgo de supervivencia hay que hacer un constante ejercicio de estudio sobre por qué unos activos o carteras se han comportado mejor o peor que otros, y ponerlos en perspectiva frente a todas las opciones de inversión frente a la información disponible.

Falacia Narrativa

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

—Miguel Delibes

Para hacer convincente esas otras opciones que resultaron más rentables que la propia, la falacia narrativa completa la ilusión de haber podido elegir otra cosa mejor.

La falacia narrativa funciona del siguiente modo. En la casilla de salida de cualquier periodo de inversión —sea un mes, un año, 3, 5 ó 10 años, etc.— tenemos un montón de hipótesis y escenarios defendidos por diferentes gestores. Al final del periodo, sólo uno de esos escenarios se habrá dado, y las carteras o activos favorecidos por ese escenario serán los ganadores del periodo.

Lo importante es recordar que, al principio, **todas las narrativas que sostenían estaban bien justificados**. Es decir, sustentados por razonamientos lógicos y plausibles. Sin embargo, sólo uno de ellos sucede[15].

El escenario ganador estaba tan bien argumentado —como el resto que no ha sucedido— que, a toro pasado, su lógica nos parece aplastante. Cuando el gestor o analista —ahora convertido en estrella— explica cómo las cosas se han desarrollado justo como su

[15] Nótese que para un mismo movimiento en los mercados, pueden haber multitud de narrativas que pretender explicar lo sucedido. Esto es, varios gestores con narrativas distintas pueden haber acertado en el movimiento observable de un activo, atribuyéndolo a causas distintas. También se puede dar el caso de que unas narrativas estén completamente equivocadas y, sin embargo, "acertar" con el movimiento en los mercados.

narrativa predijo, llegamos a **creer que no podían haberse desarrollado de otra manera.** La consecuencia para nuestra percepción del mundo es doble, pues nos empuja a creer que:

- Lo que ha sucedido era inevitable
- Lo que ha sucedido se podía prever

Esta forma de pensar **conduce a una cosmovisión determinista del mundo**. La narrativa de la hipótesis ganadora "ha dado sentido al mundo". Es tan fácil abrazarla como rápido olvidar que, como dice Miguel Delibes, en un mundo hipercomplejo los acontecimientos podrían perfectamente haberse desarrollado de un modo totalmente diferente. De hecho, para cualquier desarrollo de eventos, siempre podremos encontrar narrativas —propuestas *ex ante* o desarrolladas *ex post*— que hagan lógico y razonable, hasta aparentemente previsible y determinista, lo que ha pasado.

Se trata de una ilusión, de una autoengaño, porque en realidad **el mundo no funciona así**. No hay una lógica a descubrir porque el mundo y los mercados no son un sistema determinista. Creer que si somos lo suficientemente inteligentes o disponemos de suficientes medios podremos encontrar la lógica subyacente que mueve los mercados, y así poder invertir en el activo que más va a subir en el próximo año o años, es engañarnos a nosotros mismos.

Viajes en el tiempo

Tendemos a pensar que, si tuviéramos una máquina del tiempo y pudiéramos volver atrás para cambiar alguna decisión pasada, alteraríamos el presente del modo que nos hubiera gustado.

Esta visión del mundo, ilustrada en la mayoría de las películas sobre viajes en el tiempo, es naif por contradictoria con la naturaleza del mundo. Asume una visión determinista del universo en el que, si se cambia ciertas decisiones, el mundo evolucionará del modo deseado. Al mismo tiempo, se asume que uno mismo sigue disfrutando de libre albedrío a la hora de tomar sus decisiones.

La contradicción viene de asumir que uno es libre, pero el resto del mundo en el que vivimos no lo es.

Si efectivamente pudiéramos volver atrás en el tiempo, del mismo modo que nosotros podemos tomar otras decisiones, también los demás podrían tomar decisiones diferentes a las que tomaron, por lo que el curso de los acontecimientos nunca podría ser el mismo. No existe una línea de tiempo determinista en el que todo volvería a suceder del mismo modo una y otra vez si no cambiamos nada, sino múltiples posibilidades que al final se han concretado en una serie de acontecimientos concreta.

No sólo nuestro libre albedrío imposibilita un mundo determinista, sino la misma naturaleza caótico-compleja del Universo físico lo descartan.

En otras palabras, **si un amigo del futuro nos mandara los datos históricos de precios de los próximos años, nos serviría de poca utilidad porque los mercados pronto empezarían a diverger inevitablemente de otro modo**.

Lo que ha sucedido ya, podría haber sucedido de infinidad de otros modos. Y lo que va a suceder —en nuestro caso, aspectos concretos de la economía y los mercados— podrá evolucionar de muchos modos.

Desde nuestro punto de vista, creemos que es más sensato ser coherente con cómo es el mundo —ser coherente con su naturaleza—, que dedicar recursos a estimar el resultado de fenómenos cuya predicción consistente simplemente no es posible. Al contrario, **identificar y centrarse en las consecuencias más o menos inevitables de la actividad humana a largo plazo, creemos que es la opción más prudente de intentar conseguir retornos a la inversión.** Incluso, cuando se atraviesan periodos como el actual, en el que una cartera bien diversificada parece perder la carrera contra un simple índice de bolsa mundial al poco de haber nacido.

Coste de oportunidad

Cada vez que, frente a varias opciones, tenemos que tomar una decisión y elegir una opción, incurrimos en lo que los economistas llaman coste de oportunidad: **Al tomar una decisión, se dice no al resto de opciones disponibles. Elegir es renunciar.**

En nuestra vida personal no solemos tener acceso a las consecuencias de haber tomado otras decisiones[16]. Pero **en el mundo de la inversión estamos constantemente bombardeados por los resultados de miles de activos, carteras, gestores y otras opciones que podríamos haber elegido para invertir.**

Los sesgos de supervivencia y la falacia narrativa nunca van a darnos tregua: Independientemente de la decisión que tomemos, de los activos o carteras en los que decidamos invertir, vamos pues a tener siempre la sensación de haber perdido una oportunidad.

➔ El **coste de oportunidad**, unido al **sesgo de supervivencia** y la **falacia narrativa**, suponen una especie de **"maldición" para todo inversor**: Y es que siempre habrá, como le ha ocurrido incluso a Buffett, otra opción visible (activo o cartera) que hubiera funcionado mejor que la nuestra para cualquier ventana de observación.

La profundidad de las caídas (drawdown) importa

No sólo la amenaza de pasar una década o más sin retornos es un riesgo para el inversor que espera rentabilizar sus ahorros, sino también la profundidad de las caídas (drawdowns) durante sus inevitables mercados bajistas.

Efectivamente, la historia muestra que caídas en bolsa entre el -30% y el -50% suelen ocurrir aproximadamente una o dos veces por década (a veces mayores, como en la GFC de 2008-09 del -57% o la Gran Depresión del 1929-32 con -86%). También el oro o la inversión inmobiliaria han llegado a caer más del -60% y los bonos de largo plazo en torno al -50%.

Si bien se podría pensar que un inversor racional de largo plazo no será afectado por esas caídas temporales, lo cierto es que en la práctica —y así lo demuestra la evidencia

[16] Aunque en la literatura y el cine hay múltiples ejemplos, como las películas "The Family Man", "Atrapado en el tiempo", o la reciente serie de ciencia-ficción Dark Matter. También la novela "Volver a empezar" de Ken Grimwood, explora las consecuencias de poder volver a tomar otras decisiones en la vida y a dónde nos llevaría ser capaces de ello.

empírica— la gran mayoría de inversores entran en pánico en caídas más allá del entorno del -30%.

Como nos gusta recordar**, una cosa es conocer el camino (haber estudiado la historia financiera) y otra recorrer uno mismo el camino con su dinero.** Todos los inversores se creen racionales antes de invertir, pero está demostrado que eventualmente la mayoría no actúa racionalmente. Nuestra propia experiencia profesional en los mercados nos ha mostrado durante los mercados bajistas de 2000-02 y 2008, que lo que se dice y lo que finalmente se hace son dos cosas casi siempre opuestas.

La razón reside en **cómo nos afecta emocionalmente la observación de una caída de nuestra inversión en tiempo real**. Aunque sepamos racionalmente que se trata de algo pasajero, normal y esperable debido a la natural volatilidad de los mercados y el transcurrir de los ciclos económicos, **nos va a afectar emocionalmente, queramos o no**.

Se trata de la asimetría descubierta y medida por Kahneman y Tversky en los años 1970 (Nobel de Economía en 2002 por ello) y de la que ya hemos hablado en otras cartas. Simplificando sus conclusiones: **Nos duele aproximadamente el doble un mismo porcentaje de caída, que alegría nos da ese mismo porcentaje de subida**. Por ejemplo, "duele" el doble ver que nuestra inversión está en -15%, que alegría nos da ver que está en +15%.

Aunque la pérdida no sea real porque aún no se ha alcanzado el horizonte de inversión, la sentimos como tal. **El "dolor" es real** mientras observamos la caída en tiempo real, y aumenta conforme la caída se profundiza. Una mayoría de los inversores no soporta el dolor de ver una caída más allá del entorno de un -30% y **deshacen su inversión como manera de aliviar ese dolor extremo**.

Pero al deshacer su plan de inversión antes del horizonte previsto, se impiden a sí mismos obtener los resultados esperados porque no van a capitalizar la consiguiente recuperación de los activos.

Es por esto —además de por la **asimetría exponencial entre caídas y recuperaciones** ya tratada en otras cartas— que el tamaño de las caídas a la hora de invertir también importa. No sólo requerirá menos de la mitad de esfuerzo recuperar una caída del -30% que del -50% (para la primera caída es necesario conseguir un retorno del 43%, mientras que para recuperar una caída del -50% es necesario conseguir un retorno del 100%; más del doble de esfuerzo), sino que será mucho más probable que muchos más inversores mantengan el rumbo y no se "autolesionen" al abandonar antes de tiempo su plan de inversión.

Los imprevistos importan

Además, puede que una necesidad económica imprevista, ajena a nuestras emociones y deseos, nos encuentre atravesando una de esas caídas y nos obligue a desinvertir antes de alcanzar el horizonte temporal previsto. Puede que esa necesidad imprevista de liquidez coincida con una fuerte caída.

Ante tal riesgo se pueden hacer dos cosas. La primera es **disponer de un colchón de liquidez** lo suficientemente significativo como para poder cubrir las eventualidades más probables. En otras palabras, no invertir aquella parte de nuestro patrimonio que quizá vayamos a necesitar en el corto y medio plazo.

Otra vía complementaria es invertir de modo que el tamaño de **las caídas no se hagan desproporcionados** (caídas que superan ampliamente el entorno del -25%), como suele ocurrir en promedio una o dos veces por década al invertir sólo en bolsa.

Es por ello que **invertir en un solo activo, por muy alto que sea su retorno esperado en el muy largo plazo, no es viable en la práctica** porque la inmensa mayoría de inversores no van a soportar caídas más allá de un -30% (o décadas sin retorno) sin abandonar su plan de inversión.

No se trata solo de la posibilidad de pasar décadas sin ningún retorno, sino de observar cómo nuestra inversión está en niveles de pérdida que la hacen dolorosamente insoportable, empujándonos a abandonar antes de tiempo.

¿Qué hacer?

Existen varias estrategias y aproximaciones frente al hecho de que invertir en un solo activo, incluso el más rentable a muy largo plazo, puede ser una decisión con mucho más riesgo del inicialmente previsto. Pero no todas son igualmente efectivas o recomendables. Lo primero es saber distinguir entre estrategia y resultado.

Diferencia entre estrategia y resultado

Los resultados podemos medirlos constantemente y para cualquier ventana temporal. Entonces, ¿cómo saber si debemos continuar con nuestra estrategia de inversión o abandonar?

Van Tharp nos recuerda que **un buen día para un buen inversor es un día que ha podido seguir su estrategia sin incidentes y sin desviarse del plan de inversión previsto**; independientemente de si ha tenido que hacer alguna operación o no hacer nada, o de si ha ganado o perdido dinero ese día.

En cambio**, para un jugador** —para alguien con mentalidad de jugador—, **un buen día es cuando su apuesta ha ganado dinero**, y un mal día, cuando ha perdido. A la mentalidad jugadora le da igual si su estrategia es buena o mala, o incluso si no tiene estrategia, **sólo le importa el resultado inmediato** a corto plazo.

La diferencia entre los dos es que, **a largo plazo, sólo el gestor que implemente una estrategia sensata será capaz de acumular un retorno positivo con una alta probabilidad**.

Como inversores en mercados con volatilidad (los cuatro activos clásicos, al negociarse en mercados líquidos, muestran inevitablemente volatilidad y drawdowns), será inevitable atravesar periodos de pérdidas. Cuando éstos lleguen, más que centrarnos en si se ha conseguido más o menos retorno que otros activos o carteras a corto plazo, hay que hacerse dos preguntas:

1. ¿Estamos juzgando la estrategia por sus resultados en el corto plazo, o por sus hipótesis de largo plazo?
2. ¿Las hipótesis de base de nuestra cartera siguen siendo válidas?

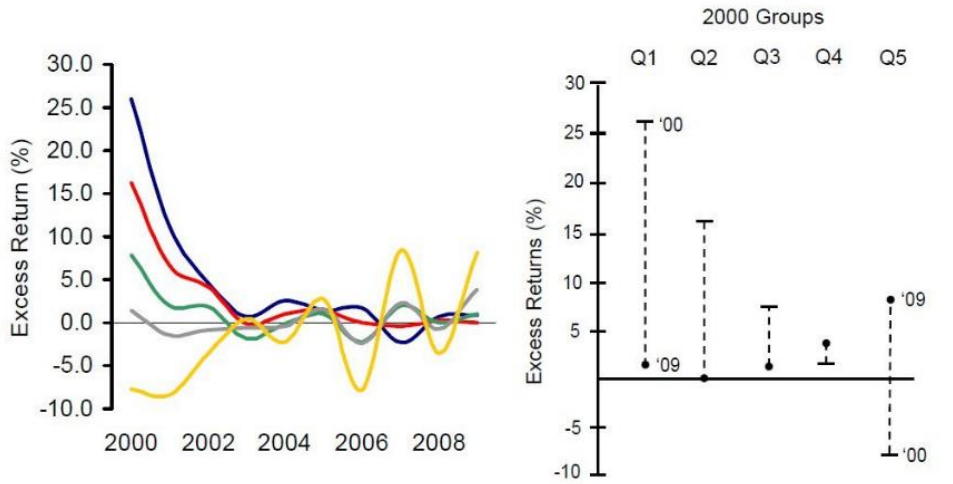
La sensación de decepción frente a unos pobres resultados en un periodo de tiempo concreto —sobre todo cuando no podemos evitar comparar con los activos y carteras más populares— proviene de dejar que interiormente gane nuestro “yo jugador” frente a nuestro “yo estratega”. En otras palabras, de **olvidar que somos inversores y no jugadores**.

El inversor saltamontes

Como hemos visto, evaluar un activo o cartera en base sólo a sus resultados depende del horizonte considerado. Fijarse sólo en los retornos a partir de un horizonte temporal inapropiado puede llevar a cometer errores de inversión, pues **cuanto más breve es el horizonte de inversión en el que se evalúa un activo o cartera, más sensible somos a los sesgos de supervivencia y falacia narrativa.**

El comportamiento típico de **la víctima de estos sesgos suele perseguir quién o qué lo ha hecho mejor** en su horizonte de inversión preferido, habitualmente breve. Este tipo de inversor observa "qué es lo que ha funcionado" en su horizonte de observación reciente, y "salta" (desinvierte) de la inversión que "no funcionó", hacia la inversión que sí funcionó en esa ventana temporal. Como un saltamontes de flor en flor.

Jack Bogle estudió qué sucede con los inversores que se comportan así, y llegó a la conclusión de que lo hacen mucho peor que el mercado. En su estudio, partiendo de los mejores fondos del año 2000 (línea azul), vemos que tienden a hacerlo peor en los años siguientes. Y a la inversa, aquellos que lo hicieron peor en el 2000 (línea amarilla), tienden a hacerlo mejor en años siguientes:



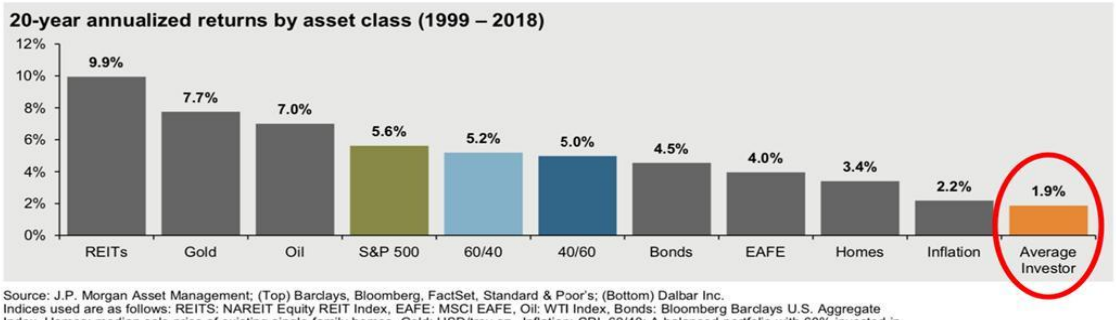
Source: Morningstar, LMCM analysis.

Por ejemplo, a finales de los años 1990 el **Janus Twenty Fund** era uno de los fondos más populares y con mejores retornos (el equivalente de lo que sería hoy el popular *ARK Innovation*), consiguiendo un +65% en 1999. En cambio y como hemos visto, Buffett fue de los peores, llegando a perder un -19.8% en 1999, cuando casi toda la industria estaba dando retornos positivos de dos cifras.

¿Qué ocurrió con el fondo estrella Janus Twenty Fund en los siguientes años? Entre el año 2000 y el 2003, llegó a perder un -80% (finalmente desapareció en 2016), mientras que en el mismo periodo Buffett acumuló en torno al +50%.

Cuando la "estrategia" de un inversor es ir saltando de fondo en fondo hacia aquel que mejor lo ha hecho en un periodo reciente, suele capturar precisamente el peor lado de la reversión a la media. Es decir, con el paso de los años acumula con una alta probabilidad retornos fuertemente negativos. El resultado a lo largo del tiempo es el que muestran los estudios sobre los resultados de la mayoría de inversores (el "*Average Investor*" en el gráfico a continuación), muy por debajo comparados con si simplemente se

hubiera mantenido invertido en las clases de activos consolidados o una cartera de dichos activos:



Source: J.P. Morgan Asset Management; (Top) Barclays, Bloomberg, FactSet, Standard & Poor's; (Bottom) Dalbar Inc.
Indices used are as follows: REITS: NAREIT Equity REIT Index, EAFE: MSCI EAFE, Oil: WTI Index, Bonds: Bloomberg Barclays U.S. Aggregate Index, Homes: median sale price of existing single-family homes, Gold: USD/troy oz., Inflation: CPI. 60/40: A balanced portfolio with 60% invested in S&P 500 Index and 40% invested in high-quality U.S. fixed income, represented by the Bloomberg Barclays U.S. Aggregate Index. The portfolio is rebalanced annually. Average asset allocation investor return is based on an analysis by Dalbar Inc., which utilizes the net of aggregate mutual fund sales, redemptions and exchanges each month as a measure of investor behavior. Returns are annualized (and total return where applicable) and represent the 20-year period ending 12/31/18 to match Dalbar's most recent analysis.
Guide to the Markets – U.S. Data are as of March 31, 2019.

J.P.Morgan
Asset Management

Diversificar

Una manera prudente de **intentar evitar** tanto los **largos periodos sin retorno de la bolsa**, así como sus **cíclicas caídas desproporcionadas**, es **diversificar en más clases de activos**. Si hay otras clases de activos que cumplan:

1. **Similar retorno esperado** a muy largo plazo
2. Que **tiendan a ser complementarios** unos con respecto a otros, de tal modo que la mayor parte del tiempo no caigan todos a la vez[17]

Entonces podemos esperar razonablemente[18] que la cartera **no sufra periodos tan largos sin retorno**, **ni caídas tan profundas** como la bolsa experimenta una o dos veces por década.

Tal y como planteamos cuando lanzamos el fondo Affinium en 2021, **seguimos con la misma confianza en las cuatro clases de activos clásicas que han acompañado a la humanidad durante siglos (bolsa, inmobiliario, bonos gubernamentales de la máxima calidad crediticia y oro). Creemos que sus propiedades no han cambiado a pesar del terrible año 2022 y, sobre todo, que es razonable esperar que su retorno converja en el futuro al retorno promedio histórico de sus activos.**

*

[17] Aunque eso no evita que, como desagradablemente experimentamos en 2022, en contadas ocasiones todos los activos caigan a la vez y se sufra temporalmente un fuerte drawdown en cartera.
[18] Sin entrar en otros **efectos positivos de segundo orden de la diversificación**, como el llamado *volatility harvesting*, cuyos efectos quedan ofuscados por el mucho mayor impacto a corto y medio plazo del comportamiento de los activos individuales, pero que a largo plazo también aportan un extra a la cartera.

Resumen

Todo inversor se enfrenta al hecho de que, para cualquier periodo de observación, siempre hay otro activo o cartera que lo ha hecho, que lo hace, y que lo hará, mejor que la propia cartera. Es una consecuencia inevitable de la impredictibilidad de los mercados.

Efectivamente, para cualquier periodo de x años, siempre hay un activo A o una cartera B que lo han hecho mejor que la nuestra. Pero martirizarse pensando que se podía saber y deberíamos haber invertido en A o B, porque la narrativa asociada a la subida de A o B hoy, a toro pasado, nos parece inevitable, es equivalente a sostener que el futuro sí es predecible.

Por un lado, la narrativa asociada a lo finalmente ocurrido nos lleva a creer que lo sucedido era inevitable y por lo tanto predecible (falacia narrativa). También, la exposición a las opciones que resultaron ganadoras, unido al hecho de que las perdedoras —inmensamente más numerosas— no suelen tener visibilidad, hace que estemos siempre expuestos a mejores opciones que la nuestra (sesgo de supervivencia).

Por otro lado, sabemos que la realidad no funciona de ese modo, que el comportamiento de los mercados no es predecible y no es posible predecir qué activo lo hará mejor el año que viene o los próximos tres o cinco años.

En otras palabras, caer en la falacia narrativa y al sesgo de supervivencia nos lleva a una contradicción lógica y disonancia cognitiva: O bien creemos que el futuro se puede predecir, o bien creemos que es impredecible. Pero no ambas cosas a la vez.

Una opción más racional frente al autoengaño de la falacia narrativa —que nos produce ese sufrimiento emocional— y frente a la imposibilidad de predecir el futuro consistentemente, es la diversificación. Invirtiendo en una cartera diversificada, mientras los activos conserven las propiedades que los empujan a apreciarse y sus retornos esperados a largo plazo sean similares, podemos disfrutar a la vez de una mayor seguridad de alcanzar los retornos esperados en el medio y largo plazo (reduciendo la posibilidad de atravesar "décadas perdidas"), al mismo tiempo que podemos esperar sufrir una menor volatilidad y más leve profundidad de las caídas (drawdowns).

Desafortunadamente, la diversificación no asegura la ausencia de periodos con caídas —las correlaciones entre activos no están escritas en piedra—, pero sí nos da la posibilidad de un camino más suave durante periodos más prolongados. Aunque algunas veces, quizá una o dos veces por siglo como hemos visto, podemos sufrir periodos similares al sufrido por la cartera desde su lanzamiento. La diversificación tiene como objetivo no sólo reducir la volatilidad y la profundidad de las caídas, sino también evitar los largos periodos de estancamiento, a veces de décadas, que sufren los activos en el largo plazo.

Seguimos considerando que las cuatro clases de activos en los que invierte la cartera conservan sus propiedades de crecimiento a largo plazo, y que el actual periodo de sufrimiento, estadísticamente anómalo, no refuta las hipótesis de base por los que los elegimos desde el principio.

*

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

Muy atentamente,

Marcos Pérez y Sharash Alexander*, miembros del comité de inversión de ENNOS Value EAF, entidad regulada por CNMV y asesora del fondo de Inversis SGIIC, Affinium Internacional FI*

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.