AFFINIUM

Disciplina + Humildad + Rigor ⇒ Verdad

Carta 4º Trimestre de 2024

3 de marzo de 2025

Estimado partícipe:

Durante el **cuarto trimestre de 2024** el valor liquidativo del fondo ha bajado un **-2.89%.**

En el año 2024 el fondo ha acumulado un retorno de **+5.93%.**

Desde que el fondo comenzó las operaciones el 31 de marzo de 2021 y hasta el 31 de diciembre de 2024, el retorno acumulado es de **-11.36%,** 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%	-1.20%	3.26%	-4.81%	5.93%

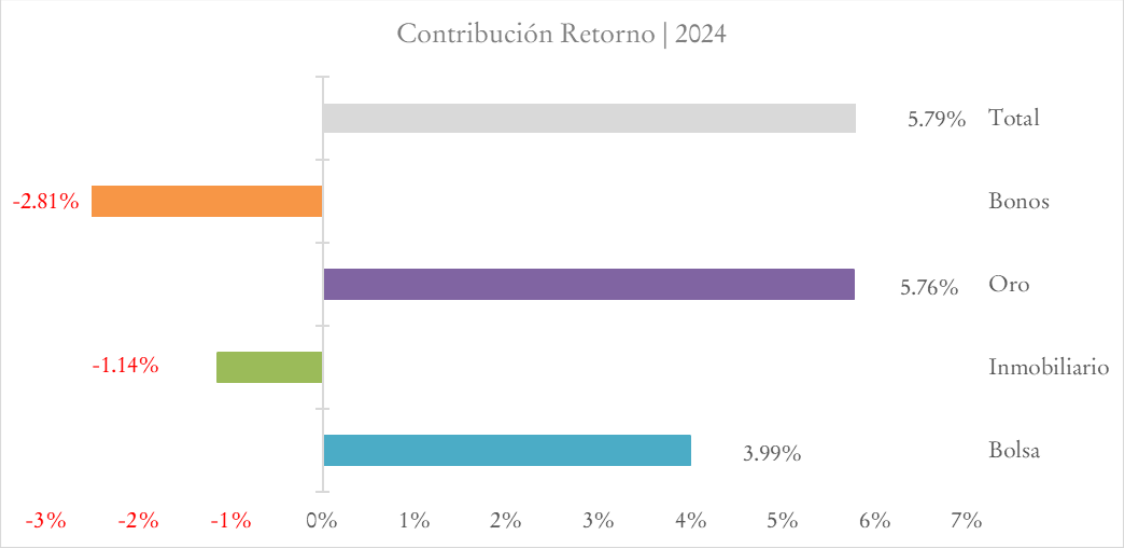
La **volatilidad desde inicio** del fondo queda más en línea con la de los bonos que con la de casi el doble de la bolsa:

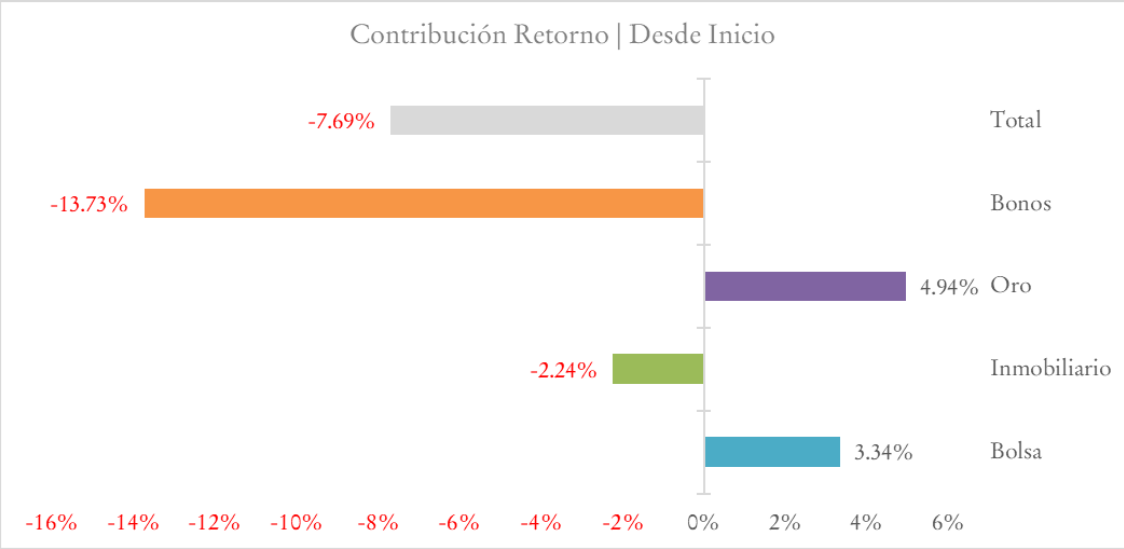
Volatilidad Bolsa	Volatilidad Fondo	Volatilidad Bonos
15.60%	8.57%	6.50%

*

[1] En la sección de retornos de la web se pueden consultar los resultados mes a mes: https://affinium.info/retornos

La **contribución por tipo de activo**[2], que ahora se expone con frecuencia semestral, queda como sigue **para el año 2024** y **desde inicio**:





*

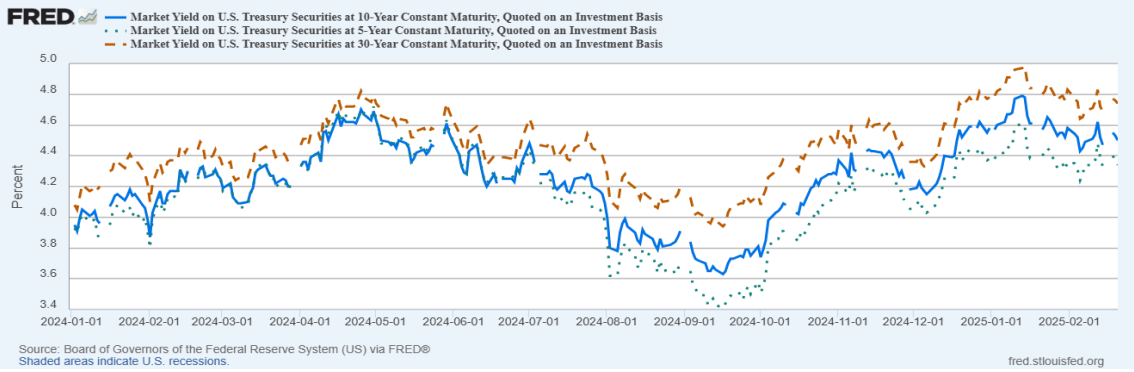
[2] Recordar que utilizamos una simple suma aritmética de la rentabilidad bruta de cada activo comparada con la rentabilidad bruta aritmética total de la cartera, por lo que con el tiempo la suma de contribuciones tiende a no coincidir con la rentabilidad compuesta de la cartera. Lo que se busca es transmitir de dónde han venido las mayores contribuciones positivas y negativas en la cartera, no tanto la precisión. Éste 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.

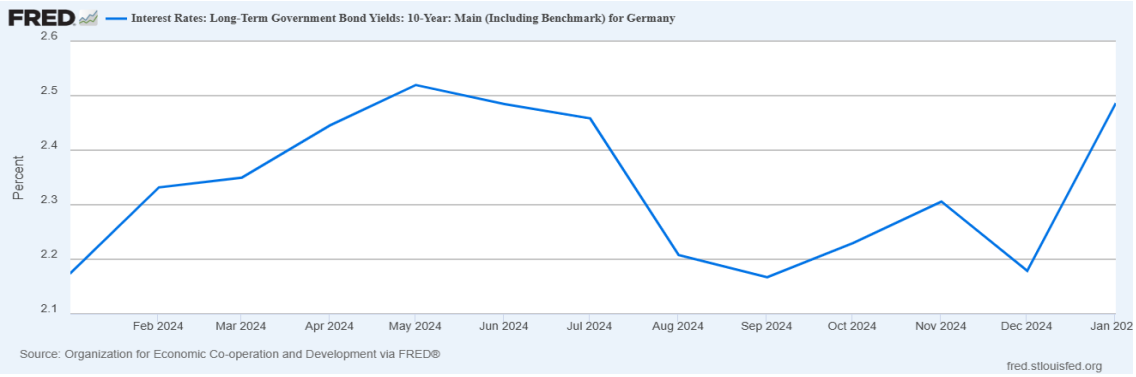
El 2024 en perspectiva

Durante 2024, **el nivel de rentabilidad de los bonos soberanos continuó experimentando su propia montaña rusa**. Empezaron subiendo desde enero hasta mayo, desde junio hasta septiembre cayeron, y terminaron diciembre subiendo de nuevo y quedando en niveles altos de rentabilidad.

Como el precio de un bono cambia de forma inversa a como lo hace su nivel de rentabilidad (si la rentabilidad de los bonos sube, su precio cae, y a la inversa), la contribución al retorno de la cartera por parte de los bonos ha sido de nuevo negativa en 2024.

Por otro lado, como la rentabilidad de los bonos está vinculada al nivel de tipos de interés de los préstamos en una economía (hipotecas, crédito de empresas, etc.), cuando sube la rentabilidad de los bonos **el mercado inmobiliario también se ve perjudicado**, además de producir un sentimiento negativo generalizado en la economía.





Observando tanto el año 2024 como desde el inicio del fondo, se puede notar que, **de los cuatro activos que componen nuestra cartera, oro y bolsa han contribuido positivamente, mientras que bonos e inmobiliario lo han hecho negativamente.**

Cuando se diversifica en varios activos, esto es precisamente lo que se busca: unos activos subiendo y otros bajando a lo largo del tiempo, pero todos con crecimiento positivo a largo plazo para que la cartera obtenga un retorno positivo global en ese largo plazo.

Sin embargo, y como mostramos en la anterior carta trimestral correspondiente al 3º Trimestre de 2024[3], **la diversificación es necesaria para evitar los largos inviernos que los activos sufren por separado** (recordar que en ocasiones activos como la bolsa o el oro pueden permancer **más de una década en pérdidas**). Pero la diversificación también tiene

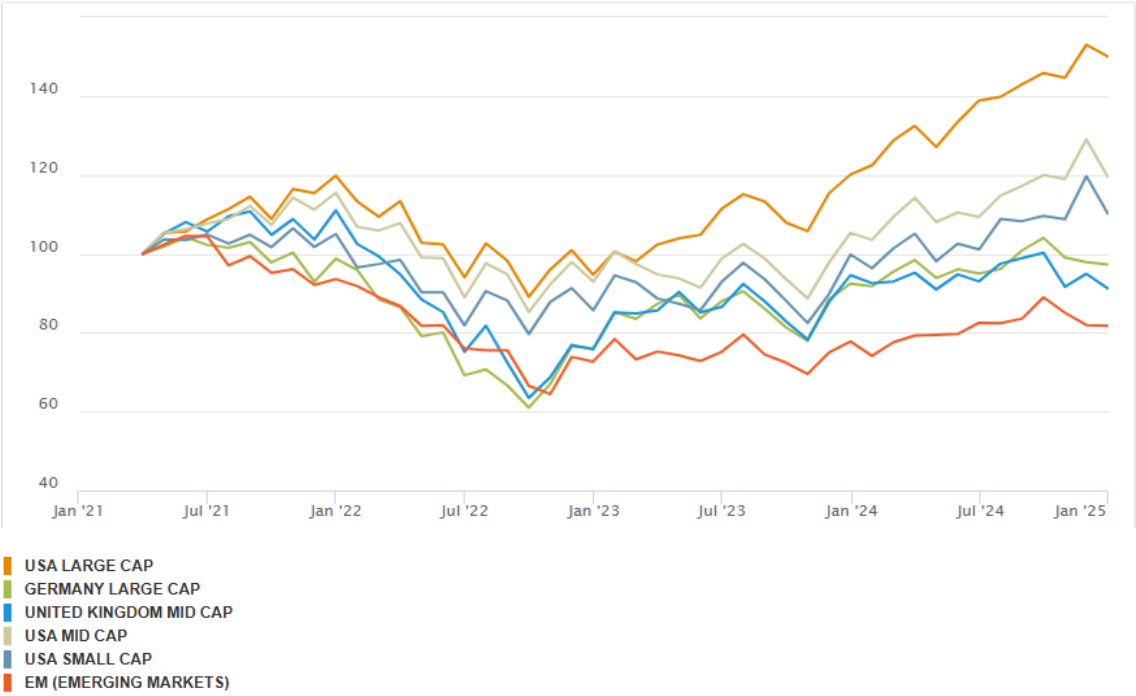
[3] https://affinium.info/wp-content/uploads/AFFINIUM-Carta-3o-trimestre-2024.pdf

sus límites. En raras ocasiones —no es lo más frecuente— prácticamente todos los activos caen a la vez, como sucedió en el terrible 2022, o incluso pueden subir todos a la vez.

El peor mercado de bonos desde hace más de dos siglos, junto a una bolsa e inmobiliario cayendo los tres a la vez, mientras el oro no subió, **produjeron el peor año (2022) para la cartera desde hace casi un siglo**. Sin embargo, **seguimos plenamente confiados en que las fuerzas que impulsan el crecimiento a largo plazo de los cuatro activos de la cartera siguen siendo válidas, y que a lo largo de los próximos años seguirán apreciándose**.

El **oro** ha brillado durante 2024, siendo el activo que más ha contribuido junto con la bolsa.

Y es que la **bolsa** ha tenido un **comportamiento muy disperso** según la zona geográfica y el tipo de índice. Aunque los índices principales de la bolsa EEUU están en positivo desde el inicio de nuestra cartera, no ocurre lo mismo para otros índices internacionales que tenemos en cartera:



Mientras EEUU Large Cap (Gran Capitalización) ha subido un +50%, sus Mid Cap (Mediana Capitalización) han subido un +20% y sus Small Cap (Pequeña Capitalización) sólo un +10%. La fuerte subida de los índices de gran capitalización estadounidense se debe sobre todo a la subida que han experimentado apenas un conjunto de 7 empresas conocidas como "los Siete Magníficos[4]", que han llegado a pesar más de un tercio del S&P-500 (un índice con 500 empresas), que son las que más han contribuido a su subida por una gran diferencia.

Sin embargo, Alemania Large Cap sigue en negativo con un -3%, UK Mid Cap con un -9%, Mercados Emergentes con un -19% y Europe Small Cap con un -16%.

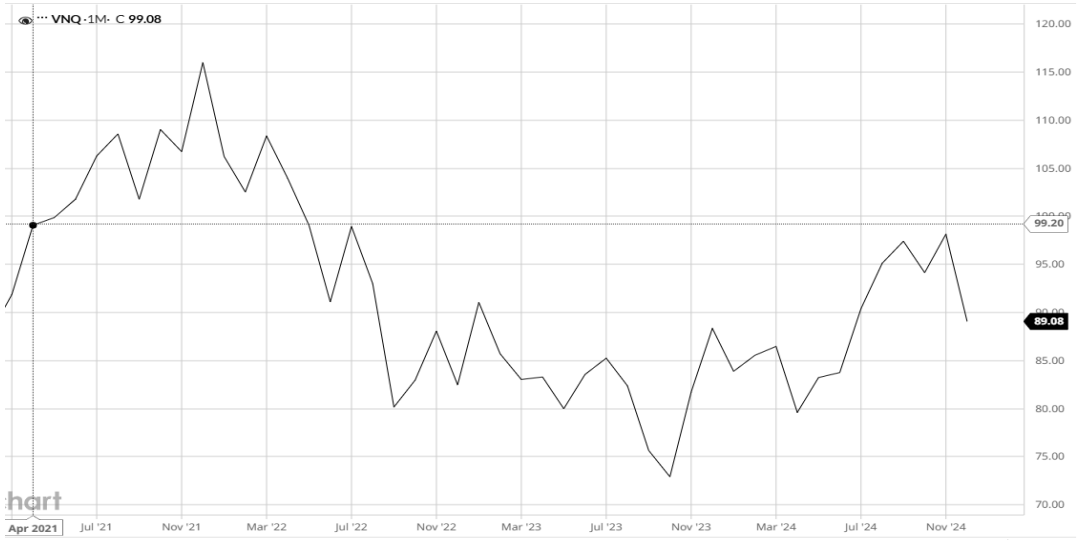
Como vemos, **"la bolsa" global, en agregado, no ha subido; han subido poco más de media docena de empresas estadounidenses**, creando la falsa impresión general de que la bolsa en su conjunto se ha comportado muy bien en 2024.

[4] Apple, Alphabet (Google), Amazon, Nvidia, Meta (Facebook), Microsoft y Tesla.

Al considerar que no podemos predecir qué región será la que mejor se comportará en el futuro, equiponderamos todas las regiones en cartera (damos el mismo peso a cada región). Por esta razón la contribución de la bolsa agregada en nuestra cartera ha sido débil en estos años, especialmente comparada con índices de gran capitalización de EEUU dominados por "los 7 magníficos".

Pero como ya ha ocurrido en otras épocas —recordar que en la década de los años '90 la bolsa europea fue la que más subió, y en el periodo 2000-08 los mercados emergentes se revalorizaron el triple que las bolsas estadounidense y europeas— no sabemos si el buen comportamiento de la bolsa estadounidense va a continuar, o serán otras regiones las que tomen el relevo. En consecuencia, seguimos aplicando una política de prudencia a través de la equiponderación de regiones en cartera.

Finalmente, los activos **inmobiliarios,** y desde el inicio del fondo, todavía no han podido contribuir positivamente a la cartera, como se puede observar:



Los activos inmobiliarios son muy sensibles al nivel y expectativas de los tipos de interés. Un nivel de tipos de interés alto es perjudicial para ellos, pues la rentabilidad que se puede conseguir a través del mercado inmobiliario deja de ser tan atractiva si el gobierno está ofreciendo rentabilidades similares a través de sus bonos, que se supone tienen menos riesgo.

Un escenario en el que los niveles de rentabilidad de los bonos de medio y largo plazo descienda produciría una subida en los precios de los bonos, así como un mayor interés por los activos inmobiliarios, lo que también impulsaría su precio al alza.

En resumen y en estos primeros años del fondo, ha sido sobre todo **el oro el que más y mejor ha contribuido al comportamiento de la cartera, lastrado por el peor mercado de bonos desde hace más de dos siglos, y sin que el inmobiliario y la bolsa agregada global pudieran compensarlo**. Sin embargo y como hemos visto al estudiar el comportamiento a largo plazo de la cartera, estos periodos, aún siendo muy raros y poco frecuentes, no están fuera de lo posible: **Seguimos confiando totalmente en las fuerzas económicas que producen el crecimiento a largo plazo de los cuatro activos en cartera, y por tanto en el crecimiento del patrimonio invertido en ellos**.

*

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.