

Carta Primer Trimestre de 2022

27 de abril de 2022

"Durante los años de sequía, la gente siempre olvidaba los años de abundancia; mientras que los años lluviosos borraban por completo de su memoria el recuerdo de los años secos. Siempre sucedía lo mismo una y otra vez".

- John Steinbeck, Las uvas de la ira, 1939

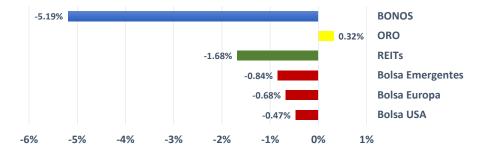
Estimado partícipe:

Durante el primer trimestre de 2022 el valor liquidativo del fondo ha bajado un -8.67%.

El retorno acumulado desde que el fondo comenzó las operaciones el 31 de marzo de 2021 y hasta el 31 de marzo de 2022 es de -5.01%, siendo los retornos mensuales como siguen:

Año:	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic	ANUAL
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%										-8.67%

A continuación, se desglosa la contribución por tipo de activo en cartera al resultado del trimestre:



Bonos (-5.19%), REITs (-1.68%) y Bolsa (-1.99%) han contribuido negativamente al resultado del trimestre, siendo el oro (+0.32%) el único contribuyente positivo en la cartera.

Como se ve, la fuerte caída en los bonos es responsable de prácticamente 2/3 del resultado del trimestre, por lo que vamos a dedicarle un estudio especial tras el comentario de mercados.

El drawdown que está atravesando la cartera, si bien no es frecuente, entra dentro de lo normal — similar en profundidad a otros drawdowns históricos previos— y esperable en situaciones en las que

varias de las clases de activos se correlacionan positivamente —esto es, se mueven en la misma dirección— y experimentan fuertes caídas al mismo tiempo.

Cuando nos centramos en un solo activo, resulta intuitivamente claro que, si las expectativas de los participantes en los mercados sobre ese activo cambian, éste sufra periodos alcistas y bajistas. En última instancia, la variabilidad en los precios de los activos líquidos a lo largo del tiempo (la volatilidad) no es más que la cristalización, en forma de precio observable, de los cambios de opinión de la mayoría de los participantes sobre un futuro siempre incierto.

En una cartera multiactivo como la nuestra, se espera que la variabilidad a lo largo del tiempo (volatilidad y drawdowns) se reduzca considerablemente precisamente por invertir en varias clases de activos motivados por diferentes causas. Y así es. Si se considera la profundidad de los drawdowns que suelen sufrir los activos clásicos a lo largo de sus ciclos (en torno al -50% para índices de bolsa, -20% en bonos de largo plazo o -70% en REITs y oro), el drawdown de una cartera multiactivo que los combine como la nuestra los reduce considerablemente.

Sin embargo, esa deseada reducción de la volatilidad al combinar clases de activos no puede ser nunca absoluta, en el sentido de llegar a reducirse tanto que prácticamente desaparezca. En el límite ideal, se llegaría a tener una cartera prácticamente sin volatilidad ni drawdowns.

Para lograr dicha quimera sería necesario que, o bien las correlaciones entre los activos fueran siempre las mismas —cosa que no ocurre—, o se pudiera predecir cómo variarán dichas correlaciones de manera consistente. Entonces sí se podría construir una cartera "perfecta" o mecanismo de relojería con el que, variando los pesos de los activos, sus variaciones de precios se compensasen entre sí durante todo el tiempo.

Desafortunadamente ese "mecanismo de relojería" no puede existir. Pues de la misma manera que no se puede predecir qué hará un activo concreto a corto o medio plazo, tampoco es posible predecir ni su volatilidad ni los niveles de correlación de unos activos con respecto a otros. Cada activo seguirá el camino que quieran los participantes en los mercados, y el nivel de correlación entre ellos irá variando de forma impredecible en el corto y medio plazo.

En otras palabras, si bien la correlación entre las cuatro clases de activos de la cartera es baja a largo plazo, no es raro observar de vez en cuando que la correlación a corto y medio plazo entre dos o más activos de la cartera se vuelva temporalmente positiva. Es justamente cuando dicha correlación aumenta y varios activos caen a la vez que la cartera experimenta, de manera natural, drawdowns temporales como el actual.

Una cartera diversificada en varios activos reduce considerablemente los drawdowns, pero no los puede eliminar ni hacerlos arbitrariamente pequeños. Son parte del camino para capturar el crecimiento que a largo plazo nos ofrecen las diferentes clases de activos sin sufrir las pérdidas desproporcionadas que éstos sufren por separado.

Comentario de mercados

El inicio de 2022 ha traído turbulencias no vividas simultáneamente por los mercados desde los años '70, en el que actualmente se combinan:

- 1. Inicio de un ciclo de subidas de tipos
- 2. Inflación muy alta y creciente, en niveles no vistos desde 1985 en España y 1982 en US
- 3. Mayor caída en el precio de los bonos desde los años '70
- 4. Guerra; invasión militar de Ucrania por parte de Rusia
- 5. Inversión de la curva de tipos

Prácticamente todas las clases de activos han caído en este primer trimestre, a excepción de la **materias** primas con una subida de su índice Bloomberg del +24.5%

El retorno de la **renta variable** a nivel mundial en el primer trimestre del año ha sido negativo, pero también con grandes diferencias según el índice que se mire. Desde por ejemplo el -4.6% del S&P-500, hasta el -14.6% de China, pasando por el -8.9% del Eurostoxx-50.

Sin embargo, el foco de atención durante el primer trimestre ha estado en el mercado de renta fija, con caídas no vistas desde los años '70, más pronunciadas cuanto mayor la duración de los bonos. Por ejemplo, en este primer trimestre los bonos a largo plazo de US (TLT) han caído un -10.6%, los de Alemania (BUXL) un -9.3% y los bonos a 100 años austríacos un -27.3%¹.

Recordamos que la cartera sólo invierte en aquellas clases de activos con crecimiento intrínseco positivo a largo plazo y a través de procesos convexos, por lo que apenas tiene exposición residual a divisas ni invierte en materias primas. (Esto implica que, por ejemplo, la subida del USD con respecto al EUR del +2.8% en el primer trimestre —continuando la subida del +8.3% experimentada en 2021— no ha beneficiado a la cartera; del mismo modo que su eventual caída tampoco la perjudicará).

Impacto limitado de Rusia en cartera

Antes del inicio del ataque de Putin sobre Ucrania, Rusia representaba un 2.21% del índice MSCI de mercados emergentes, por lo que la exposición en la cartera Affinium era de sólo un 0.18%. Tras el pasado 9 de marzo, MSCI ha decidido sacar a Rusia de sus índices, por lo que la cartera no tiene actualmente ninguna exposición directa o indirecta a Rusia.

* * *

¹ La fuerte caída en los bonos está produciendo una curiosa paradoja, la de que algunas carteras etiquetadas como "conservadoras" están sufriendo mayores caídas que las consideradas "agresivas".

El índice mundial MSCI World, el índice más usado para representar la inversión en bolsa, sólo ha caído un -5.04% (debido a que la bolsa de US pesa un 69% en su composición); mientras que los bonos de largo plazo han caído más. Así, se da el curioso caso este primer trimestre del año que algunas carteras típicamente consideradas "conservadoras" (carteras de renta fija o mixtas con un mayor peso en bonos que en bolsa) muestran mayores caídas que carteras consideradas "agresivas" (carteras que invierten en bolsa de manera similar al MSCI World). Esta situación no es nueva, ya ocurrió en los años '70 del pasado siglo. En realidad, sólo pone de relieve una trivialidad aritmética: el hecho de que ninguna cartera puede hacerlo mejor que el resto durante todo el tiempo y/o en cualquier ventana temporal observada.

Inversión en bonos US a 5 años - Resumen

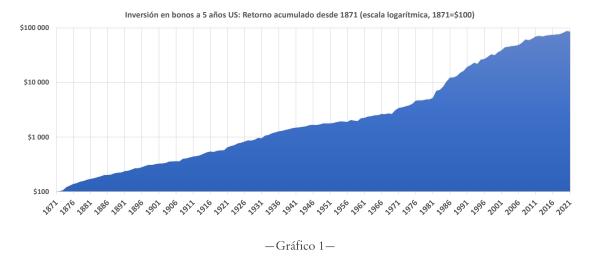
- La magnitud del actual drawdown en bonos US de 5 años (5Y), aunque poco frecuente, está dentro de lo normal y es coherente con la naturaleza del activo (gráfico 5).
- Ningún inversor que haya mantenido su inversión en 5Y al menos durante 3 años naturales ha perdido dinero desde 1871 (gráfico 3).
- Incluso en periodos de subidas salvajes de tipos de interés como la década de los años '70 (desde el 3% al 22%), la inversión en 5Y sigue siendo rentable con un CAGR de +5.68%, ningún año natural perdedor, y dos peores drawdowns mensuales de -5% y -8.9% (tabla 3).
- La magnitud de los peores drawdowns al invertir en 5Y es considerablemente inferior comparada con la inversión en bonos de largo plazo (en torno al -20%) u otras clases de activos, al tiempo que sigue proporcionando a medio y largo plazo un retorno suficientemente atractivo y permanente.
- A diferencia de otros activos de inversión, si aceptamos que los bonos soberanos de US no pueden quebrar, entonces todo drawdown experimentado en el precio es necesariamente temporal, pues a vencimiento del bono se devuelve el 100% del principal.
- Fuertes drawdowns a corto y medio plazo en 5Y implican necesariamente un mayor retorno total para los próximos años, a diferencia de otros activos financieros que pueden no recuperar su nivel previo de inversión. Todo drawdown es pues temporal, ya que el agregado de los drawdowns producidos en el precio por las subidas de tipos o expectativas de subidas de tipos (contribución negativa), sumado al retorno total de los años siguientes a dichas subidas (contribución positiva), es asimétricamente positivo para el inversor de largo plazo, dada la propia mecánica de construcción del retorno total del bono a lo largo del tiempo (tabla 2).
- En otras palabras, un inversor siempre invertido en 5Y (como es nuestro caso) y a pesar de la inevitable volatilidad y drawdowns— se ve favorecido asimétricamente por las subidas de tipos de interés en el medio y largo plazo, pues estas subidas de tipos permiten acumular mayor retorno total (variación del precio + cupón) del bono en los años siguientes a dichas subidas, de tal manera que se compensan ampliamente los drawdowns previos (tabla 2 y gráfico 6).
- El comportamiento de la inversión en 5Y analizado no es una anomalía estadística, sino una consecuencia propia de su naturaleza —y razón fundamental por la que invertimos en ellos de manera permanente.
- Aunque resulte contraintuitivo, al inversor de largo plazo en bonos de 5 años le interesa
 que suban los tipos de interés pues, aunque experimente pérdidas temporales como la
 que se está atravesando actualmente, obtendrá necesariamente mayor rentabilidad en
 próximos años. Como corolario, los escenarios menos deseables para un inversor a largo
 plazo en bonos a 5 años son aquellos en los que no se producen subidas de tipos; (b) y
 (c).

* * *

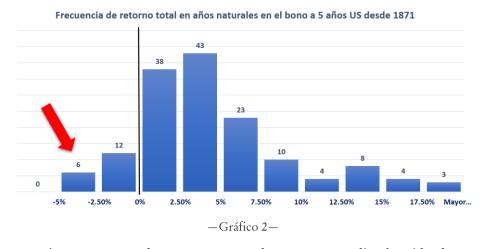
Estudio inversión en bonos US a 5 años en USD desde 1871

Para poner en contexto lo que está pasando en el mercado de bonos actualmente, empezamos observando lo sucedido con la inversión en bonos US de 5 años (5Y) en el muy largo plazo. Siempre que no se diga otra cosa, todos los comentarios y rentabilidades hacen referencia exclusivamete a la inversión en bonos US de 5 años en USD, renovada de forma periódica al bono más actual.

Desde 1871 hasta fin de 2021, la tasa de crecimiento anual compuesta (CAGR) de invertir en el 5Y ha sido del 4.59%, y más recientemente desde 1970 hasta 2021 del 6.91%. En el gráfico 1 se representa (de forma logarítmica) el retorno acumulado de invertir \$100 en el 5Y en 1871:



Al observar cómo se distribuyen las frecuencias de rentabilidades anuales (gráfico 2), vemos que los retornos anuales están muy sesgados positivamente a la derecha, en coherencia con el aspecto del gráfico 1. Si nos centraremos sólo en las pérdidas, de los 151 años observados desde 1871, sólo ha habido 18 años naturales con retornos negativos. Es decir, aproximadamente uno de cada 9 años resulta en caídas. ¿De qué magnitud son los años negativos? Si nos fijamos en los 6 peores años naturales de toda la serie (un 4% de la muestra, incluido el pasado 2021, flecha roja en gráfico 2), dicha pérdida se ha limitado a un retorno entre el -2.5% y el -5% de rentabilidad. No aparece en la serie ningún año natural con un retorno total peor a -5%:



Es interesante observar que, tras los 6 peores años, el retorno promedio obtenido el año inmediatamente posterior ha sido de 8.74%, y el acumulado en los dos años inmediatamente posteriores al año perdedor, del 15.54%:

Peores 6 años desde 1871	Retorno	Retorno siguiente año	Retorno acumulado siguientes dos años
1958	-2.82%	-1.70%	11.31%
1994	-4.94%	20.37%	22.27%
1999	-4.01%	13.85%	21.65%
2009	-3.04%	6.96%	16.62%
2013	-2.74%	4.22%	5.87%
2021	-2.60%	?	??
Promedio:	-3.36%	8.74%	15.54%

—Tabla 1—

Este comportamiento hace muy conveniente la inversión en bonos también para un inversor de medio plazo, pues no se ha observado ningún periodo de 3 años naturales consecutivos en los que el retorno total acumulado fuera negativo. En otras palabras, para cualquier periodo de inversión superior a tres años naturales, un inversor en el 5Y siempre ha obtenido rentabilidad positiva independientemente del año en el que inició su inversión:



Esta consistencia en los retornos durante tanto tiempo, junto a las pérdidas limitadas en profundidad y frecuencia cuando éstas ocurren, así como la rapidez en la recuperación consiguiente, pueden resultar chocantes a primera vista, especialmente al compararse con los drawdowns de los bonos de largo plazo (el US de 20 años en torno al -20%).

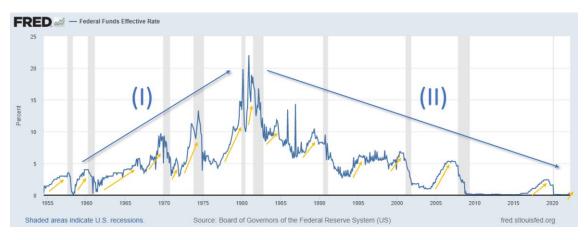
¿Por qué se comporta de este modo la inversión en bonos de 5 años? ¿Se trata solo de una anomalía estadística, aunque la serie histórica observada sea de más de siglo y medio?

Para responder mejor, vamos a analizar lo ocurrido mensualmente, ya que nos permite "ver qué pasa dentro" de los años naturales.

Dos grandes Superciclos

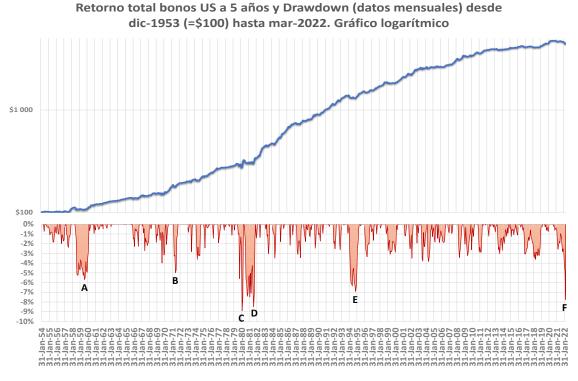
En los últimos casi 70 años se pueden identificar con claridad dos grandes superciclos en los tipos de interés aplicados por la Fed (el *Fed Funds Rate*):

- Superciclo (I): Mercado secular alcista desde 1954 hasta 1981 y
- Superciclo (II): Mercado secular bajista desde 1981:



-Gráfico 4-

Obsérvese que dentro de estos dos grandes superciclos, de décadas de duración cada uno, ocurren numerosos ciclos de subidas y bajadas significativas de tipos (flechas naranjas pequeñas en gráfico 4). Independientemente del superciclo en el que se esté, es durante los ciclos de subidas de tipos (flechas naranjas), o en momentos previos en los que se descuenta dicha subida, que la inversión en el 5Y experimenta sus drawdowns más profundos:



-Gráfico 5-

Lo primero que se observa es que efectivamente se producen drawdowns mayores al -5% cuando se utilizan datos mensuales en lugar de años naturales². Desde 1954 hay 6 drawdowns iguales o superiores al -5%, identificados con las letras A, B, C, D, E y F (el actual):

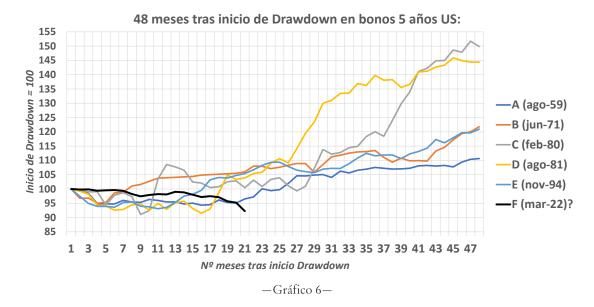
7

² Esto es algo esperable debido a la arbitrariedad de cuándo empieza y termina el año. En algunos casos la ocurrencia de un drawdown intra-anual no es suficiente para producir un año natural con pérdidas porque en los meses antes de final de año éste se recupera con respecto al inicio del año. Ejemplos son los años 1971, 1980, 1981. A la inversa, algunos años sin un drawdown intra-anual especialmente profundo, el año natural termina en pérdida, por ejemplo 1999, 2009, 2013.

Mínimo del Drawdown	Inicio	№ meses caída	Máximo Drawdown mensual	Nº meses recuperación	Acumulado 2 años tras mínimo
A (ago-59)	jun-58	15	-5.69%	7	13.71%
B (jun-71)	abr-71	3	-5.00%	4	14.56%
C (feb-80)	jul-79	8	-8.89%	3	25.60%
D (ago-81)	jun-80	15	-8.49%	3	49.31%
E (nov-94)	feb-94	10	-6.91%	6	20.83%
F (mar-22)?	ago-20	¿20?	¿-7.76?	?	?

-Tabla 2-

Sin embargo, la profundidad de los drawdowns mensuales es muy contenida comparada con los drawdowns que experimentan la inversión en bonos de largo plazo (por ejemplo, el US de 20 años en torno al -20%) u otras clases de activos (que pueden llegar y superar el -50%). En el siguiente gráfico se puede ver la evolución a lo largo del tiempo de los seis peores drawdowns, desde su pico de retorno máximo anterior hasta pasados 48 meses:



Se observa que el drawdown F actual de la cartera (línea de color negro en gráfico 6) está siendo especialmente largo en duración, pero similar en profundidad a otros drawdowns previos ocurridos anteriormente.

La principal diferencia entre el análisis por años naturales o con resolución mensual, es que se detecta una mayor profundidad a corto plazo de los drawdowns. Sin embargo, se conservan similares propiedades en cuanto a frecuencia de los drawdowns y fuerte recuperación tras uno o dos años después de alcanzado el mínimo del drawdown.

Veamos a continuación algunas preguntas relativas a la inversión en bonos y al momento actual:

1. ¿Por qué se está produciendo el actual drawdown en los bonos?

Ante la persistencia de la inflación, la Fed ha declarado que va a luchar contra ella subiendo los tipos de interés agresivamente en los próximos meses. En marzo pasado realizó la primera subida de 0.25%.

Pero los mercados son un proceso que siempre está descontando expectativas futuras. Sus participantes están constantemente intentando estimar cuál puede ser el llamado tipo terminal

(terminal rate), o nivel de tipos de interés en el que la Fed terminaría el actual ciclo de subidas iniciado en marzo. Si a mediados del año 2020 el tipo de interés del bono a 5 años estaba en el entorno del 0.25%, actualmente se estima que dicho tipo terminal estaría en torno al 3%, nivel al que se están aproximando los tipos. La expectativa de subida de tipos hasta el nivel terminal lleva el precio del bono a caer, hasta que su tipo de interés o yield se acerca al tipo terminal que estima el mercado³.

2. ¿Podrían los bonos seguir cayendo?

Sí, podrían seguir cayendo. Pero a diferencia de otros activos, no indefinidamente.

El precio de los bonos podría caer aún más a corto plazo y profundizar su drawdown si el tipo terminal que estiman los participantes en los mercados sigue subiendo rápidamente, y la velocidad con la que el mercado descuenta dicho tipo terminal fuera igualmente alta. Aquí entran en consideración factores técnicos, como la duración del bono y su convexidad que determinan su sensibilidad a variaciones en los tipos de interés, pero no vamos a entrar en ellos para no desviar la atención de la idea principal que queremos trasmitir al inversor de medio y largo plazo⁴:

El retorno total en la inversión en bonos no puede seguir cayendo indefinidamente en el medio plazo. No podemos saber cuál puede ser el máximo drawdown, pero el hecho de que la inversión en bonos a 5 años produzca drawdowns tan contenidos (gráfico 5) no es debido a que "nunca ha pasado antes", sino a la propia mecánica que define el retorno total de la inversión en bonos. Esto es, el retorno total de un bono se compone de dos componentes: (i) variaciones en el precio del bono y (ii) el interés anual que paga el cupón del bono. A medida que el tipo de interés sube, el retorno total del inversor en bonos que renueva su inversión periódicamente también sube, en la medida que el cupón o tipo de interés implícito va aumentando con cada nuevo bono que adquiere con un cupón mayor. Como ejemplo práctico de este fenómeno, en la pregunta 4 se analizar lo ocurrido durante los años '70.

3. ¿Qué puede pasar a medio plazo con la inversión en bonos?

Por un lado, si aceptamos que no hay riesgo de quiebra o impago —recordar que la cartera sólo invierte en bonos del gobierno de US—, las pérdidas en un bono no son permanentes, pues el emisor del bono (en este caso el gobierno de US) tiene la obligación de devolver a vencimiento el principal. En otras palabras, si un bono no quiebra y para un tenedor de bonos que los lleve a vencimiento, cualquier drawdown en su precio de mercado entre el momento de emitirse y su vencimiento es estrictamente temporal.

Por otro lado, y de modo esquemático atendiendo sólo al cupón, si las nuevas emisiones de bonos a 5 años pagasen un cupón del 3% anual, ceteris paribus una caída en el precio del -6% se recuperaría en dos años, y una caída del -9% en tres años sólo por el efecto del cupón pagado anualmente. La inversión en bonos a 5 años tiene muy limitado su recorrido a la baja.

4. ¿Y si vuelven las subidas de tipos salvajes como en los años '70? ¿Qué puede pasar a largo plazo con la inversión en bonos?

Uno de nuestros pilares fundamentales es partir de la base de que **no es posible predecir** consistentemente qué ocurrirá en los mercados a corto y medio plazo, pero sí es posible

³ Esto también ha producido una inversión de la curva de tipos, con profundas consecuencias para la economía en el medio plazo. Pero eso es ya otra historia para contar en otra ocasión, pues alargaría demasiado esta ya de por sí larga carta.

⁴ Para el que tenga interés, recomendamos las clases de finanzas e inversión impartidas por Andrew Lo en el MIT en su curso "Teoría Financiera". En particular, la tercera sesión dedicada a la renta fija, en la que explica y analiza la sensibilidad de los bonos a los cambios en los tipos de interés a través de su duración y convexidad: https://youtu.be/AtT59jxU9es

aprovechar las propiedades que emergen a largo plazo tanto de los tipos de activos en los que invertimos como de algunos procesos convexos. Es decir, si bien no podemos decir nada de lo que pueda ocurrir a corto o medio plazo, sí podemos estudiar qué podría ocurrir a un plazo mayor. Éstos serían los tres escenarios para un inversor a largo plazo siempre invertido en bonos a 5 años:

- a) Inicio de un superciclo de subidas de tipos similar a (I) en gráfico 4.
- b) Prolongación de un superciclo de tipos "plano" a largo plazo. Esto es, prolongación del escenario iniciado a principios de los años 2000, con ciclos de subidas y bajadas, pero terminando los ciclos con tipos en torno al 0%.
- c) Continuación del superciclo (II) de caídas de tipos, llevando los tipos de interés a territorio negativo como ocurrido con los bonos alemanes en la Eurozona.

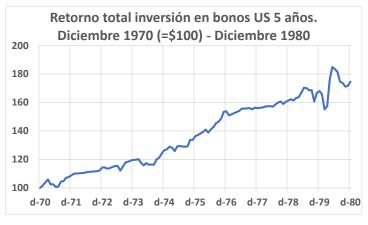
Los inversores en bonos no temen especialmente los escenarios (b) y (c), pues apenas producen drawdowns significativos y una continuación de las caídas de tipos, incluso llevándolos al terreno negativo como los bonos alemanes, implicaría una subida en el precio de los bonos.

Pero son muchos los inversores de largo plazo que temen especialmente el escenario (a). Esto es, que el actual superciclo II de bajadas de tipos iniciado en 1981 haya terminado y pueda estar empezando un superciclo similar al I; como sucedió en los años '60 y '70 del siglo pasado. De hecho, la idea de que pudiera repetirse un escenario similar al de los años '70, en el que los tipos subieron desde el 3% en diciembre de 1970 (que coincide con el tipo terminal que descuenta hoy el mercado) hasta el 22% en diciembre de 1980, es suficiente para que muchos inversores entren en pánico. ¿Por qué?

El pánico al posible escenario (a) se debe a la errónea creencia de que, si se inicia un nuevo superciclo de tipos alcista y los tipos van a subir salvajemente como lo hicieron en los años '70, entonces la inversión en bonos debe ser una inversión pésima porque perderemos dinero, o en el mejor de los casos apenas obtendremos rentabilidad.

Pero nada más lejos de la realidad. Incluso si se inicia un mercado secular alcista de tipos de interés similar al de la década de los '70, el inversor a largo plazo en bonos a 5 años no tiene nada que temer. Para mostrarlo, en lugar de recurrir a explicaciones puramente teóricas, vamos a mostrar lo ocurrido en la práctica en los años '70, cuando los tipos subieron desde el 3% al 22%⁵:

¿Qué retorno total obtuvo un inversor siempre invertido en bonos a 5 años, en caso de invertir en diciembre de 1970 (con tipos al 3%) hasta diciembre de 1980 (con tipos al 22%)?



Año	Retorno total
1971	8.74%
1972	5.17%
1973	4.61%
1974	5.68%
1975	7.82%
1976	12.88%
1977	1.40%
1978	3.49%
1979	4.10%
1980	3.90%
CAGR década:	5.68%

[—]Tabla 3—

⁵ Durante los tormentoso años '70 se sufrieron tres olas sucesivas de fuerte inflación creciente hasta alcanzar el 13.6%, tres ciclos de subidas de tipos que llevaron los tipos de interés hasta el 22%, tres fuertes recesiones que ocasionaron al menos tres mercados bajistas en bolsa, así como varias guerras (Vietnam, Yom-Kippur, Irán-Irak). También la amenaza nuclear de la Guerra Fría pendía como una espada de Damocles sobre el mundo durante aquellos años.

Como se ve, los retornos en la década de los '70, con un CAGR de 5.68%, pueden no resultar especialmente atractivos para algunos inversores, pero en ningún caso se trata de un retorno negativo, insignificante o despreciable. Incluso a pesar de los drawdowns B y C mostrados en el gráfico 5 y la tabla 2, ningún año natural durante la década de los años '70 resulta en pérdidas.

¿Por qué este resultado contraintuitivo? Se podría esperar que, en un entorno de subidas salvajes de tipos de interés, lo "lógico" sería sufrir caídas grandes y constantes, al estar los participantes en los mercados "persiguiendo" un tipo terminal cada vez más alto (y haciendo caer en precio a los bonos por ello).

Sin embargo, no es así porque en el retorno total del inversor, los bonos a 5 años incorporan el nuevo cupón (subida de yield) en su retorno total (además lo hacen más rápidamente que los bonos a largo plazo), por lo que —y esta es la idea clave que nos gustaría retenga el partícipe en su mente— cuanto más suban los tipos de interés, más rentabilidad obtendrá un inversor en los próximos años y durante más tiempo. Efectivamente, tras la década de los '70 se inicia en 1981 el superciclo II, dentro del cual la década de los '80 resulta ser la de mayor retorno total de toda la serie desde 1871, con un CAGR de +12.4%.

De hecho, para un inversor de largo plazo, el mejor escenario sería que ocurriera precisamente el escenario más temido (a). Esto es, no necesariamente que se produjera un nuevo superciclo de subidas salvajes similar al experimentado en los años '60 y '70, sino que al menos devolviera los tipos de interés promedio a un nivel histórico más alto que el experimentado en la última década. Y lo es porque eso implicaría un mayor retorno total para la cartera en los próximos años que compensaría con crecer el/los posibles drawdowns previos.

Una continuación en los tipos promedio tímidamente por encima de 0% no produce drawdowns significativos como el que estamos sufriendo los últimos meses, pero tampoco produce los altos retornos para el inversor de largo plazo en bonos cuando éstos suben a un nivel más típico de décadas pasadas.

Los drawdowns forman parte de toda inversión en mercados, produciendo ciclos de subidas y bajadas como nos recordaba la cita al principio de John Steinbeck en 'Las uvas de la ira'. En muchas ocasiones el temor a sufrir drawdowns por el camino y a corto plazo, aún sabiendo que son temporales, impide a muchos inversores permitirse a sí mismos alcanzar sus objetivos de inversión.

* * *

Nos gustaría terminar esta carta agradeciendo sinceramente a todos los partícipes la paciencia, sobriedad y sobre todo el compromiso y confianza que, a pesar de estar atravesando un drawdown—que no por normal resulta más agradable—, nos demuestran al permanecer con nosotros invertidos.

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

Muy atentamente,

Marcos Pérez y Sharash Alexander

Aviso legal:

Todo el contenido de este documento está protegido por las leyes de Propiedad Intelectual y sujeto a las siguientes condiciones: Ninguna parte total o parcial de este documento podrá ser copiado, reproducido, modificado, publicado de nuevo, cargado, manipulado, transmitido o distribuido de modo alguno, en ningún soporte, total o parcialmente, sin el consentimiento previo por escrito de los representantes de Affinium Internacional FI; salvo una copia de los materiales que usted podrá almacenar en su ordenador personal para uso privado, sin fines comerciales, respetando todos los derechos de propiedad intelectual y cualquier otro derecho que se pudiera mencionar. La reproducción, almacenaje permanente y la difusión de los contenidos o cualquier otro uso que tenga finalidad pública o comercial queda expresamente prohibida sin el consentimiento previo expreso y por escrito.