AFFINIUM

Disciplina + Humildad + Rigor ⇒ Verdad

Carta 2º Trimestre de 2022

24 de agosto de 2022

"La más alta cumbre es el comienzo de la decadencia".

—G.W.F. Hegel

Estimado partícipe:

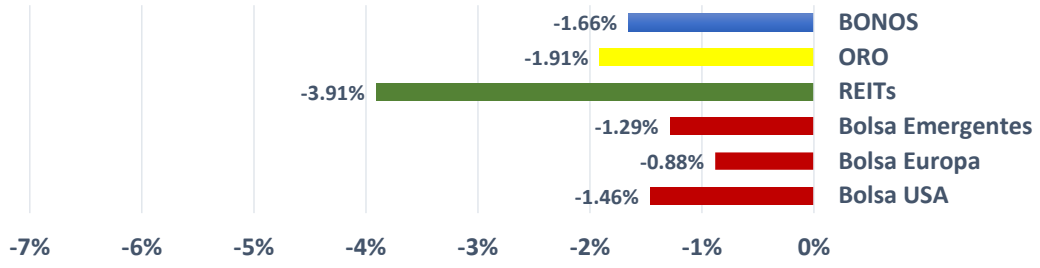
Durante el segundo trimestre de 2022 el valor liquidativo del fondo ha bajado un -10.83%.

El retorno acumulado desde que el fondo comenzó las operaciones el 31 de marzo de 2021 y hasta el 30 de junio de 2022 es de -15.30%, siendo los **retornos mensuales** como siguen[1]:

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%	-4.63%	-1.65%	-4.94%							-18.57%

2º Trimestre 2022: -10.83%

La **contribución por tipo de activo**[2] en cartera durante el **2º trimestre** es la siguiente:



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

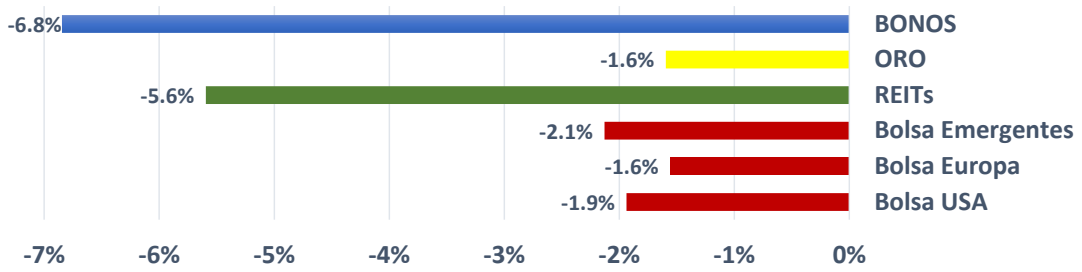
[2] Utilizamos una simple suma aritmética de la rentabilidad bruta de cada activo comparada con la rentabilidad bruta aritmética total de la cartera. Este ha sido tradicionalmente el método más frecuente para mostrar cuánto ha contribuido cada activo al retorno total de la cartera. Hoy en día, el campo 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.

Advertencia legal: Ver aviso en última página

Como se observa, ningún activo ha contribuido positivamente a la cartera en este 2º semestre, destacando especialmente la caída en REITs, que ha contribuido con -3.91% al retorno de la cartera.

Primer semestre 2022: -18.57%

La **contribución por tipo de activo** durante el **primer semestre** de 2022 es la siguiente:



Como se ve, **la fuerte caída en los bonos (-6.8%) durante la primera mitad del año es responsable de casi 1/3 del resultado del semestre**, seguido a corta distancia por la caída en REITs y (-5.6%) y Bolsa (-5.6%). Ningún activo ha contribuido positivamente.

* * *

¿Por qué está siendo tan intenso el actual *drawdown*?

El *drawdown* de la cartera hasta fin de junio, -18.57%, **está en el entorno de los experimentados en al menos otras tres situaciones recientes de extremo estrés**, siendo similar a la **crisis financiera de 2008** y las **recesiones de 1980 y 1974-75.** Aunque pueda resultar obvio, creemos conveniente recordar que en todos los casos el *drawdown* se recuperó y la cartera volvió a converger a su nivel de retorno de largo plazo propio de los activos en los que invierte.

Drawdowns tan profundos como el actual **no son frecuentes en la cartera**, por lo que procede preguntarse **las razones que lo están provocando** actualmente. Varios son los **factores que han confluido simultáneamente** en la primera mitad del 2022:

1. **La subida <u>más rápida</u> de tipos de interés y <u>desde el punto más bajo</u> (0%) de la historia**

   Aunque ha habido otros ciclos de subidas de tipos tan rápidos como el actual (por ejemplo, la subida de 1994), nunca en la historia se había dado un ciclo **tan rápido empezando con los tipos de interés en 0%**[3]. **El *drawdown* sufrido por los bonos ha sido el mayor conocido desde por lo menos 1842**[4]. Si el mercado de bonos fuera tan popular como el de la Bolsa, todos los periódicos y telediarios abrirían en portada con esta remarcable noticia. Algo que, por otra parte, sí han notado los inversores típicos en renta fija clasificados como "conservadores", al ser mayoritaria la inversión en renta fija en esos perfiles.

[3] Para encontrar un tipo de interés similarmente bajo hay que remontarse a finales de la 2º Guerra Mundial, cuando los tipos alcanzaron un mínimo histórico del 1.7%.
[4] Jason Zweig, *Wall Street Journal,* 6 mayo 2022. Revisar nuestra anterior carta trimestral para más detalles.

Empezar un ciclo de subidas desde el 0% es clave para entender la magnitud de la caída porque en otros ciclos de subidas, aún siendo brutales en magnitud (por ejemplo, los tres ciclos de subidas en los años '70 que llevaron los tipos desde el entorno del 3% en 1971 al 20%(!) en 1981), contaban con el "colchón" que proporcionaba un cupón (tipo de interés) significativamente mayor que cero.

Como comentamos en nuestra anterior carta del primer trimestre de 2022 (descargable en la sección de publicaciones de la web), el retorno total de un bono viene dado por dos componentes: A) variaciones en el precio (en los que intervienen factores como la duración, convexidad y expectativas de los diferentes tipos de participantes en el mercado de bonos), y B) el tipo de interés que paga el cupón del bono.

En esta ocasión nos encontramos sin apenas contribución por parte del cupón, pues en 2021 el tipo de interés del bono a 5 años estadounidense (5y) llegó al 0.19%. Así, **la brutal subida en pocos meses que hemos sufrido hasta por encima del 3% en junio, ha ocurrido sin el "colchón" que se tenía en otros ciclos de subidas previos como por ejemplo los de los años '70**.

Disponer de un "colchón" (cupón con una rentabilidad significativamente por encima de 0%) es pues clave para poder sortear con caídas más leves los ciclos de subidas de tipos.

La **buena noticia** es que, a partir de ahora, con unos tipos actualmente en el entorno del 3%, **disponemos de un "colchón" similar al que se tenía a principios de los años '70**. Una década en la que, a pesar de las brutales subidas de tipos de hasta el 20%, **la inversión en el 5y no produjo ningún año natural en negativo** gracias al "colchón" de empezar dichas subidas en un tipo de interés suficientemente significativo (en torno al 3%) como para compensar las variaciones en precio.

En otras palabras, aunque los próximos años se desarrollaran de manera similar a la de los años '70 —algo que muchos inversores temen en cuanto a una inflación descontrolada—, **la cartera se encuentra actualmente en una situación mucho mejor que en 2021**, al contar con ese "colchón" (tipos de interés en torno al 3%, tal como a principios de la década de los '70) del que se carecía el año pasado.

2. Los activos en cartera se han **correlacionado positivamente**. Esto es, todos los activos de la cartera, como se ve en la atribución de rentabilidades, **han caído a la vez** durante todo el primer semestre.

   Desde hace más de medio siglo (concretamente, desde 1969) **no se observaba una caída simultánea en bolsa y bonos** (correlación positiva) como la actual. En todos los años bajistas en bolsa del último medio siglo (1973, 1974, 1977, 1981, 1990, 2000, 2001, 2002, 2008, 2018) los bonos contribuyeron con retornos positivos. Esto es, bolsa y bonos mostraron correlación negativa, ofreciendo una cartera de menor volatilidad y menor *drawdown*.

   De hecho, **en los últimos 150 años, sólo ha habido 4 años naturales en los que tanto bolsas como bonos cayeron simultáneamente** (correlación positiva): 1907, 1917, 1931 y 1969; con lo que el actual 2022 sería el quinto evento de este tipo:

Años naturales en los que caen simultaneamente bolsa y bonos desde 1871:

Año	Bolsa US	5y		Año siguiente:	Bolsa US	5y
1907	-24.21%	-0.34%	Un año después:	*1908*	39.37%	11.40%
1917	-18.57%	-1.70%		*1918*	18.02%	4.63%
1931	-44.12%	-2.10%		*1932*	-8.66%	12.24%
1969	-10.28%	-2.14%		*1970*	4.79%	17.19%
*2022**	-21.30%	-6.80%		*2023*	?	?

*Primer semestre

Se trata pues de un fenómeno estadísticamente raro (ocurriría poco más de unas 3 veces por siglo, debido a las razones resumidas en el recién visto punto 1) y que suele ser **seguido por significativas recuperaciones**, por las razones que ya explicamos en la anterior carta del 1er trimestre.

En una cartera multiactivo como Affinium, se puede esperar que la variabilidad a lo largo del tiempo (volatilidad y *drawdowns*) de la cartera se reduzca considerablemente precisamente por invertir en varias clases de activos cuyo comportamiento suele estar motivado por diferentes causas. Y **así sucede la mayor parte del tiempo** como acabamos de ver.

Sin embargo, la deseada reducción de la volatilidad y *drawdowns* al combinar clases de activos no puede ser nunca absoluta ni estar garantizada, en el sentido de poder reducir a voluntad la profundidad de los *drawdowns*. En el límite ideal en el que los activos siempre estuvieran descorrelacionados, 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 y en todo momento negativas entre sí —cosa que no ocurre en la realidad—, o se pudiera predecir de manera consistente cómo variarán dichas correlaciones en el futuro. Entonces sí se podría construir una cartera "ideal" o "mecanismo de relojería" con el que, variando los pesos de los activos en función de las correlaciones esperadas, sus variaciones de precios se compensaran entre sí durante todo el tiempo.

Aunque esta idea se ha intentado varias veces por parte de la industria bajo diferentes enfoques y con diferentes nombres, 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 obedecerá a las expectativas e intereses de los diferentes 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 vuelve temporalmente positiva (esto es, se mueven todos a la vez). Esto puede suceder cuando todos los activos subiendo a la vez (como ocurrido por ejemplo en 2019) o todos los activos caen a la vez (segunda mitad de 2018, o la actual primera mitad de 2022).

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.

En resumen, **una cartera diversificada en varios activos reduce considerablemente los *drawdowns* la mayor parte del tiempo, pero no los elimina ni los hace arbitrariamente pequeños**. Son parte del camino a recorrer 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.

3. Los Bancos Centrales han comunicado que **van a sacrificar el crecimiento económico y dar prioridad a la lucha contra la inflación**, por lo que también está cayendo la Bolsa al descontar menores beneficios futuros.
4. La inversión inmobiliaria a través de **REITs** se ha visto muy perjudicada por la subida de tipos y las expectativas de recesión económica, con caídas en el entorno del **-20%** en el primer semestre del año.

Las subidas de tipos y la caída de expectativas de crecimiento económico hacen daño a los activos inmobiliarios por partida doble. Efectivamente, la inversión inmobiliaria se podría considerar como una **clase de activo híbrida entre bonos y acciones**, con ciertas particularidades:

a) Cuentan con **respaldo físico real**, a diferencia de los bonos de empresa o gobiernos. Éstos últimos son una obligación contractual abstracta entre las partes, sin respaldo físico en última instancia.

b) Conceptualmente son **asimilables a títulos de renta fija perpetua**, sin vencimiento a la vista como sí tienen los bonos. Esto los hace especialmente sensibles a los cambios en los tipos de interés y sus expectativas; de ahí el impacto que ha tenido la acelerada subida de tipos en su precio durante el primer semestre.

c) Conceptualmente también son **asimilables a "acciones de dividendos",** pues por ley este tipo de empresas deben pagar al menos el 90% de los beneficios a los accionistas en forma de dividendos. El diferencial entre el tipo de interés que los REITs pagan y el que pagan los bonos gubernamentales penaliza pues su valoración cuando estos últimos experimentan fuertes subidas.

d) Son **positivamente sensibles a la inflación**, pues recogen la subida generalizada de los precios en sus valoraciones vía: i) subida de precio de los alquileres y ii) aumento en la valoración del precio de los inmuebles.

Así, **en su faceta como bonos, les ha perjudicado la salvaje subida de tipos de interés. Y en su faceta como "acciones de dividendos", les ha perjudicado tanto la caída en las perspectivas de crecimiento económico como la contracción del diferencial entre su tipo de interés y el de los bonos gubernamentales**.

En consecuencia, su faceta como activo refugio frente a la inflación este primer semestre no ha podido compensar el efecto negativo que ha tenido la subida de tipos y la perspectiva de entrada en recesión. Si bien hay que recordar que ya el año pasado funcionó muy bien y como se esperaba, con una subida en torno al 38%, muy por encima de su promedio.

5. **El oro**, si bien se ha revalorizado más de un 50% desde mediados de 2018 (un 12% anualizado, quizá anticipando la inflación actual), permanece desde verano de 2020 en un movimiento lateral entre los niveles de $1700 y $2000 por onza-troy. A fin de junio de 2022

ha bajado ligeramente con respecto a los niveles en los que cerró 2021, por lo que en la primera mitad del año su aportación está siendo ligeramente negativa a la cartera.

Nótese que, como acabamos de ver, tanto **oro** como **REITs** ya habían experimentado subidas por encima de la media en los últimos 2-3 años, aunque en los últimos seis meses no lo hayan hecho.

* * *

¿El actual *drawdown* refuta los fundamentos de la cartera?

Todo inversor debería preguntarse si las hipótesis en las que basa su inversión siguen siendo vigentes. No sólo cuando llega un *drawdown* y el dolor le lleva a ello, sino en todo momento. En realidad, la cuestión plantea indirectamente **la idea de riesgo** al invertir.

Aunque la industria de la inversión hace equivalentes la volatilidad y *drawdowns* al riesgo, nosotros creemos que no es "cuánto se mueve" algo —volatilidad y *drawdowns* son medidas descriptivas de cuánto y cómo se mueve un activo a lo largo del tiempo[5]—, sino **la posibilidad de perder permanentemente el capital invertido**.

Para contestar a la pregunta de si el actual *drawdown* pone en peligro la inversión, vamos a **refrescar las razones por las que invertimos del modo en el que lo hacemos**[6]:

La cartera Affinium se fundamenta en capturar de manera eficiente el crecimiento de las principales actividades económicas a través de su manifestación en las distintas clases de activos financieros clásicas. Actividades que, **siempre y cuando se mantenga un nivel suficiente de libre mercado, se respete suficientemente la propiedad privada y el Imperio de la Ley —y los impuestos no sean confiscatorios—; van a permitir un crecimiento económico** que va a mejorar la sociedad en su conjunto al aumentar su riqueza agregada.

Asimismo, ese crecimiento a largo plazo se manifiesta —sobre todo, pero no de forma exclusiva— en los retornos positivos a largo plazo de los activos que han acompañado a la humanidad durante miles de años, cubriendo distintos aspectos de sus necesidades y actividades:

- **Bolsa mundial**: Las empresas generan riqueza a lo largo de los ciclos económicos al satisfacer los productos y servicios más demandados por la sociedad en cada era y ciclo. Al invertir de manera indexada se consigue exposición automática a aquellas empresas que mejor se están comportando en cada ciclo, sin la necesidad de seleccionarlas ni de hacer predicciones.
- **Bonos** (Renta Fija, Deuda): A cambio de un tipo de interés, la cartera presta el dinero sólo al gobierno más solvente y con menor posibilidad de quiebra incluso en las peores circunstancias; USA.
- **Inmobiliario** (Real Estate): Genera riqueza al cubrir las necesidades de vivienda y espacio físico que requiere la sociedad y la actividad económica.
- **Oro**: Conserva la riqueza al ser uno de los pocos activos reserva de valor que los Bancos centrales no pueden adulterar y que sigue siendo reconocida por todos los Estados (de hecho y a pesar de criticarlo constantemente, los Bancos Centrales no dejan de acumular

[5] Ahora bien, llega un punto en el que un exceso de volatilidad o unas caídas desproporcionadas pueden poner en peligro la capacidad de recuperación de una cartera. Es entonces cuando volatilidad y drawdowns pueden convertirse también en riesgo. Efectivamente, cuanto mayor sea la caída, más se pierde la simetría lineal entre caída y recuperación necesaria posterior, y más exponencialmente difícil se hace recobrar el nivel previo. Esto es, las caídas desproporcionadas, más allá del entorno de un -25%, perjudican excesivamente la inversión a largo plazo y se deben tratar de evitar en la medida de lo posible y razonable.

Por ejemplo, para recuperar una caída del -18% es necesaria una revalorización del +22%, valores todavía bastante similares y razonables. Pero para recuperar una caída del -50% es necesario un +100%, del -80% un +400%, etc. Como ya hemos comentado, tendemos a pensar linealmente y creemos que para recuperar cualquier caída es suficiente una revalorización similar (simétrica). Y si bien esa linealidad es una aproximación suficientemente buena para pequeñas caídas, más allá de niveles en torno al -25% o -30%, el efecto exponencial empieza a pesar cada vez con mayor intensidad. Esto puede hacer que caídas desproporcionadas sean tan grandes que la revalorización necesaria se convierta en algo extremadamente difícil de conseguir, y es donde la volatilidad y el *drawdown* pasan a convertirse en riesgo. Para más detalle sobre este tema consultar nuestro memo sobre *drawdown* en la sección de publicaciones de la web del fondo.

[6] Este resumen se complementa muy bien con el marco teórico: https://affinium.info/teoria

oro). Es el principal y más persistente refugio de valor a lo largo de varias civilizaciones y miles de años, frente a la inevitable decadencia a largo plazo de todas las monedas fiat.

La indexación, como recordado en numerosas ocasiones, es el modo que nos permite exponernos a la renta variable y al inmobiliario de la manera **más segura y conveniente**. **Más seguro** porque los índices, a diferencia de las compañías concretas o una cartera de empresas, por definición **no pueden quebrar**: están constantemente "reciclando" su composición, expulsando a las compañías perdedoras e incorporando a las ganadoras, independientemente de los motivos, y se esté o no de acuerdo. Y **más conveniente**, pues al no poder predecir qué empresas serán las ganadoras en los próximos años ni cuáles serán los pocos gestores que superen su índice en el largo plazo, sí que tenemos acceso al método (la indexación) que superará a más del 95% de los gestores activos.

Aún así, debemos tener presente que el proceso de "reciclado" natural en los índices se produce a lo largo de los ciclos, lo que no evita atravesar sucesivos mercados alcistas y bajistas (como el actual) en el medio plazo, para converger en el largo plazo a su retorno esperado. Los mercados bajistas en los índices suficientemente diversificados son parte de su naturaleza, no una señal de que hayan dejado de funcionar.

Así, se puede desglosar la pregunta inicial, con las hipótesis recién refrescadas, en varias sub-preguntas:

- **¿El actual *drawdown* cuestiona la validez de invertir a largo plazo de manera indexada en bolsa e inmobiliario, en bonos del gobierno norteamericano y en oro?**
- **¿Las clases de activos en los que invierte la cartera han perdido las propiedades a largo plazo por las que se decidió invertir en ellos?**
- **¿Invalidan las actuales caídas la eficacia y seguridad a largo plazo de la indexación?**
- **¿Han aparecido nuevos riesgos o información nueva que hagan peligroso invertir en estos activos a largo plazo?**

Creemos, con fuerte convicción, que la respuesta a estas preguntas es no. El actual *drawdown* no pone en duda las hipótesis sobre las que se fundamenta la cartera. El actual *drawdown*, aunque doloroso, forma parte de los movimientos naturales que estas cuatro clases de activos muestran a lo largo de los ciclos.

En cualquier caso, en nuestra función de asesores del fondo, nuestro trabajo y responsabilidad es hacernos estas preguntas honesta y constantemente, se esté o no en *drawdown*. **Nuestro trabajo es también evaluar las hipótesis de inversión y estar siempre alerta frente al surgimiento de nuevos riesgos o nueva información que pudiera invalidar las hipótesis** con las que se construye la cartera, pensando **siempre y por encima de cualquier otra consideración en el interés de nuestros inversores**.

* * *

Advertencia legal: Ver aviso en última página

Una reflexión sobre la libertad, la volatilidad y el riesgo

Es importante comprender que el movimiento de los precios en los activos líquidos —**la volatilidad—, es una consecuencia de algo que todos valoramos sobremanera: nuestra propia libertad individual** a la hora de decidir y actuar.

A nivel individual, cada uno de nosotros estamos siempre evaluando y proyectando la evolución del exterior y de los demás; algo imprescindible para tomar nuestras propias decisiones en nuestras vidas. Según lo que vemos, creemos saber, nuestra cosmovisión y nuestros razonamientos; estimamos qué podría pasar y qué es lo que más nos conviene a la hora de tomar decisiones frente a un futuro siempre incierto.

Así, en una sociedad libre, los demás también están constantemente evaluando ese futuro incierto. Pueden, por tanto, cambiar de opinión. Y lo hacen. Además, de maneras que no podemos predecir, pues cada uno es en última instancia libre. Por eso el futuro no es algo por descubrir (una "x" a despejar en un modelo matemático o un objeto sólido e inamovible que espera ser desenterrado), sino algo que siempre está por crear.

Es decir, si nosotros somos libres para decidir y cambiar de opinión, ¿por qué no deberían serlo también los demás? Resulta entonces paradójico que **nos moleste tanto la volatilidad de los mercados, pues no es otra cosa que la manifestación de las decisiones y los cambios de opinión de los demás sobre el futuro o sobre sus propios intereses**. Es decir, quejarnos de la volatilidad de los mercados sería equivalente a quejarnos de que los demás sean libres.

Si estimamos como irrenunciable nuestra propia libertad personal de opinión y acción, **para que los precios no se movieran y eliminar el riesgo de toda inversión, entonces las decisiones de los demás tendrían que limitarse por fuerza o estar predeterminadas de antemano**. Sólo en una sociedad **totalitaria** en la que todo el mundo tuviera forzosamente predeterminado qué puede y no puede hacer sería posible eliminar el riesgo y la volatilidad. Parafraseando a Benjamin Franklin, una sociedad que hubiera sacrificado la libertad a cambio de la seguridad absoluta, no sólo no obtendría ni lo uno ni lo otro, sino tampoco podría alcanzar los beneficios sociales y riqueza de un inexistente mercado libre. **Una sociedad sin libertad podría eliminar el riesgo, pero estaría condenada a la miseria**.

Llegamos a la conclusión de que **el riesgo al invertir y la volatilidad de los precios son manifestaciones de la libre acción humana**. No son una "pega" o "molestia" a eliminar de la realidad por la incomodidad emocional que nos produce, sino **una característica propia de la inversión que, como inversores, debemos aprender a tolerar** sin que nos asuste ni nos haga cometer errores emocionales ni cognitivos.

Así, el movimiento de los precios —por pura adicción aritmética en cualquier serie con volatilidad—, siempre va a producir en el corto y medio plazo caídas y subidas más o menos profundas[7]. Como señala Hegel en la cita inicial, todo *drawdown* es continuación de un zénit (máximo) previo, así como toda subida es continuación de un nadir (*drawdown*) anterior. Son movimientos de corto y medio plazo que se compensan en el largo plazo, al hacerse prevalente, por encima del ruido de la volatilidad, las razones fundamentales que impulsan el crecimiento intrínseco de los activos de la cartera.

[7] El lector puede hacer el ejercicio de lanzar un dado varias veces, con el que ganaría 1€ si el resultado es 3, 4, 5 o 6, y perdería 1€ si el resultado es 1 o 2. Aunque este "dado trucado" tiene una esperanza matemática claramente positiva a largo plazo (es decir, sería un equivalente simplificado a la inversión en una clase de activo rentable a largo plazo), a lo largo de sucesivas series de tiradas inevitablemente va a atravesar *drawdowns* más o menos largos y profundos en el corto y medio plazo.

Si bien intentamos suavizar, de manera prudente y en la medida de lo posible, la volatilidad y *drawdowns* para hacer el camino más llevadero, debemos ser conscientes de que un exceso de celo a la hora de intentar eliminar los *drawdowns* puede llevar a la catástrofe. La razón es que el riesgo no se puede eliminar totalmente, sólo transferir parcialmente o "disfrazar" temporalmente. Si pretendemos reducir excesivamente la natural volatilidad de los mercados, inevitablemente se incrementan los riesgos en otros aspectos de la inversión menos visibles. **La inversión sin volatilidad no puede existir porque equivaldría a negar o suprimir la libertad de los demás. Y sin libertad personal no puede haber crecimiento personal ni enriquecimiento para la sociedad a través del libre mercado.**

Invertir con seguridad para el largo plazo requiere, más que intentar eliminar los *drawdowns*, enfocarse en elegir activos de calidad, con la mínima posibilidad de quiebra y que crezcan inevitablemente a largo plazo, así como elegir instrumentos eficaces para exponerse a ellos. Y no dejar que otros tipos de riesgo, implícitos o explícitos, entren en la cartera. Finalmente, y cuando se cumplen las anteriores condiciones, contar con el suficiente control emocional y paciencia para permitir que la cartera converja a su retorno de largo plazo.

* * *

De nuevo, nos gustaría terminar esta carta agradeciendo sinceramente a todos los partícipes su paciencia, sobriedad y comprensión. Sobre todo, el compromiso y confianza que, a pesar de estar atravesando el severo *drawdown* actual, nos demuestran al permanecer con nosotros invertidos.

Sólo nos queda recordar que, como siempre, quedamos a vuestra directa disposición para aclarar cualquier duda, cuestión 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.