



AFFINIUM

Disciplina + Humildad + Rigor ⇒ Verdad

Carta 3º Trimestre de 2023

13 de noviembre de 2023

*Disfruta los buenos tiempos y resiste los malos.
Porque como dicen, buenos o malos, “esto también pasará”.*

— Proverbio Persa Sufí de la Edad Media

Estimado partícipe:

Durante el tercer trimestre de 2023 el valor liquidativo del fondo ha caído un -4.20%.

El retorno acumulado desde que el fondo comenzó las operaciones el 31 de marzo de 2021 y hasta el 29 de septiembre de 2023 es de -23.92%, siendo los **retornos mensuales** como siguen¹:

	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic	2023
VL	82.30	78.99	81.72	81.74	80.18	79.02	80.32	79.33	75.70				YTD
Retorno	4.24%	-4.02%	3.46%	0.02%	-1.91%	-1.45%	1.65%	-1.23%	-4.58%				-4.12%
Desde Inicio	-17.28%	-20.61%	-17.86%	-17.84%	-19.41%	-20.58%	-19.27%	-20.26%	-23.92%				

	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic	2022
VL	98.03	95.63	94.51	90.13	88.65	84.27	87.02	82.74	77.43	77.97	80.26	78.95	YTD
Retorno	-5.27%	-2.44%	-1.17%	-4.63%	-1.65%	-4.94%	3.26%	-4.92%	-6.41%	0.69%	2.94%	-1.63%	-23.71%
Desde Inicio	-1.47%	-3.88%	-5.01%	-9.41%	-10.90%	-15.30%	-12.54%	-16.84%	-22.17%	-21.64%	-19.33%	-20.65%	

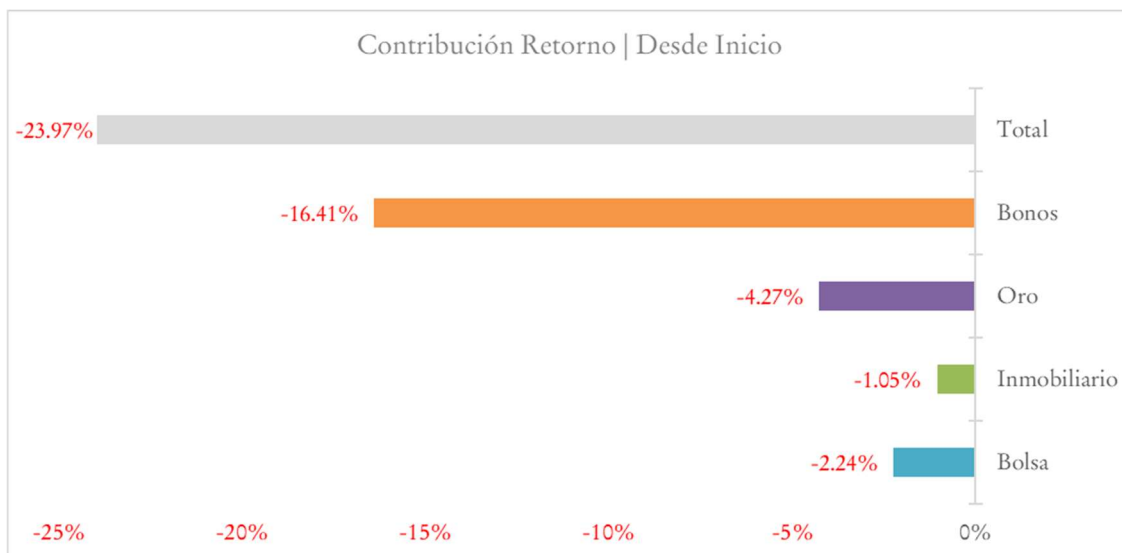
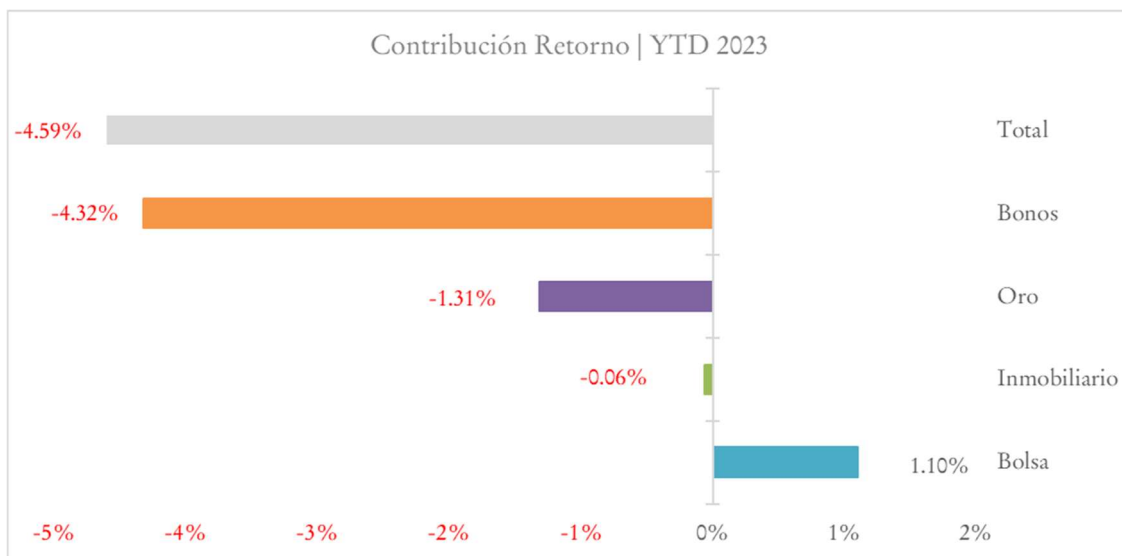
	Ene	Feb	31 Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic	2021
VL	-	-	99.49	101.53	103.73	102.46	103.76	104.36	100.88	102.21	100.98	103.49	YTD
Retorno	-	-	-	2.05%	2.17%	-1.23%	1.27%	0.58%	-3.33%	1.32%	-1.21%	2.48%	4.01%
Desde Inicio	-	-	-	2.05%	4.26%	2.98%	4.29%	4.90%	1.40%	2.73%	1.49%	4.01%	

Podemos observar que, en términos de volatilidad, el fondo sigue teniendo, a pesar de las caídas, casi la mitad de volatilidad que las acciones y mucho más cerca de la volatilidad de los bonos. Esta volatilidad no es un objetivo premeditado o un resultado previsto en nuestra construcción de cartera, sino simplemente un resultado que esperaríamos ver si la cartera está funcionando de acuerdo con su estructura prevista.

Volatilidad	Bolsa	Fondo	Bonos
Desde Inicio	14.69%	8.70%	6.70%

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

La contribución² por tipo de activo en cartera durante el año actual y desde inicio son las siguientes:



* * *

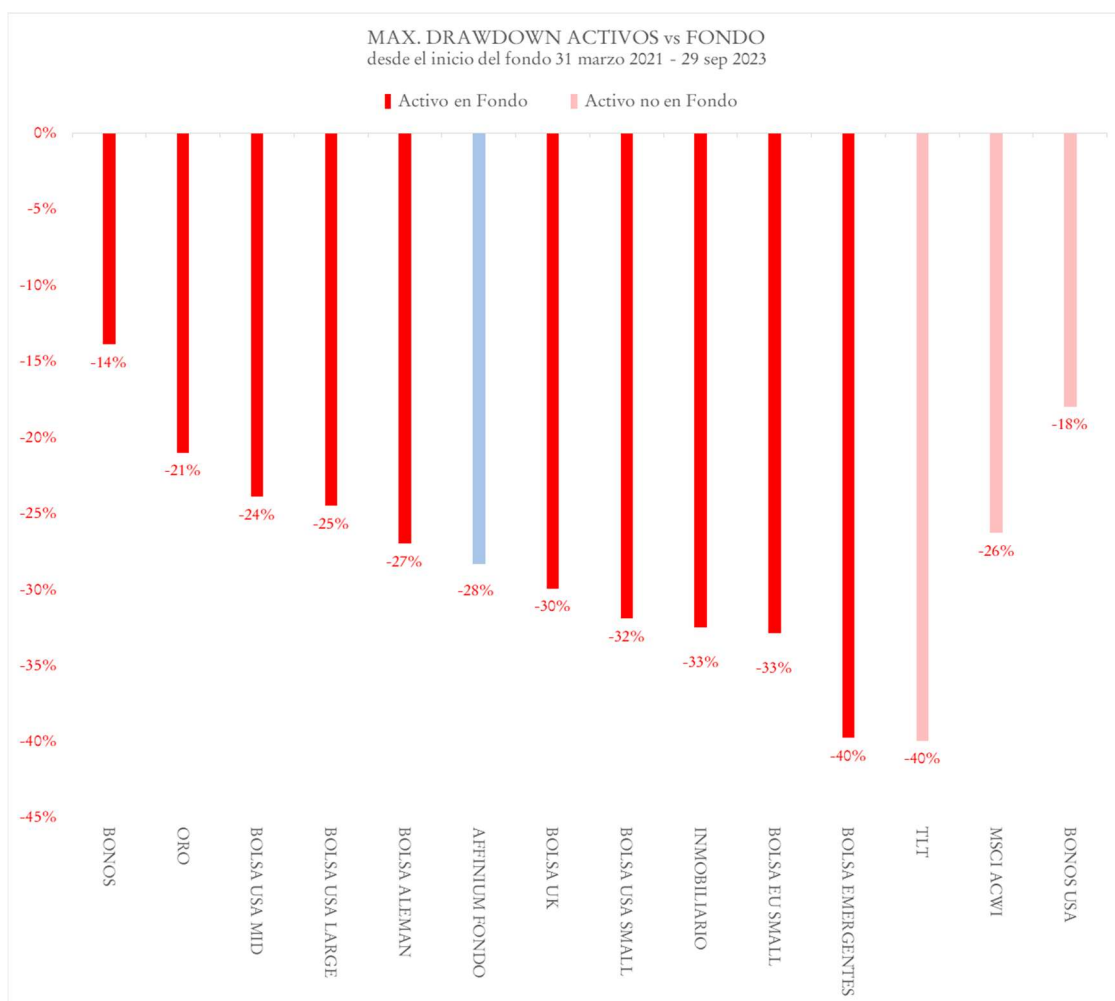
² Utilizamos una simple suma aritmética de la rentabilidad bruta de cada activo comparada con la rentabilidad bruta aritmética total de la cartera. Este ha sido tradicionalmente el método más frecuente para mostrar cuánto ha contribuido cada activo al retorno total de la cartera. Hoy en día, el campo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

PERSPECTIVA — “No pierdas la cabeza”.

Como se comentó en nuestro primer memo³ del 1 de junio de 2021, ‘El Drawdown’, no tiene sentido considerar este concepto de inversión, tan temido, de forma aislada.

En nuestra opinión, un inversor debe siempre situar estos períodos inevitables en un contexto suficientemente amplio para evitar caer en la trampa de la ansiedad y tomar decisiones potencialmente devastadoras⁴.

El Gráfico 1 proporciona un contexto inicial mostrando la caída máxima (drawdown) de cada activo de nuestra cartera desde su inicio el 31 de marzo de 2021, junto con algunos activos similares que no están en el fondo.



— Gráfico 1 —

Como se puede observar, el drawdown del fondo se encuentra en mitad del rango de drawdowns de los activos en la cartera, ligeramente por debajo de la mediana y el promedio

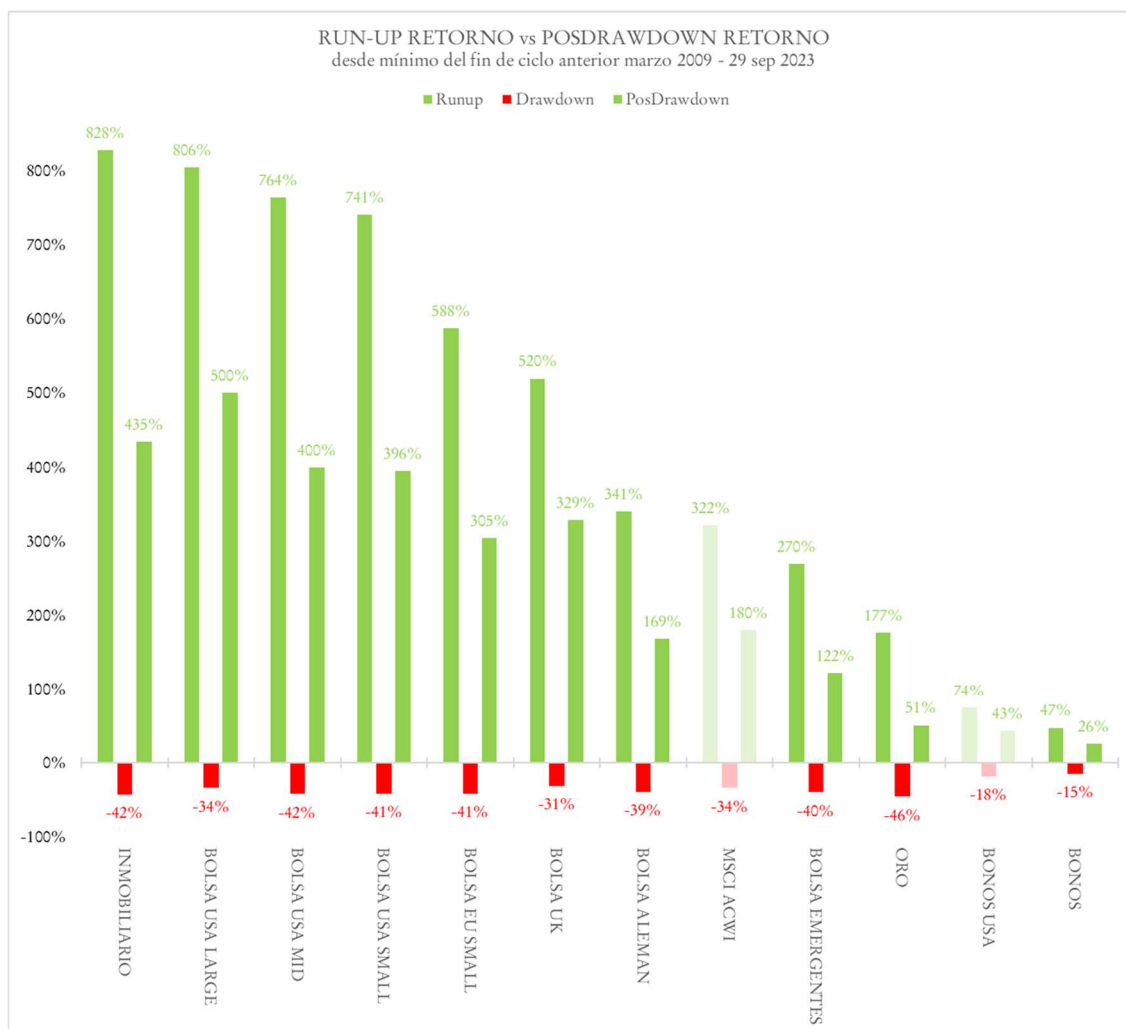
³ Todos los memos y cartas trimestrales se pueden descargar en <https://affinium.info/memos>

⁴ Cuando un inversor se deja llevar por el pánico o por la búsqueda de alivio a la ansiedad que le produce ver caídas en sus inversiones, se comporta de tal manera que se impide a sí mismo conseguir los retornos a largo plazo de los activos. Efectivamente, si un inversor vende tras una fuerte caída y compra tras una fuerte subida, lo más probable es que el agregado de sus operaciones con el paso del tiempo (‘over time’) resulte ampliamente perdedor.

de la serie. Esto es, su drawdown es coherente en el contexto de todos los drawdowns máximos de los activos del fondo desde que la cartera comenzó el 31 de marzo de 2021.

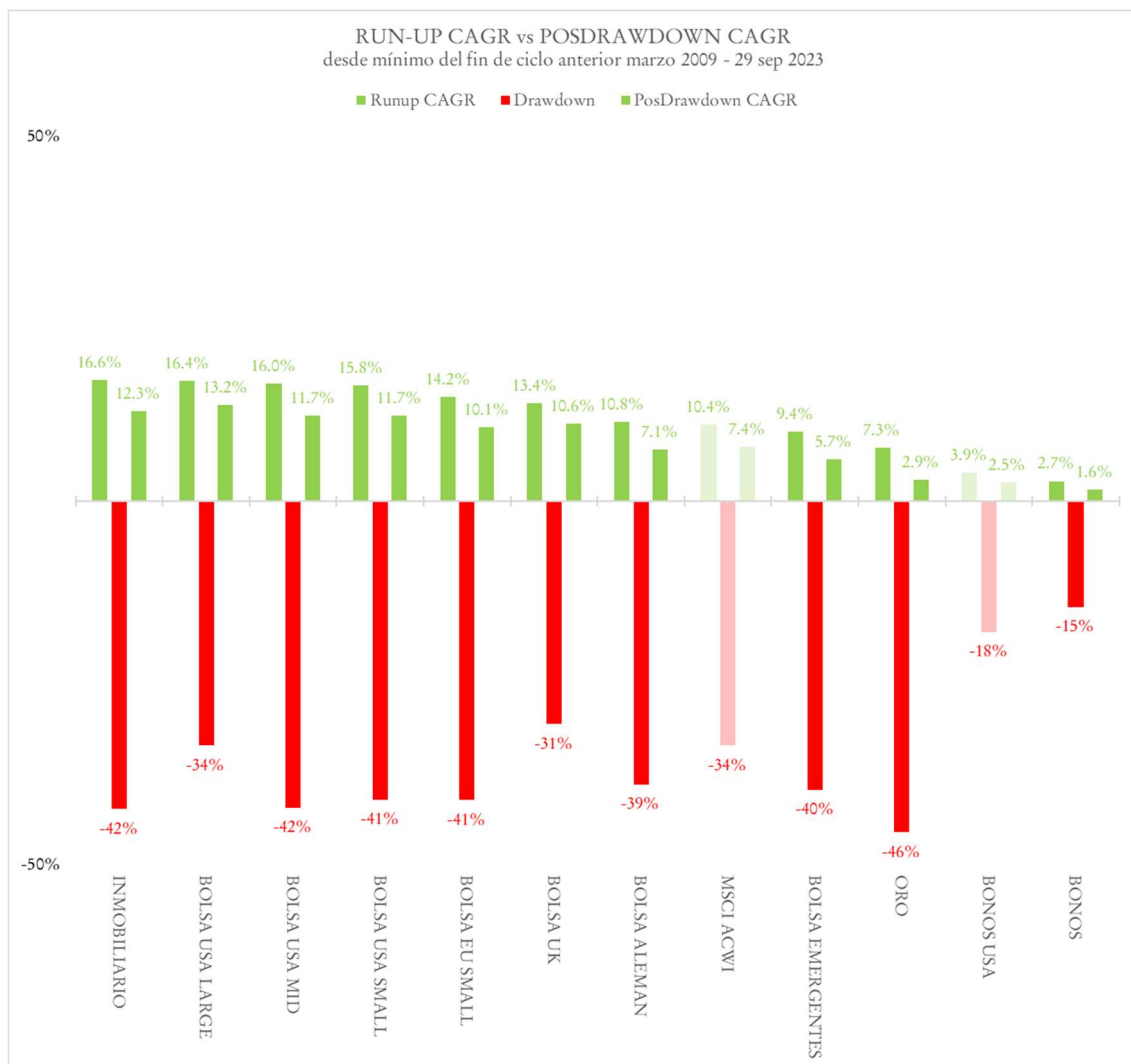
Otra forma de dar contexto al drawdown es considerar las caídas de los activos en comparación con el ciclo anterior de subida o “runup”. El runup sería el retorno total desde el mínimo del ciclo anterior, hasta el máximo del ciclo actual justo antes de iniciarse el drawdown. Y, además, revisar el retorno total desde el mínimo del ciclo anterior hasta el mínimo posterior al drawdown del ciclo actual. De este modo se puede apreciar el impacto del drawdown en el contexto de un ciclo completo de subida más caída.

El gráfico 2 ilustra este contexto mostrando que, aunque el tamaño de la caída en muchos casos es casi del -50%, el retorno total acumulado posterior a la caída sigue siendo positivo y ampliamente satisfactorio.



—Gráfico 2—

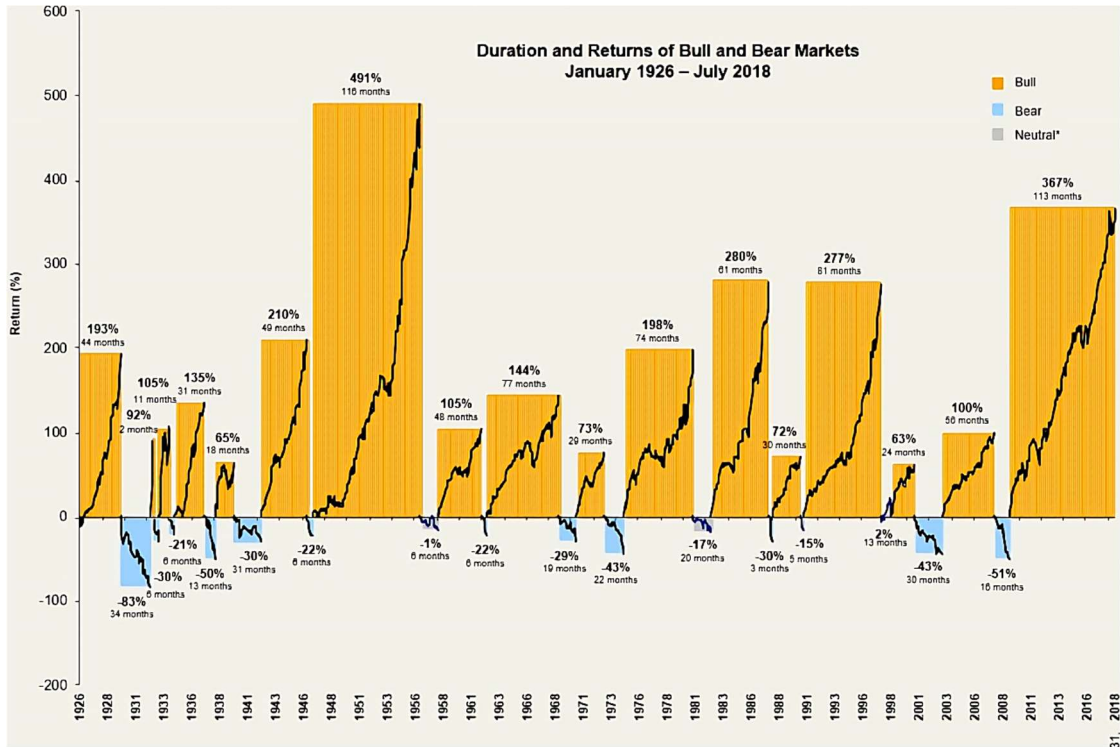
Otra forma de ver el impacto del drawdown en un ciclo completo, es observar cómo afecta a la tasa de retorno anualizada compuesta (o CAGR por sus siglas en inglés) antes y después de la caída. En el gráfico 3 se muestra la misma información del gráfico 2, pero se puede observar cómo ha afectado el actual drawdown al retorno anual compuesto de cada activo para todo el ciclo (PosDrawdown CAGR), así como estimar el CAGR de una cartera compuesta por todos estos activos.



—Gráfico 3—

La conclusión es que, a pesar de los grandes drawdowns que están experimentando todos los activos, el retorno total sigue siendo más que satisfactorio considerando en su totalidad el ciclo de catorce años y medio entre el mínimo del ciclo anterior, el nuevo máximo del ciclo actual y, finalmente, el actual drawdown.

La progresión natural a este hilo de contexto y perspectiva es considerar el siguiente ciclo de subidas o *runup*, y así sucesivamente. Esto se ve claramente en el siguiente gráfico 4, producido por *Russell Investments*, en el que se pone en contexto histórico los sucesivos ciclos de subidas y caídas al considerar los *runups* de los “Bull Market” (mercados alcistas) y los *drawdowns* de los “Bear Market” (mercados bajistas) del índice S&P 500 desde 1926 hasta 2018. Esto pone los *drawdowns* correctamente en perspectiva al permitir ponderarlos en su correcto contexto con el paso del tiempo (‘over time’).



—Gráfico 4—

Es importante tener en cuenta que este ejercicio y conclusión se basan en que el activo continúe aumentando de valor con el paso del tiempo y alcanzando en el futuro máximos cada vez más altos comparados con sus ciclos anteriores a lo largo de la historia.

∴

Continuando con la misma publicación del FT, el Gráfico 6 a continuación muestra la comparativa con diferentes carteras conservadoras con el paso del tiempo.

Si bien la cartera de El-Erian tuvo el mayor retorno total durante el período, también sufrió el peor drawdown máximo del -46,5%. La cartera de Marc Faber empató en segundo lugar con la cartera de Warren Buffett.



—Gráfico 6—

* * *

De nuevo y a riesgo de repetirnos, nos gustaría despedir esta carta insistiendo en el hecho de que, a pesar de estar atravesando uno de los tres peores drawdowns para la cartera en dos siglos y medio, la gran mayoría de los partícipes no sólo no ha abandonado, sino que han continuado aportando al fondo a lo largo del actual drawdown.

Como profesionales en los mercados desde hace más de dos décadas, hemos presenciado directamente el comportamiento inversor durante mercados bajistas como los de 2000-02 y 2008. En aquellos mercados bajistas, la mayoría de los inversores tiraron la toalla en lo peor del drawdown —en coherencia con lo que muestran los estudios históricos sobre el comportamiento inversor— incapacitándose a sí mismo para capturar el siguiente runup. Un runup que, tarde o temprano, suele volver como acabamos de ver. Sin embargo, los partícipes habéis demostrado una disciplina, paciencia y comprensión de la cartera que sinceramente ha superado nuestras expectativas más optimistas.

Debemos pues reconocer a los actuales partícipes como un ejemplo a seguir, debido a un comportamiento digno de elogio y muy poco común. No es fácil encontrar inversores así, por lo que no podemos dejar de repetir lo honrados y afortunados que nos sentimos, acompañándonos en esta travesía, incluso cuando nos está golpeando una tormenta centenaria nada más salir de puerto.

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

Muy atentamente,

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.