

HOROS

ASSET  
MANAGE-  
MENT

CARTA TRIMESTRAL  
A LOS PARTÍCIPES

MAYO 2022

## MAYO 2022

Estimado co-inversor,

Iniciamos un nuevo año con tres grandes focos de incertidumbre que van a condicionar el devenir de este año bursátil: la situación económica de China, el impacto de la invasión rusa de Ucrania y las medidas de los bancos centrales para combatir la actual inflación. En este complicado contexto, nuestro fondo Horos Value Internacional se ha anotado un 1,4% de rentabilidad en el trimestre, frente al -3,3% de su índice comparable. Por su parte, Horos Value Iberia se ha dejado un -1,9% en el periodo, en comparación con una subida del 0,5% de su índice de referencia.

Aprovecho, como es costumbre, para actualizar nuestras rentabilidades de más largo plazo. Por un lado, desde el inicio de Horos (21 de mayo de 2018), Horos Value Internacional consigue una rentabilidad del 22,3%, inferior al 55,2% de su índice de referencia; mientras que Horos Value Iberia obtiene una rentabilidad del 8,1%, superior al 0,5% de su índice comparable. Por otro lado, desde 2012, las rentabilidades de este equipo gestor alcanzarían el 199% en la estrategia internacional y el 171% en la estrategia ibérica, en comparación con un 219% y un 71% de sus índices.<sup>1</sup>

Dedicaremos esta carta a tratar con mayor o menor detalle estos tres grandes focos de incertidumbre actuales, además de, como siempre, comentar los principales movimientos de nuestra cartera.

Muchas gracias por su confianza.

Reciba un cordial saludo,

—|

Javier Ruiz, CFA  
Director de Inversiones  
Horos Asset Management

---

<sup>1</sup> El dato incluye los resultados obtenidos por el equipo gestor en su anterior etapa profesional en otra gestora de fondos de inversión (desde el 31 mayo de 2012 para la estrategia internacional y el 30 de septiembre para la estrategia ibérica, hasta el 22 de mayo de 2018 en ambos casos, momento en el que se incorporan a Horos AM). Rentabilidades pasadas, no son garantía de rentabilidades futuras.

## Resumen ejecutivo

*Veo una evolución para la inflación que se parece a una joroba.*

— Christine Lagarde.

Sin lugar a duda, es difícil encontrar un periodo en el que no estén sucediendo eventos tan relevantes como los que estamos viviendo estos meses. Por un lado, desde el pasado ejercicio, a raíz de la intervención regulatoria del gobierno chino en sectores tan relevantes como el inmobiliario o el tecnológico e impactado por las medidas de confinamiento para combatir la ola actual del coronavirus en este país, China está viviendo su peor escenario económico desde que inició una huida del modelo comunista hacia el actual capitalismo de estado. Por otro lado, la invasión de Rusia a Ucrania está contribuyendo a acrecentar los problemas del frágil sistema energético occidental, muy condicionado por la desordenada y forzada transición energética en la que llevamos sumidos los últimos años. Como consecuencia de ello, las materias primas (en especial, los combustibles fósiles) están viviendo fuertes cuellos de botella que están desencadenando subidas verticales en sus precios. Por último, muy relevante por su impacto directo en los mercados, los bancos centrales (en especial, la Reserva Federal) están iniciando el mayor endurecimiento monetario desde hace más de quince años, derivado de la fuerte inflación que estamos padeciendo en el mundo entero. Este endurecimiento monetario está impactando en la evolución de la renta fija (con caídas no registradas en décadas para un primer trimestre) y en aquellas compañías que descontaban en su valoración flujos de efectivo muy alejados del tiempo presente (caso de los negocios que afloraron en la pandemia o muchas de las compañías pertenecientes al sector tecnológico). De todo ello hablaremos en la presente carta.

Adicionalmente, comentaremos los movimientos más significativos que se han producido en nuestras carteras. Entre otros, podemos destacar que en Horos Value Internacional hemos vendido nuestra posición en las productoras de carbón metalúrgico, **Ramaco Resources** y **Warrior Met Coal**, tras su excelente evolución bursátil. Por el contrario, hemos iniciado dos nuevas posiciones en el trimestre. En concreto, hemos invertido en la compañía de aviación civil y militar **Dassault Aviation** y en la entidad financiera **Petershill Partners**. Por su parte, en Horos Value Iberia no se han producido salidas en el periodo, pero sí entradas en dos nuevas compañías: **Applus Services** (inspección, ensayos y certificación) y el **Grupo Ecoener** (energías renovables).

## La relatividad era esto

*El tiempo es lo que evita que todo suceda a la vez.*

— Ray Cummings

La película Interestelar es, sin lugar a duda, mi favorita y, seguramente, después de las trilogías originales de Indiana Jones y Star Wars, la que más veces haya visto. Se trata de un título que aúna mis tres atributos favoritos en una película: está dirigida por un director cuyo trabajo me fascina (Christopher Nolan), la historia está ambientada en el espacio (una de mis vocaciones frustradas fue la astrofísica) y cuenta con una brillante banda sonora, compuesta por el genio Hans Zimmer.<sup>2</sup> Uno de los momentos que más me impactó, en esta suerte de epopeya espacial, tiene lugar cuando uno de los científicos que acompaña en su misión al personaje de Cooper (protagonista de la historia interpretado por Matthew McConaughey), le explica el concepto de la relatividad y por qué cada hora que pasen en uno de los planetas que quieren explorar equivaldría a siete años en la Tierra. ¡Normal que el bueno de Cooper soltara un exabrupto ante tamaña revelación!

Obviamente, mis gustos cinematográficos no tienen por qué ser interesantes para nadie. Sin embargo, estoy convencido de que la mayoría de las personas han pasado por momentos de sus vidas en los que, sin llegar al ejemplo extremo de Interestelar, hay semanas en las que parece que no sucede nada y discurren volando y otras en las que ocurre absolutamente de todo, como si se trataran de años. Por supuesto, los mercados no son ajenos a este peculiar fenómeno. Si uno rastrea la historia bursátil se percatará, fácilmente, de que los índices tienden a mostrar un comportamiento relativamente tranquilo durante periodos más o menos largos de tiempo, para luego sufrir épocas, habitualmente más cortas, de enorme volatilidad. El pinchazo de las puntocom a primeros de siglo o la Gran Recesión de 2008, son dos ejemplos claros de ello.

Empero, es difícil no pensar que los últimos tiempos están siendo especialmente intensos en cuanto al número y al impacto de acontecimientos que están afectando a las sociedades, las economías y, por supuesto, los mercados bursátiles del mundo entero. Desde el comienzo de Horos Asset Management hace cuatro años, sin ir más lejos, el equipo gestor que formamos Alejandro, Miguel y yo hemos tenido que lidiar con las incertidumbres asociadas a las "Guerras Comerciales de Trump", la "muerte" de la inversión *value*, la peor pandemia que ha vivido la

---

<sup>2</sup> Para los más curiosos, en esta entrevista Hans Zimmer explica cómo inventó los impactantes sonidos de la película Dune: Vanity Fair (17 de marzo de 2022): *How 'Dune' Composer Hans Zimmer Created the Oscar-Winning Score | Vanity Fair*. YouTube. <https://www.youtube.com/watch?v=93A1ryc-WWO>

humanidad en los últimos cien años, los grandes cuellos de botella globales derivados de esta y alimentados al extremo por los ingentes estímulos fiscales y monetarios del mundo entero, las impredecibles consecuencias de la desordenada y forzada transición energética, el previsible primer endurecimiento importante en la política monetario de la Reserva Federal desde hace alrededor de quince años, la primera crisis económica importante de China desde que apostó por este modelo de capitalismo dirigido y, por último, la terrible invasión de Ucrania por parte de Rusia.

La buena noticia es que, **pese a todo este "ruido", nuestros fondos se encuentran hoy en niveles cercanos a sus máximos históricos y, lo que es más importante, el potencial que arrojan nuestras carteras también.**<sup>3</sup> Dicho esto, como hemos destacado en las dos últimas cartas, nuestros fondos (especialmente Horos Value Internacional) tienen una importante exposición (para bien y para mal) a los últimos grandes acontecimientos que he destacado en el anterior párrafo. En concreto, a la situación de la economía de China y a la transición energética, donde el conflicto bélico y las sanciones a Rusia que se van anunciando, día sí día también, están acrecentando la fragilidad, entre otros, del sistema energético de Occidente. Por este motivo, me parece importante dedicar el presente documento a actualizar estos eventos, su impacto reciente en nuestras carteras y nuestro posicionamiento de cara al futuro.

No puedo terminar este apartado sin recordar que fue, precisamente, Vladímir Ilich Uliánov (más conocido como Lenin) el que dijo:

*Hay décadas en las que no pasa nada y semanas en las que pasan décadas.*<sup>4</sup>

## China o cuando un exceso de control puede conducir al descontrol

*Las leyes son como las telarañas que cogen a las pobres moscas y dejan pasar avispas y abejorros.*

— Jonathan Swift

---

<sup>3</sup> Le animo a echar un vistazo a los anexos de esta carta, donde puede revisar con calma esta información.

<sup>4</sup> Esparza, P. (9 de abril de 2017). El épico viaje en el tren con que Lenin regresó a Rusia para liderar la Revolución. *BBC News*.

Como tuvimos la oportunidad de comentar, de manera más o menos detallada, en la carta del tercer trimestre de 2021 (ver [aquí](#)), el modelo de desarrollo de la sociedad china se apoya en los pilares de lo que se denomina **capitalismo de Estado** o **tecno-socialismo**. Este sistema busca batir al modelo capitalista tradicional, permitiendo y apoyando inicialmente la iniciativa empresarial, llegando incluso a consentir el incumplimiento de las reglas tradicionales del juego, como el respeto a la propiedad privada o a la propiedad intelectual. Una vez alcanzado un teórico nivel ideal, el Partido Comunista de China entra en escena para "ayudar" a que ese desarrollo permee al resto de la sociedad, incrementando (en teoría) el bienestar de todos. En algunos sentidos, Xi Jinping cree que es hora de redistribuir esa riqueza acumulada (objetivo de "prosperidad común"), por lo que no ha dudado en intervenir en los sectores más relevantes del país, como el tecnológico, el financiero o el inmobiliario. Sin embargo, como también destacamos en su momento, este exceso de control puede estar llevando, precisamente, a que el sistema implote o, al menos, a que escape al rígido control del Partido.

Este riesgo se ha hecho muy evidente en el sector inmobiliario del país, tras el intento de enfriamiento por parte de Xi Jinping con el anuncio en 2020 de las "tres líneas rojas". No voy a repetir aquí cómo estas medidas desencadenaron la caída del gigante promotor **China Evergrande Group**. Sin embargo, sí me gustaría actualizar la situación del sector, dada su relevancia para la economía del país y, por tanto, para una parte importante de nuestras compañías cotizadas en Hong Kong. Empezaré, como no puede ser de otra manera, repasando las principales magnitudes de esta industria, aunque siempre con la prudencia con la que debemos tratar las cifras reportadas por el gigante asiático.

Por un lado, las estadísticas del gobierno hablan de un entorno de desaceleración en los precios de venta de vivienda nueva, aunque aún sin entrar en una dinámica de caída. De hecho, el dato del mes de marzo arroja una subida interanual del 1,5%.<sup>5</sup> Se trata de la peor cifra en siete años, pero la realidad es que sigue mostrando una evolución positiva. Esta variación contrasta con algunas magnitudes reportadas por los principales promotores del país. Así, nos encontramos, por ejemplo, con que **Country Garden Holdings** (una de las entidades inmobiliarias con mayor colchón financiero) ha anunciado una caída en los precios de venta del -14% para los meses de enero y de febrero. Algunas entidades de menor tamaño presentan la misma tendencia y, en general, se habla de que muchos jugadores están ofreciendo desprenderse de carteras de activos con importantes descuentos.<sup>6</sup> Otros promotores relevantes, como **China Vanke**,

---

<sup>5</sup> (15 de abril de 2022). China March new home prices stall again as COVID damps sentiment. *Reuters*.

<sup>6</sup> Li, C. (20 de marzo de 2022). China Says Housing Prices Are Stable, but Developers See Significant Declines. *The Wall Street Journal*.

adelantaron ya en enero que la "edad de oro" del sector inmobiliario chino había terminado y que tenían que prepararse para "tiempos muy difíciles".<sup>7</sup>

Hay varias explicaciones posibles para esta aparente paradoja. Una de ellas puede radicar en la **composición** del índice de precios de vivienda nueva del país, ya que está formado por las principales 70 ciudades chinas y mantiene esta composición estable desde el año 2005, cuando muchas de las urbes relevantes de la actualidad no eran más que poblados. Otro factor que puede estar distorsionando o, mejor dicho, quitando valor informativo al dato, seguramente lo encontremos en la **heterogeneidad** de mercados y geografías de los activos de las promotoras. China no deja de ser un país enorme, con dinámicas que pueden diferir sustancialmente entre distintas zonas (no es lo mismo Shanghái que una ciudad terciaria como Kunming, pese a que la última aloja a cerca de cinco millones de habitantes), por lo que no podemos extrapolar lo que sucede en unas ciudades u otras al conjunto del país. Por último, no debemos desdeñar la posibilidad de que el propio Partido esté intentando suavizar, como sea, la evolución del índice general (imponiendo, por ejemplo, un control de precios), para evitar que colapse la **confianza** de la población y el sector inmobiliario sufra una mayor recesión.<sup>8</sup>

Sea como fuere, otra variable fundamental arroja un panorama bastante más tensionado para el mercado inmobiliario. En concreto, el volumen de transacciones ha sufrido un severo correctivo estos meses, con un desplome cercano al 50% para las cien mayores promotoras del país en este primer trimestre de 2022.<sup>9</sup> Como causa y consecuencia (es un proceso que se retroalimenta) de este parón en la actividad, las principales entidades inmobiliarias del país han visto cómo se cierra el grifo de nueva financiación (¿quién va a prestar a empresas con problemas que no pueden vender o ni siquiera finalizar sus proyectos?). Para muestra, un botón. El valor total de las nuevas emisiones de deuda *offshore* (destinada a inversores extranjeros) ha caído cerca del 70% en el primer trimestre de 2022.<sup>10</sup> Obviamente, esto ha desencadenado una búsqueda desesperada de liquidez de estas entidades, deshaciéndose de sus activos más vendibles, posiblemente en el momento menos deseado.<sup>11</sup> Un ejemplo de este movimiento, que se repite continuamente en el sector, es la venta de las divisiones de servicios inmobiliarios de estas promotoras.

---

<sup>7</sup> Liu, P. (14 de febrero de 2022). Vanke says the 'golden age' of China's property is over as bellwether developer girds for hard times. *South China Morning Post*.

<sup>8</sup> Li, C. (20 de marzo de 2022). *Idem*.

<sup>9</sup> Liu, P. (12 de abril de 2022). China's developers bid more for land, betting supportive measures will revive property market. *South China Morning Post*.

<sup>10</sup> La contracción sería de menos del 50% si se incluye la deuda *onshore* (para inversiones nacionales). Liu, P. (8 de abril de 2022). Chinese property firms' bond issuances fell sharply in first quarter, Beike's research unit says. *South China Morning Post*.

<sup>11</sup> Ouyang, I. (9 de marzo de 2022). Chinese developers speed up asset sales to state firms amid prolonged debt crisis. *South China Morning Post*.

Así, se van sucediendo distintas transacciones, como las recientemente anunciadas por **Yuzhou Group** o **Vanke China**.<sup>12</sup>

No obstante, no todas las entidades consiguen desprenderse de suficientes activos o, directamente, intentan evitar deshacerse de las joyas de su corona. Efectivamente, como ya alertamos hace dos trimestres, el mayor riesgo que veíamos en las compañías de servicios inmobiliarios radicaba en la posibilidad de que sufrieran un fuerte impacto en su fondo de maniobra, derivado del posible retraso en los cobros (o, directamente, impagos) a sus respectivas matrices (grupos promotores que, además de retener una participación mayoritaria en el accionariado, tienen una importante vinculación comercial con estas entidades de servicios). Pues bien, este negativo escenario ha comenzado a materializarse. Así, aunque no por esta casuística, **China Evergrande Group** comunicó a finales de marzo que su filial **Evergrande Property Services Group** había visto evaporarse más de dos mil millones de dólares de efectivo, tras ser reclamados por prestamistas que habían pactado anteriormente aceptar ese dinero como garantía de impago.<sup>13</sup> Ambas compañías, junto con **China Evergrande New Energy Vehicle Group**, habían anunciado sorpresivamente la suspensión de su cotización un día antes de emitir este comunicado.<sup>14</sup>

No es la única entidad de servicios inmobiliarios que ha sufrido un deterioro significativo en su balance. Nuestra compañía **Kaisa Prosperity** publicó resultados no auditados a cierre de trimestre, mostrando una fuerte reducción de su posición de caja, como consecuencia del incremento de su fondo de maniobra por retrasos en los cobros por los servicios prestados a su matriz, la promotora **Kaisa Group Holdings**. En concreto, **Kaisa Prosperity** comunicó que el efectivo que mantenía en balance había pasado de los c. 1.200 millones de renminbis a unos 375 millones. Una reducción de casi el 70% en tan solo seis meses y atribuida, en gran parte, al incremento en las cuentas por cobrar de la compañía. ¿Recuperará **Kaisa Prosperity** ese dinero pendiente de cobro? El tiempo lo dirá. Por ahora, la compañía ha dotado unos 190 millones como provisiones por posible impago de sus clientes.

En cuanto a nuestra otra inversión en el sector, **Aoyuan Healthy Life**, la entidad comunicó, al igual que su matriz promotora **China Aoyuan Group**, que no iba a publicar sus resultados dentro del plazo autorizado por el regulador hongkonés. Los dos motivos argüidos por la empresa fueron el impacto de los confinamientos, derivados de la actual ola de la covid-19 que está sufriendo China, y la solicitud del auditor de más información sobre los importes transaccionados con partes

<sup>12</sup> Kawase, K. (31 de marzo de 2022). Vanke boss sorry for profit drop as other China builders go quiet. *Nikkei Asia*.

<sup>13</sup> Hale, T. (22 de marzo de 2022). China's Evergrande says lenders have claimed \$2bn in cash. *Financial Times*.

<sup>14</sup> Yu, E. (21 de marzo de 2022). China Evergrande Halts Trading in Its Stocks. *The Wall Street Journal*.



relacionadas. Como resultado de este retraso, tanto **Aoyuan Healthy Life** como **China Aoyuan Group** han visto suspendidas sus cotizaciones, situación en la que permanecerán hasta que publiquen los resultados pendientes.

Estas entidades no son la excepción a la norma. A cierre de marzo se hablaba de más de 30 entidades que habían incumplido los plazos para publicar sus cuentas de resultados y, por tanto, sus cotizaciones han sido también suspendidas. De ellas, un tercio pertenecían al sector inmobiliario, destacando (además de la mencionada **China Aoyuan Group**) **Kaisa Group Holdings**, **Fantasia Holdings Group**, **Modern Land (China)**, **Sunac China Holdings** o **Shimao Group Holdings**. Un panorama descorazonador, al que se une el desplome en los beneficios reportados por las compañías promotoras que sí fueron capaces (¿quisieron?) publicar sus cuentas a cierre de trimestre, que ha llevado al gobierno de Xi Jinping a relajar (algo) las medidas destinadas a frenar el crecimiento y la especulación en el sector inmobiliario chino.

En concreto, el Banco Popular de China anunció en enero una (tibia) reducción del tipo de referencia hipotecario y en abril un recorte en la ratio de reservas exigidas al sector bancario. Además, ha aprobado un plan de rescate a las entidades financieras que estén en problemas y está abriendo la mano para facilitar la refinanciación de las entidades promotoras en mayores apuros del país.<sup>15</sup> Por su parte, el ministro de finanzas comunicó en marzo que no extendería el programa piloto de impuesto a la propiedad a nuevas ciudades este año.<sup>16</sup> Adicionalmente, más de 60 ciudades han lanzado medidas de apoyo al sector, como el subsidio a la compra de vivienda, la reducción de los tipos de interés de las hipotecas y la ayuda financiera a las entidades promotoras. Del mismo modo, parece que varias instituciones bancarias habrían aceptado extender las hipotecas a aquellos compradores que se encuentren directamente afectados por los férreos controles impuestos por el gobierno chino para combatir la variante ómicron del coronavirus.<sup>17</sup> Por último, el Estado chino comienza a ser parte activa de los procesos de recapitalización y reestructuración de las entidades promotoras. Por ejemplo, el comprador de la filial de servicios inmobiliarios de **Yuzhou Group** es una entidad perteneciente a **China Resources Land**, una SOE o entidad controlada por el Estado chino. Esta transacción es relevante para nuestros intereses, como accionistas de **Kaisa Prosperity** y de **Aoyuan Healthy Life**, porque el múltiplo pagado por el comprador puede rondar las 14x beneficios, demostrando, una vez

---

<sup>15</sup> (6 de abril de 2022). China to Set Up Fund to Rescue Troubled Financial Firms. *Bloomberg*. (15 de abril de 2022). PBOC cut banks' reserve requirement ratio by 25 basis points to release 530 billion yuan liquidity. *Yuan Talks*; (25 de abril de 2022). China Allows Banks to Ease Financing for Distressed Developers. *Bloomberg*.

<sup>16</sup> Liu, P. (12 de abril de 2022). *Idem*.

<sup>17</sup> Huifeng, H. (19 de abril de 2022). China's rising household debt is shattering dreams of financial freedom, and 'fears are spreading'. *South China Morning Post*.

más, que el mercado (incluso cuando se trata de un jugador estatal) va a pagar un precio justo por estos negocios. Resulta interesante también el acuerdo estratégico de colaboración entre la promotora **Kaisa Group Holdings** y dos entidades estatales: el promotor **China Merchants Shekou Industrial Zone Holdings** y el especialista en reestructuraciones financieras **China Great Wall Asset Management**. Tras ese anuncio, los bonos de la promotora tuvieron una importante recuperación en el mercado.<sup>18</sup>

Empero, la delicada situación del sector inmobiliario no es el único quebradero de cabeza para el gobierno de Xi Jinping. Otros factores están generando incertidumbre y descontento entre los inversores, como el anuncio por parte de la SEC (la Comisión del Mercado de Valores de Estados Unidos), a primeros de 2021, del comienzo de la implementación de la Ley de Responsabilidad de Empresas Extranjeras aprobada por el Congreso a finales de 2020. Según esta norma, aquellas compañías extranjeras cotizadas en mercados americanos que no cumplan con los requisitos de auditoría de Estados Unidos e impidan la inspección de las auditorías realizadas por entidades domiciliados en otras geografías, podrán dejar de cotizar en los próximos dos o tres años. Esta medida, aunque impacta a cualquier país extranjero, está claramente dirigida a China, ya que ha impedido siempre el acceso a esa información a autoridades extranjeras y cuenta con alrededor de 200 compañías cotizadas en la bolsa estadounidense.<sup>19</sup> De hecho, la Administración de Donald Trump ya forzó la salida del mercado americano de compañías como **China Mobile** o la petrolera **CNOOC**, por pertenecer al "Complejo Industrial-Militar de China".<sup>20</sup>

Aunque la reacción inicial del gobierno chino fue pasiva, parece que la "lista negra" publicada por la SEC, en la que ya hay incluidas compañías tan relevantes como el gigante tecnológico **Baidu**, ha podido remover algunos cimientos.<sup>21</sup> Así, a primeros de abril la CSRC (la Comisión Reguladora de Valores de China) anunció posibles cambios en su regulación que permitirían esta inspección de auditores extranjeros, siempre que las compañías comuniquen previamente a este organismo los secretos de estado que se verían expuestos, así como la información sensible que podrían tener que entregar, y la posterior auditoría se realice en un marco de colaboración con la CSRC. En definitiva, un movimiento en la dirección deseada por la SEC,

---

<sup>18</sup> Liu, P. (6 de abril de 2022). Debt-ridden developer Kaisa's bonds edge up after firm says it has signed joint venture agreement with state-owned builder, bad asset manager. *South China Morning Post*.

<sup>19</sup> Ouyang, I. (11 de marzo de 2022). Shares of HutchMed and four others named by US SEC's audit list tumble in Hong Kong, Shanghai in knee jerk reaction to regulatory risks. *South China Morning Post*.

<sup>20</sup> (3 de diciembre de 2020). US Defense Department adds CNOOC to blacklist of alleged Chinese military companies. *S&P Global*.

<sup>21</sup> (Visitado el 20 de abril de 2022). Holding Foreign Companies Accountable Act ("HFCAA"). *U.S. Securities and Exchange Commission*.

aunque aún muy lejos del resultado buscado: un acceso a la información sin cortapisas.<sup>22</sup>

Mientras avanzan estas negociaciones entre los dos entes regulatorios, las compañías chinas tienen que ir decidiendo cómo preservar mejor sus intereses. En este sentido, hay compañías que ya cotizan también en el mercado hongkonés, como es el caso de las tres grandes tecnológicas (**Alibaba Group**, **Tencent Holdings** y **Baidu**). Otras entidades, como el fabricante de vehículos eléctricos **Nio**, acaban de iniciar su andadura en este mercado bursátil y la petrolera estatal **CNOOC** debutó a finales de abril en el mercado de Shanghái (ya cotizaba en Hong Kong).<sup>23</sup> Sin embargo, no todas las empresas han optado por esta vía. Por ejemplo, **Didi Global** (el llamado “Uber chino”) anunció recientemente que el 23 de mayo se votará en Junta Extraordinaria de Accionistas si la compañía seguirá o no cotizando en el mercado americano. Además, comunicó que, aunque está barajando alternativas, no tiene planes para cotizar en otros mercados antes de que sus acciones dejen de hacerlo en Estados Unidos.<sup>24</sup> La reacción de los inversores no se dejó esperar, hundiendo su cotización alrededor de un 20% en un solo día.

En el caso de **Didi Global**, está pesando incluso más la acusación por parte de la Administración del Ciberespacio de China (CAC, por sus siglas en inglés) de que su salida a bolsa se realizó sin terminar la auditoría estatal de seguridad de datos. Esto ha llevado a una tremenda presión por parte del gobierno, cancelando muchas de las aplicaciones móviles de la empresa e impactando negativamente en su negocio.<sup>25</sup> Con todo, **Didi Global** ya acumula una caída del 87% desde su salida a bolsa hace algo menos de un año. Aunque algunos medios comentaban que, posiblemente, **Didi Global** recuperaría esas aplicaciones una vez dejase de cotizar en Estados Unidos, parece ser que el gobierno chino no está muy conforme con las multas que se estaban pactando entre la compañía y la CAC, lo que puede explicar el retraso en su posible salida a cotizar en la Bolsa de Hong Kong.<sup>26</sup> Desde luego, esta es una muestra muy clara de, hasta qué punto, China está dispuesta a preservar cierta información del escrutinio de Estados Unidos.

Es difícil pronosticar cómo terminará todo, pero esta incertidumbre está contribuyendo a lastrar el comportamiento bursátil de las compañías más afectadas. Sirva de dato que el índice de compañías chinas cotizadas en Estados Unidos (**NASDAQ Golden Dragon China Index**) acumula una corrección de

<sup>22</sup> (5 de abril de 2022). Neopol In-depth: Quick take: The CSRC makes a move, moves a market. *Trivium China*.

<sup>23</sup> Root, A. (10 de marzo de 2022). NIO Stock Debuts in Hong Kong. Its US Shares Are Getting Killed. *Barron's*.

<sup>24</sup> Reuters (17 de abril de 2022). Didi sets shareholder meeting for May 23 to vote on U.S. delisting. *Nikkei Asia*.

<sup>25</sup> Feng, C., Pan, C., Hu, M. y Xin, Z. (6 de julio de 2021). Didi Chuxing 'forced its way' to a New York listing, triggering data security review, sources say. *South China Morning Post*.

<sup>26</sup> (22 de abril de 2022). Didi's Fate in Limbo As Officials Object to Proposed Penalty. *Bloomberg*.

alrededor del 55% en el último año. Claro que no es el único factor relevante para tener en cuenta. Las medidas regulatorias del gobierno chino y los estrictos confinamientos por la política "cero-covid" del país, están contribuyendo también negativamente a la marcha de los negocios de muchas compañías y, por tanto, a su evolución en bolsa. De hecho, el mes de abril va camino de convertirse en el peor de los últimos seis años. De ahí que el regulador bursátil chino haya comentado que tomará medidas para fortalecer el mercado de capitales del país (avanzando en la conexión entre el mercado de Shanghái y los de Hong Kong y Londres, por ejemplo) y, además, haya emitido un comunicado (muy al "estilo chino") pidiendo a los directivos de las compañías que recompren acciones propias (incluso emitan deuda para ello) e implementen incentivos con acciones para los empleados.

Adicionalmente, en este mismo comunicado, ha solicitado a los fondos de la seguridad social, planes de pensiones, fideicomisos, entidades aseguradoras y de gestión de activos, que incrementen su exposición a bolsa. Todo ello en aras a reflotar o, por lo menos, mantener los precios de las cotizaciones más estables.

*[La CSRC] anima a los principales accionistas, directivos, supervisores y ejecutivos a mantener las acciones de sus compañías para el largo plazo, así como a estabilizar sus cotizaciones mediante el incremento de sus posiciones cuando estas experimenten grandes caídas.<sup>27</sup>*

¿Cómo ha afectado este cóctel de noticias negativas a nuestras inversiones en compañías cotizadas en Hong Kong? Obviamente, no de manera positiva. En promedio, nuestras empresas se han dejado un -16% en el primer trimestre de 2022.<sup>28</sup> Como no puede ser de otra manera, nuestras compañías de servicios inmobiliarios son dos de las que peor comportamiento han presentado. En concreto, **Kaisa Prosperity** ha corregido un -31% y **Aoyuan Healthy Life** un -24% en el periodo. También han mostrado un retroceso superior al 20% en el trimestre el fabricante y distribuidor de relojes **Time Watch Investments**, impactada por la desaceleración económica del país, y el *holding* de plataformas tecnológicas **Naspers**, muy perjudicado por los cambios regulatorios en China y las sanciones a Rusia (recordemos que mantiene una exposición muy importante a la tecnológica **Tencent Holdings** a través de **Prosus** y que, además, controla la principal plataforma de clasificados de Rusia).

<sup>27</sup> Ouyan, I. (12 de abril de 2022). China's securities watchdog renews call that firms buy back shares, asks major shareholders to support stock prices amid sluggish stock market. *South China Morning Post*.

<sup>28</sup> En este promedio no estamos incluyendo nuestras inversiones en **Keck Seng Investments** (-1,4%) o **Nagacorp** (2,8%), al no presentar sus negocios una exposición relevante a la economía china.

## La fragilidad era esto

*Es más sencillo descubrir que algo es frágil que predecir la ocurrencia de un evento que pueda dañarlo.*

— Nassim N. Taleb

*No pretendo en los próximos apartados dilucidar los motivos que han llevado a Rusia a invadir Ucrania (no soy experto en geopolítica). Tampoco me gustaría que las siguientes líneas parezcan frívolas o carentes de sentimiento. La tragedia que está viviendo el país ucraniano es algo imposible de explicar con palabras y estamos muy lejos de conocer las consecuencias de este conflicto. Sin embargo, como inversores (y ciudadanos) tenemos que intentar comprender cómo está afectando la guerra a las distintas industrias y economías, bien como consecuencia directa de la invasión, bien por sus derivadas (caso, por ejemplo, de las sanciones impuestas a Rusia), para poder prepararnos lo mejor posible frente a ello.*

Como muchos saben (y nos hemos encargado de recordar los últimos años), **Nassim N. Taleb** es uno de los intelectuales cuya obra más ha impactado nuestra forma de invertir. Conceptos como la *convexidad* o las *opciones gratuitas* están siempre presentes en la manera de analizar las distintas situaciones que afrontamos como inversores, ya que son formas de incrementar notablemente el margen de seguridad de nuestras inversiones. En esta ocasión, me gustaría destacar un concepto más general (y popular) de la filosofía de Taleb: la **antifragilidad**.<sup>29</sup>

Para explicar esta poderosa idea, Taleb realiza una comparación con otros dos conceptos. En concreto, con la fragilidad y la robustez. En esencia, para Taleb lo frágil es aquello que se ve afectado negativamente por los shocks. Por su parte, lo robusto se mantiene inalterado o estable frente a esas agresiones. Por último, Taleb define lo antifrágil como todo aquello que, lejos de verse perjudicado por los shocks, se beneficia de ellos. En concreto:

*[Las cosas antifrágiles] prosperan y crecen cuando se exponen a la volatilidad, la aleatoriedad, el desorden y los estresores, y adoran la aventura, el riesgo y la incertidumbre.*<sup>30</sup>

Taleb se apoya en distintos ámbitos académicos y tradiciones para exponer estas ideas a lo largo de su obra. Por ejemplo, si atendemos a la mitología griega, la

<sup>29</sup> Taleb, N. N. (2013). *Antifragile. Things that Gain from Disorder*. Penguin.

<sup>30</sup> *Idem*.

espada de Damocles serviría para explicar la fragilidad, el ave fénix que resurge de sus cenizas se asemejaría al concepto de robustez y, por último, la Hidra de Lerna sería un ser antifrágil, al crecerle dos cabezas cada vez que le cortan una.

¿Por qué es interesante conocer la idea de antifragilidad? Porque la invasión de Rusia a Ucrania ha puesto en evidencia dos cosas fundamentales. La primera es que **el sistema energético occidental, especialmente el europeo, es extraordinariamente frágil** y, lejos de resistir o beneficiarse de este shock que supone la guerra, se está viendo altamente perjudicado. La segunda evidencia es que **hay un activo que se ha vuelto antifrágil en este entorno: las materias primas**. Efectivamente, el hecho de que Rusia sea un país tan relevante en el panorama energético global está contribuyendo a acrecentar los cuellos de botella en las materias primas, alimentando el alza vertical de sus precios. Ya alertamos sobre estas tensiones en la anterior carta trimestral, cuando denunciábamos los peligros inherentes a la desordenada y forzada planificación de la transición energética en la que estamos sumidos (ver [aquí](#)). Por tanto, al igual que en el apartado de China, vamos a dedicar las próximas líneas a actualizar cómo han reaccionado las distintas economías al actual entorno.

## ¿La guerra que terminó con la agenda verde?

*Lo que Rusia está cuestionando es el derecho de Ucrania a existir.*

— Nicolás de Pedro

Tras unas decepcionantes medidas iniciales que parecían más destinadas a aparentar que Occidente estaba tomando ciertas represalias contra el gobierno de Vladímir Putin, a finales de febrero Estados Unidos y Europa aprobaron un contundente paquete de sanciones financieras, entre las que se incluyó desconectar a las entidades bancarias rusas del sistema SWIFT (Sociedad para las Comunicaciones Globales Financieras e Interbancarias) y congelar los activos del Banco Central de Rusia. Esta segunda sanción resulta especialmente dura, ya que impide al gobierno ruso acceder a la mitad de sus reservas de divisas, lo que dificulta sobremanera a su banco central cualquier intento de control sobre el tipo de cambio. En palabras del propio Joe Biden, presidente de Estados Unidos:

*Estas sanciones económicas son un nuevo tipo de política económica con el poder de infligir un daño que rivaliza con el militar.<sup>31</sup>*

<sup>31</sup> Pop, V., Fleming, S. y Politi, J. (6 de abril de 2022). Weaponisation of finance: how the west unleashed 'shock and awe' on Russia. *Financial Times*.

El impacto inicial de esta congelación de reservas bancarias fue, como no puede ser de otra manera, el desplome de alrededor del 50% del rublo frente al dólar. Sin embargo, los controles de capitales y otras medidas que buscan incrementar (forzosamente) la demanda de la moneda del país han conseguido que esta recupere, por ahora, todo el terreno perdido a raíz de las sanciones (no deja de resultar irónico que el rublo sea una de las pocas divisas que se ha apreciado el último año frente al dólar). Al margen de la sostenibilidad del actual tipo de cambio del rublo y del impacto económico que la congelación de las reservas de divisas tendrá para Rusia, esta sanción económica acarrea segundas derivadas cuyo resultado aún no podemos prever. La realidad es que, **al utilizar las dos monedas mundiales más importantes (el dólar y el euro) como armas financieras, ambas han dejado de ser activos neutrales dentro del mercado financiero**, con lo que los gobiernos de otras áreas monetarias tenderán a reducir su exposición a estas divisas y, en especial, en el caso de aquellos países más susceptibles de poder ser sancionados a futuro.

*El espejismo de que estas monedas estatales son monedas neutrales y universales se ha quebrado para siempre y eso necesariamente afectará a la evolución futura de su demanda y, por tanto, de su valor.<sup>32</sup>*

Posteriormente, según se han ido recrudeciendo y extendiendo los ataques rusos en Ucrania, la presión a través de sanciones sobre Rusia ha ido en aumento, con medidas que van desde la congelación de los activos de los oligarcas rusos, a la decisión de no adquirir determinadas materias primas procedentes de este país.<sup>33</sup> Obviamente, las crecientes y variadas sanciones, la inestabilidad (a falta de una palabra mejor) en el área del Mar Negro e, incluso, la presión popular, ha generado un entorno de incertidumbre inasumible para muchas compañías globales, imposibilitando su negocio en Rusia y Ucrania. Pensemos, por ejemplo, en el caso de **AerCap**, la compañía de alquiler de aviones de la que somos accionistas desde hace años. Pues bien, a raíz de las sanciones emitidas por la Unión Europea y Estados Unidos, **AerCap** no puede aceptar pagos de ninguna aerolínea rusa, por lo que el 5% de su flota (en términos de valor contable neto) ha dejado de generar ingresos "repentinamente". También es reseñable el ejemplo de **Naspers**, donde la empresa de plataformas ha decidido desvincularse económicamente de su filial Avito, la compañía líder en anuncios clasificados de Rusia.<sup>34</sup> Por último, el fabricante de automóviles **BMW** acaba de comunicar que suspende el envío por tren de sus

---

<sup>32</sup> Rallo, J. R. (4 de marzo de 2022). ¿Peligra la hegemonía monetaria del dólar tras las sanciones contra Rusia? *El Confidencial*.

<sup>33</sup> Funakoshi, M., Lawson, H. y Deka, K. (actualizado a 22 de abril de 2022). Tracking sanctions against Russia. *Reuters*.

<sup>34</sup> En el apartado de movimientos de la cartera hablaremos con mayor detalle del impacto sufrido por ambas compañías.

vehículos hasta China, por miedo a perder la mercancía y la negativa de muchas aseguradoras de cubrir mercancías que transiten por Rusia o zonas colindantes.<sup>35</sup>

Sin embargo, como comentábamos más arriba, las materias primas y, por tanto, las compañías pertenecientes a ese sector, entre ellas las presentes estos meses en nuestras carteras, sí se han visto muy beneficiadas por el escenario geopolítico actual. Por ello, merece la pena hacer un breve repaso de las distintas dinámicas que se han ido produciendo, a lo largo de este 2022, en algunas de las materias primas a las que tenemos exposición.

## EL CASO DEL PETRÓLEO

Si hay una materia prima donde el potencial cuello de botella no acababa de materializarse del todo, esa sería indudablemente el **petróleo**. Los ingredientes estaban ahí, pero siempre algún evento terminaba por postergar el inevitable tensionamiento que aupara su precio. Sin embargo, la invasión rusa ha actuado como el catalizador que destape los riesgos de oferta actuales en este mercado. ¿Por qué? Porque de los aproximados 100 millones de barriles diarios que se producen (y consumen) en el mundo, alrededor de 11 millones se extraen de Rusia. De esos 11 millones de barriles, 5 millones se destinan al consumo doméstico y el resto, que incluye 2 millones en productos derivados, se exporta, fundamentalmente a Europa.<sup>36</sup> Históricamente, una escasez de petróleo de alrededor del 1% suele traducirse en que el petróleo cotice con cifras de tres dígitos, por lo que cualquier disrupción en la oferta proveniente de Rusia podría desencadenar importantes alzas en su precio.<sup>37</sup> No es de extrañar que el petróleo Brent pasase de los 77 dólares aproximados a los que cotizaba a cierre de 2021, a llegar a rondar los 130 dólares a primeros de marzo (en el momento que escribo estas líneas, se sitúa en el entorno de los 110 dólares).

Ahora bien, ¿hasta qué punto unos y otros desean terminar con los intercambios de petróleo ruso? Como siempre, la risa va por barrios. Los países sin apenas relación comercial con Rusia, como Estados Unidos, no tardaron en anunciar que dejarían de importar el petróleo del país dirigido por Putin.<sup>38</sup> Sin embargo, no están en la misma situación otras áreas económicas, como pueden ser Europa o China. El Viejo Continente necesita importar alrededor de 9,5 millones de barriles diarios para satisfacer sus necesidades energéticas. De esa cantidad, alrededor de un 25%

<sup>35</sup> Kastner, J. (26 de abril de 2022). BMW and Audi suspend shipments by train to China. *Nikkei Asia*.

<sup>36</sup> Johnston, R. (29 de marzo de 2022). Oil's Russia-Sized Hole—Part 1. *Commodity Context*.

<sup>37</sup> (24 de abril de 2022). The Energy Shortage is About to Get Bad . . . Shamone. *Open Insights*.

<sup>38</sup> Wilkie, C. (7 de abril de 2022). Congress passes ban on Russian oil and gas imports, sending measure to Biden. *CNBC*.



proviene de Rusia. Por tanto, no es nada sencillo prescindir de este petróleo y buscar otras alternativas. Por su parte, China es otro bloque económico que requiere de elevadas importaciones. En concreto, el país asiático importa algo más de 10 millones de barriles diarios, proviniendo cerca del 20% de Rusia.

Vista la dependencia del petróleo ruso de las tres principales áreas económicas del mundo, nos queda ahora ver cómo están reaccionando a la situación cada una de ellas. En el caso de **Estados Unidos**, ya hemos comentado que han decidido dejar de importar el petróleo ruso. Ahora bien, este petróleo (y sus derivados) supone el 8% de las importaciones del país americano. ¿Dónde van a mirar ahora para sustituir esa cantidad de crudo? ¿Internamente? No lo parece. De hecho, en un giro inesperado de los acontecimientos, no es descartable que Estados Unidos relaje las sanciones al régimen de Nicolás Maduro y retome las compras de petróleo provenientes de **Venezuela**.<sup>39</sup> Por supuesto, también hay ahora una urgencia (especialmente por el lado europeo) de alcanzar el acuerdo nuclear con **Irán** y terminar con las sanciones que le impuso Donald Trump, para poder liberar la capacidad productiva de petróleo del país islámico.<sup>40</sup> Está claro que, en los momentos actuales, están los malos y, luego, los muy malos.

En cuanto al continente europeo, la dependencia del petróleo ruso resulta muy evidente, por lo que no han lanzado (aún) ninguna medida que prohíba hoy la importación directa. Por el contrario, la **Unión Europea** ha aprobado un plan que pretende reducir a cero los combustibles fósiles comprados a Rusia para 2030.<sup>41</sup> Dicho esto, parece que Alemania, el país más reticente a realizar un embargo a Rusia, empieza a ceder y es esperable alguna noticia los próximos días en esta dirección, con lo que Europa se uniría a Estados Unidos y a otros países como Reino Unido, en la prohibición a la importación de petróleo ruso.<sup>42</sup> Mientras tanto, Europa aprobó a mediados de marzo una serie de sanciones, entre las que se incluía la prohibición de comprar petróleo al gigante estatal ruso **Rosneft** a partir del 15 de mayo.

Las medidas ya anunciadas, así como la incertidumbre sobre las posibles futuras sanciones y, adicionalmente, el miedo a quedar retratado como el comprador de petróleo que financia la invasión rusa empieza a notarse en el mercado del petróleo ruso. Por un lado, este último mes se ha disparado el número de barriles

---

<sup>39</sup> Parraga, M. y Spetlanick, M. (9 de marzo de 2022). U.S. ties easing of Venezuela sanctions to direct oil supply. *Reuters*.

<sup>40</sup> Sinaee, M. (23 de abril de 2022). EU Foreign Policy Chief Calls For Fresh Effort In Iran Nuclear Talks. *Iran International*.

<sup>41</sup> McWilliams, B., Sgaravatti, G., Tagliapietra, S. y Zachmann, G. (17 de marzo de 2022). Can Europe manage if Russian oil and coal are cut off? *Bruegel*.

<sup>42</sup> Pancevski, B. y Kantchev, G. (28 de abril de 2022). Germany Drops Opposition to Embargo on Russian Oil. *The Wall Street Journal*.

importados por Europa sin un comprador identificado. En concreto, se estima que, en las tres primeras semanas de abril, Europa habría adquirido 11 millones de barriles sin un destinatario identificado.<sup>43</sup> Por otro lado, el precio de venta del petróleo ruso cotiza desde hace semanas con un descuento de alrededor de los 35 dólares frente al petróleo Brent, cuando históricamente cotizaban con unos pocos dólares de diferencia. De hecho, recientemente se filtró la noticia de que **Rosneft** no habría encontrado comprador para un importante lote de petróleo, lo que da muestras de que, aunque lentamente, el mundo empieza a dar la espalda al petróleo de Rusia.<sup>44</sup> Incluso, algunas compañías intermediarias de materias primas, cuya histórica falta de "posicionamiento político" las convertía en compradores naturales en cualquier mercado, han anunciado que dejarán de comprar el petróleo ruso a partir del 15 de mayo.<sup>45</sup>

No obstante, no todo el mundo está dispuesto a renunciar a la compra del petróleo ruso e, incluso, no muestran miramientos a la hora de incrementar sus importaciones, aprovechando el diferencial de precios. Tal es el caso de las dos grandes economías asiáticas: **China** e **India**. Así, se estima que, desde el inicio de la invasión de Ucrania, el número de buques petroleros provenientes de Rusia se ha incrementado en un c. 35% en el caso de China y por más de ocho veces en India, en comparación con las cifras del mismo periodo del 2021. En palabras de Nirmala Sitharaman, ministro de Finanzas de India:

*Antepondré los intereses nacionales de mi país... En primer lugar, hay combustible disponible y con un descuento. ¿Por qué no habría de comprarlo?*

<sup>46</sup>

Por otro lado, merece la pena destacar que China ha iniciado un paquete de compras de petróleo ruso utilizando yuanes, en vez de dólares, lo que también pone encima de la mesa ese riesgo de una menor demanda de dólares (o euros) a futuro, si se comienza a utilizar esta divisa como arma financiera.<sup>47</sup>

Ahora bien, pese a este incremento de la demanda proveniente de China e India, la realidad es que la producción de Rusia está cayendo. El propio ministro de Finanzas ruso ha anunciado que espera una contracción superior al 17% para este 2022, aunque no está muy claro si habla desde el cierre de 2021 o en términos de

<sup>43</sup> Hirtenstein, A. (21 de abril de 2022). The West Is Still Buying Russian Oil, but It's Now Harder to Track. *The Wall Street Journal*.

<sup>44</sup> Wallace, J. y Hirtenstein, A. (26 de abril de 2022). Russia Tried to Sell a Huge Slug of Oil. Nobody Wanted It. *The Wall Street Journal*.

<sup>45</sup> Hunter, A. (26 de abril de 2022). Trafigura to Stop Buying Oil From Russia's Rosneft Before May 15. *Bloomberg*.

<sup>46</sup> Imahashi, R. (21 de abril de 2022). Who is buying bargain Russian oil in Asia? *Nikkei Asia*.

<sup>47</sup> (7 de abril de 2022). Russia Coal and Oil Paid for in Yuan Starts Heading to China. *Bloomberg*.

promedios anuales.<sup>48</sup> Independientemente de esto, la caída de producción arroja varios interrogantes. ¿Será capaz Rusia de encontrar mercado para volver a sus niveles de producción de hace unos meses? ¿Cómo de fácil le resultará incrementar la producción nuevamente? ¿De dónde saldrá el petróleo que necesita Occidente, si persiste el actual entorno de sanciones? Sobre esta última cuestión, uno podría pensar en la OPEP como candidato a sustituir a este petróleo. Sin embargo, la realidad es que llevan un tiempo mostrándose incapaces de incrementar su producción, ni tan siquiera a los niveles que ellos mismos tienen pactados. Los propios miembros de la OPEP alertaron, recientemente, de que *teniendo en cuenta las previsiones actuales de demanda, será prácticamente imposible reemplazar una pérdida de volumen de esta magnitud.*<sup>49</sup>

Nos quedaría, como segunda alternativa, el petróleo de esquisto de Estados Unidos. Sin embargo, ya destacamos, en la pasada carta trimestral, las trabas que la agenda verde estaba imponiendo al incremento de inversiones en la industria americana. Aunque es cierto que, a los precios actuales, se está incrementando la actividad, la realidad es que sigue alejada de los niveles deseables. Así mismo, hay otro factor que está frenando el necesario incremento en la producción de petróleo estadounidense: la falta de mano de obra, de maquinaria y de materiales.<sup>50</sup> Tras un periodo de bajas inversiones, no es tan sencillo recuperar los niveles de bombeo previos:

*Es como si la industria pensase que está conduciendo un automóvil de cinco velocidades, pero hemos cambiado de la cuarta a la quinta marcha y la quinta marcha simplemente no está ahí.*<sup>51</sup>

¿Cuál es la solución de cortísimo plazo que los gobiernos han encontrado a este entuerto? Efectivamente, la liberación de reservas estratégicas de petróleo.<sup>52</sup> Empero, esta no es una solución sostenible al déficit de oferta estructural que puede acaecer a futuro si no se relajan las restricciones a la producción de petróleo en los países occidentales y, desde luego, si la OPEP persiste en su incapacidad para incrementar sus niveles de oferta de crudo.

*Los sueños delirantes comienzan a cochar con la realidad y te garantizamos que la realidad vencerá.*<sup>53</sup>

<sup>48</sup> (27 de abril de 2022). Russia Says Its Oil Output May Drop as Much as 17% This Year. *Bloomberg*.

<sup>49</sup> (12 de abril de 2022). OPEC tells EU it's not possible to replace potential Russian oil supply loss. *Asia Nikkei*.

<sup>50</sup> Eaton, C. (28 de abril de 2022). In the Top U.S. Oil Field, a Battle for Materials Crimps Growth. *The Wall Street Journal*.

<sup>51</sup> McCormick, M. (27 de marzo de 2022). 'You can't just turn on the taps': bottlenecks hit hopes of US oil output surge. *Financial Times*.

<sup>52</sup> (7 de abril de 2022). IEA countries to tap 60m barrels of oil on top of 180m by U.S. *Nikkei Asia*.

<sup>53</sup> Open Insights. *Idem*.

Como no puede ser de otra manera, nuestras tres inversiones en el sector del petróleo se han beneficiado muy notablemente del actual contexto de mercado. Así, la productora de gas y petróleo canadiense **Spartan Delta** se ha anotado una subida superior al 60% en el primer trimestre de 2022. Por su parte, la compañía de servicios de datos geofísicos y geotermales **TGS** se ha revalorizado un 56%, mientras que la empresa dueña de plataformas petrolíferas, **Shelf Drilling**, un 60% en el mismo periodo.

## EL CASO DEL GAS NATURAL

Si en el mercado del petróleo el impacto ruso era muy evidente, en el caso del **gas natural** lo es aún más. Recordemos que Europa (al igual que otras áreas económicas) decidió hace tiempo que el gas natural sería el combustible fósil necesario que facilite la transición energética. Sin embargo, como también destacamos, paradójicamente Europa se niega a explotar sus reservas de gas de lutita, lo que le ha llevado a depender de las importaciones para satisfacer sus necesidades energéticas. ¿El problema de esta aproximación? Alrededor del 45% de estas importaciones son de gas natural ruso, lo que se está traduciendo en un auténtico quebradero de cabeza para el Viejo Continente y explica por qué el gas no está entrando en las conversaciones de potenciales sanciones a Rusia.

Obviamente, Europa quiere comenzar a reducir su dependencia de Rusia, pero no es una tarea sencilla. Para suplir este gas, necesita incrementar las importaciones de gas natural licuado (GNL). En concreto, Estados Unidos ha anunciado su voluntad de incrementar su servicio al mercado europeo. Sin embargo, esta solución plantea dos problemas de corto plazo. Por un lado, no habrá capacidad global suficiente de producción de GNL para los próximos años que ayude a cubrir este agujero que dejaría el gas ruso. Según un estudio del equipo de análisis del banco **Credit Suisse**, a mediados de esta década el mercado de gas natural podría tener un déficit de 100 millones de toneladas anuales.<sup>54</sup> Por otro lado, el GNL necesita de suficientes terminales de importación y regasificadoras para poder ser consumido. En ambos casos hacen falta fuertes inversiones (miles de millones de euros) y tiempo (varios años). Como nueva muestra de despropósito, España cuenta con un enorme exceso de capacidad de regasificación (heredada de los años de descontrol presupuestario que impulsaron el boom de plantas de ciclo combinado) que podría utilizar Europa para convertir en gas el GNL importado.<sup>55</sup> Hete aquí otro gran problema. España es una especie de isla energética dentro de

<sup>54</sup> Stapcynski, S. (7 de abril de 2022). Global energy upheaval threatens years of natural gas shortages. *Bloomberg*.

<sup>55</sup> Proto, L. (8 de febrero de 2022). Historia de un derroche estratégico: así nos volvimos los reyes del gas licuado en Europa. *El Confidencial*.

Europa. Hace falta desarrollar un gasoducto (el llamado Midcat) que permita transportar este gas más allá de España. En 2019, se decidió abandonar este proyecto por alejarse de los estándares de la agenda verde energética. Quizás este sea un buen momento para replantearse las preferencias. Aunque, claro está, siempre tendremos la posibilidad de prescindir del aire acondicionado este verano, como hace unas semanas comentó Mario Draghi, primer ministro de Italia:

*¿Queremos paz o aire acondicionado?*<sup>56</sup>

Rusia es muy consciente de que en este mercado es donde tiene la sartén por el mango, por lo que está intentando aprovechar esta carta al máximo. En concreto, Putin aprobó a finales de marzo un decreto que obligaría a los compradores europeos de gas ruso a pagar en rublos, en vez de en euros. En el caso de incumplir con esta condición, Rusia no suministraría gas al infractor.<sup>57</sup> Por si había dudas sobre si Rusia iba a cumplir con su amenaza, a finales de abril cerró el grifo del gas a Polonia y Bulgaria por su negativa a pagar su suministro en rublos.<sup>58</sup> La primera reacción de la Unión Europea fue afirmar que esto implicaba un incumplimiento contractual, ya que los pagos estaban pactados en la divisa europea y, además, avisó a las compañías europeas que pagar en rublos violaría las sanciones económicas aprobadas contra Rusia. Este aviso llega después de que varias empresas hayan anunciado su intención de cumplir con el decreto ruso.<sup>59</sup> Pero ¿por qué este interés de Rusia en que los pagos se liquiden en rublos? Porque el mecanismo reengancharía al sistema de pagos ruso (y a su banco central), permitiéndole acceder a recursos financieros que hoy le están vetados.<sup>60</sup>

Comprensiblemente, como muestra del tensionamiento que ya arrastraba este mercado, el precio de referencia en Europa se llegó a anotar una revalorización del 250% en las semanas posteriores al inicio de la invasión rusa y, aún hoy, se mantiene en niveles históricamente muy elevados. Desde luego, la nueva incertidumbre relacionada con los posibles cortes de suministro, solo contribuyen a generar más presión y volatilidad sobre este mercado. Mientras tanto, **Spartan Delta** (cuya evolución ya hemos comentado en el apartado previo) y **Golar LNG**, se han beneficiado mucho de esta situación. Recordemos que **Golar LNG** se dedica a la conversión de gas natural en GNL a través de sus infraestructuras de FLNG, al almacenamiento de GNL y regasificación a través de su FSRU (un activo que ha

<sup>56</sup> Tadeo, M. [@mariatad]. (7 de abril de 2022). *Draghi on energy embargo: «Do we want peace or air conditioning?»*. Twitter. <https://twitter.com/mariatad/status/1511958436992454658>.

<sup>57</sup> Reuters staff. (31 de marzo de 2022). TEXT-Putin's decree on Russian gas purchases in roubles. *Reuters*.

<sup>58</sup> Onoszko, M., Martewicz, M. y Okov, S. (26 de abril de 2022). Russia to Cut Gas to Poland and Bulgaria, Making Energy a Weapon. *Bloomberg*.

<sup>59</sup> Pop, V. y Bounds, A. (28 de abril de 2022). Russian gas payment demands in 'breach' of sanctions, EU warns. *Financial Times*.

<sup>60</sup> Neilson, D. H. (29 de abril de 2022). Ruble payments. Who get to set the terms of sale? *Soon Parted*.

visto multiplicado por varias veces su atractivo en este entorno) y al transporte de GNL con su participada **Cool Co.** Con todo, **Golar LNG** se ha anotado una revalorización del 100% en el trimestre.

## EL CASO DEL CARBÓN TÉRMICO

Sin duda, la presión en el mercado del gas natural se ha traducido en una mayor tensión, si cabe, en el mercado del combustible fósil más denostado por sus elevadas emisiones de dióxido de carbono: el **carbón térmico**. Pensemos que Rusia supone, aproximadamente, el 18% del mercado internacional de esta materia prima, por lo que cualquier intento de aislar su producto del comercio global tiene fuertes repercusiones en este sector, especialmente si una reducción de las importaciones de gas natural ruso va asociada *necesariamente* a un incremento en el consumo global del carbón. No es difícil comprender cómo una mayor demanda, aparejada a una menor oferta, termina desencadenando un alza en el precio de esta materia prima. Efectivamente, en el primer trimestre del año el carbón térmico de Newcastle se anotó un ascenso del c. 100%, aunque llegó a alcanzar una apreciación superior al 200%. No deja de ser irónico cómo la materia prima más cuestionada y atacada desde todos los frentes que justifican la agenda verde, sea una de las materias primas más antifrágiles en el actual contexto.

De nuevo, frente a la narrativa y el negativo sentimiento que acompaña al sector del carbón, la realidad es que su consumo global se ha situado este 2021 en máximos históricos. **Nunca se había consumido tanto carbón como hasta ahora.** De hecho, la Agencia Internacional de la Energía (AIE) estima que en 2022 crecerá su consumo un 2% y se mantendrá estable hasta 2024. Sin embargo, estas estimaciones se hicieron a cierre de diciembre, por lo que la AIE ya ha dicho que realizará, por primera vez en su historia, una revisión de sus números a mediados de julio. Obviamente, es más que probable un incremento de la demanda de carbón esperada para los próximos ejercicios por encima de lo ya anunciado.<sup>61</sup> ¿A qué se debe este incremento inesperado? Por un lado, al efecto de desplazamiento que hemos comentado desde otros combustibles fósiles, como el gas natural, hacia el carbón, bien porque los precios relativos favorecen al carbón, bien por esa búsqueda de menor dependencia energética de Rusia. Por otro lado, países que durante el pasado invierno sufrieron apagones eléctricos, como fue el caso de China, no pueden permitirse que eso se repita, por lo que han optado por limitar sus exportaciones, incrementar la oferta doméstica de carbón y/o la capacidad de

---

<sup>61</sup> Wade, W. y Stapczynski, S. (25 de abril de 2022). Russia's War Is Turbocharging the World's Addiction to Coal. *Bloomberg*.

generación de energía térmica del país.<sup>62</sup> Llama también la atención el caso de India, que ha anunciado un incremento de las importaciones de carbón hasta 2025, dado que hasta entonces no podrá elevar lo suficiente su capacidad productiva doméstica.<sup>63</sup>

Por supuesto, al margen del incremento de producción doméstico chino e indio, no parece que ninguno de los grandes productores de economías desarrolladas, como Estados Unidos o Australia, vayan a elevar su oferta para suavizar este persistente cuello de botella, por lo que es esperable que el carbón térmico se mantenga en niveles superiores a los promedios históricos los próximos años.

*Ni siquiera sé si tengo 200 toneladas de sobra. Ahora mismo, no hay capacidad productiva.<sup>64</sup>*

Como ya destacamos en la anterior carta trimestral, mantenemos una exposición directa al carbón térmico a través de nuestra inversión en la compañía minera Indonesia **Geo Energy Resources**. La empresa se ha beneficiado de este contexto y se ha anotado en el trimestre una subida cercana al 40%. Por su parte, aunque con dinámicas algo diferentes, también tuvieron grandes revalorizaciones nuestras inversiones en las compañías de carbón metalúrgico **Ramaco Resources** y **Warrior Met Coal**, por lo que, nos hemos desprendido de ambas en este periodo.

## EL CASO DEL URANIO

Para terminar con este apartado dedicado al impacto en las materias primas energéticas de la invasión rusa, nos queda tratar el caso del **uranio**. Ya hablamos de por qué la energía nuclear debería estar incluida en cualquier programa energético que busque reducir las emisiones de carbono a la atmósfera. Sin embargo, por motivos que no vamos a repetir, la energía nuclear no goza de buena prensa. Quizás las circunstancias actuales pueden contribuir a cambiarla. Sin ir más lejos, poco antes de la invasión rusa, la Unión Europea decidió incluir la energía nuclear dentro de llamada taxonomía verde (aunque ya hay legisladores europeos tratando de vetar su inclusión).<sup>65</sup> Otras economías, como China, prosiguen con su

<sup>62</sup> *Idem*; Xue, Y. (26 de abril de 2022). China's addition of new coal-fired power plants hurting global efforts to phase out dirty fossil fuel, report shows. *South China Morning Post*.

<sup>63</sup> Varadhan, S. (28 de abril de 2022). EXCLUSIVE India tells its states to step up coal imports for three years - sources. *Bloomberg*.

<sup>64</sup> Wade, W. y Stapczynski, S. (25 de abril de 2022). *Idem*.

<sup>65</sup> Abnett, K. y Jessop, S. (30 de marzo de 2022). EU lawmakers move to reject green gas and nuclear investment rules. *Reuters*.

plan de incrementar su parque nuclear.<sup>66</sup> Japón, país que sufrió el accidente de Fukushima en 2011, está discutiendo reducir los requisitos regulatorios para facilitar la puesta a punto de los reactores nucleares que aún no han reactivado desde aquel momento, en un intento de reducir su dependencia energética exterior.<sup>67</sup>

A este fortalecimiento de la demanda, se le une un nuevo riesgo por el lado de la oferta. En concreto, en la fase de enriquecimiento del uranio (un paso necesario, en la mayoría de los reactores, para poder utilizar el uranio como combustible). ¿Por qué? Porque **Rusia supone el 43% de la capacidad de enriquecimiento de uranio mundial.**<sup>68</sup> Creo que uno puede imaginarse el impacto que cualquier corte en el suministro de este servicio podría tener sobre el mercado del uranio. Obviamente, el precio del uranio enriquecido no tardó en reaccionar ante este riesgo, llegando a apreciarse un 140% solo en el mes de abril.<sup>69</sup> Por su parte, el precio spot del uranio también se vio presionado al alza, con una subida del 40% en el primer trimestre del año.

Nuestra inversión en el sector, como saben, la realizamos a través de **Sprott Physical Uranium Trust**, que compra uranio para su almacenamiento. Como no puede ser de otra manera, esta inversión se ha beneficiado también del contexto actual, revalorizándose un 35% en los primeros tres meses del año.

## El gran dilema

*Es absolutamente esencial reestablecer la estabilidad de precios. Las economías no funcionan sin unos precios estables.*

— Jerome Powell

La consecuencia inevitable de la invasión rusa de Ucrania es la aceleración de las dinámicas inflacionistas que ya arrastrábamos meses atrás. Así, la escalada de precios sigue rompiendo niveles no vistos en décadas. En marzo, la inflación interanual de la eurozona rondó el 7,5% (cercana al 10% en España) y en Estados Unidos alcanzó el 8,5% (peor dato desde 1981). Posiblemente esto refleje que

<sup>66</sup> Tabeta, S. (22 de abril de 2022). China greenlights 6 new nuclear reactors in shift away from coal. *Nikkei Asia*.

<sup>67</sup> Oda, S. y Reynolds, I. (26 de abril de 2022). Japan's Leader Says Nuclear Power Should Be Reconsidered as Energy Costs Soar. *BNN Bloomberg*.

<sup>68</sup> Lee, J. (23 de marzo de 2022). How Ukraine War Enriches Uranium Miners. *The Wall Street Journal*.

<sup>69</sup> Quakes, J. [@quakes99] (1 de mayo de 2022). [...] Long-term SWU UP +\$50 to \$120 for record 1-month price spikes for SWU [...]. Twitter. <https://twitter.com/quakes99/status/1520578695160733696>.



hayamos entrado, al menos en algunas industrias, en lo que se conoce como una dinámica de mercado dominado por los vendedores ("**seller's market**"), en la que las transacciones se producen rápidamente y los precios se mantienen elevados o, como en el escenario actual, suben. En este contexto, los intermediarios no tienen capacidad para acumular inventarios porque la capacidad productiva no puede incrementarse a los niveles deseables, lo que mantiene al mercado presionado. Se trata de un mercado que contrasta, radicalmente, con el que teníamos hasta hace unos pocos meses, en el que los consumidores eran los que *mandaban* ("**buyer's market**"), las transacciones llevaban mucho más tiempo, los precios se mantenían bajos o, incluso, caían, los inventarios se acumulaban por encima de lo necesario y la capacidad productiva estaba incluso ociosa.<sup>70</sup> Un giro de 180 grados que ha llevado a la Reserva Federal a replantearse su política monetaria de los últimos quince años.

Como ya resaltamos en la pasada carta trimestral, la Reserva Federal (al igual que el Banco Central Europeo) catalogaba la inflación de transitoria, seguramente por atribuirle enteramente a los cuellos de botella derivados de la reactivación económica tras el parón global en lo peor de la pandemia. No obstante, la realidad es que la actual inflación también está causada desde el lado de la demanda. Efectivamente, los ingentes estímulos monetarios y fiscales, en primera instancia, y la subida salarial (quizás más en el caso americano) en segunda instancia, puede terminar por enquistar los precios elevados en las economías, saltando por los aires los objetivos de inflación de los bancos centrales. No deberían sorprendernos, por tanto, las últimas declaraciones de Jerome Powell, presidente de la Reserva Federal, en las que afirmaba que van a tener que acelerar más la subida de tipos de interés y que iban a tener un difícil trabajo para no descarrilar la economía en el proceso:

*No creo que hayan escuchado a alguien de la Fed decir que esto va a ser directo o sencillo. Va a ser todo un reto. Vamos a hacer todo lo que esté en nuestras manos para lograrlo.<sup>71</sup>*

¿Cómo va a impactar esta subida de tipos de interés de Estados Unidos? La respuesta podría dar para cientos de páginas, dadas las ramificaciones y derivadas que este movimiento va a tener. Sin embargo, merece la pena comentar cómo está afectando a dos clases de activos que han presentado, los últimos años, una evolución extraordinaria: la renta fija pública y la renta variable de compañías ligadas a la tecnología.

<sup>70</sup> Neilson, D. H. (26 de abril de 2022). Seller's market. Toward a theory of lopsided market. *Soon Parted*.

<sup>71</sup> Cox, J. (21 de abril de 2022). Powell says taming inflation 'absolutely essential,' and a 50 basis point hike possible for May. *CNBC*.

Hasta hace unos meses, las políticas monetarias hiperlaxas de la práctica totalidad de los bancos centrales, unidas a una inflación cuasi inexistente (¡no hace tanto de ello!), situaron la rentabilidad de hasta el 40% de los bonos soberanos en terreno negativo. Algo insólito solo explicable por estos dos factores y un irrefrenable e interminable apetito por la liquidez. Hoy, "solo" el 10% de estos bonos se mantiene con rentabilidades negativas.<sup>72</sup> La previsible subida de tipos de interés y los niveles de inflación han desencadenado una ola vendedora de bonos, lo que se ha traducido en el peor inicio del año para este activo en varias décadas.<sup>73</sup> Literalmente, **el activo libre de riesgo ha dejado de actuar como tal.**

¿Qué ha sucedido con el otro activo que más ha seducido a la comunidad inversora los últimos tiempos? Aquí podemos distinguir tres grandes grupos. Por un lado, aquellas compañías sin beneficios que habían convencido a los inversores de sus grandes perspectivas futuras de crecimiento, alimentando hasta lo inexplicable sus valoraciones. Un ejemplo claro de esto, que ya mencionamos hace casi dos años (ver [aquí](#)) es el de **Zoom Video Communications** ("Zoom"), cuyo valor bursátil llegó a superar el de compañías como **IBM** o acercarse al de **Cisco Systems**. Pues bien, desde el momento que hablamos de esta "extraña" situación hasta hoy, las acciones de **Zoom** han corregido cerca de un 80%. **Peloton Interactive** o **Beyond Meat**, serían otras compañías cuyas valoraciones no comprendíamos y cuya cotización ha corregido de manera drástica el último año y medio.

Por otro lado, nos encontramos con aquellas empresas que cuentan con negocios de elevada calidad (generalmente, plataformas tecnológicas), pero que habían alcanzado valoraciones que empezaban a descontar un mundo ideal. De ahí, que las hayamos evitado como inversores los últimos años. Tal es el caso de **PayPal Holdings** o de **Netflix**, cuyas cotizaciones llegaron a desplomarse cerca de un 75% desde los máximos que alcanzaron el pasado ejercicio. Por último, nos quedarían las grandes compañías tecnológicas, cuyas ventajas competitivas son difícilmente atacables y que, sin cotizar a niveles desorbitados en muchos casos, sí que han vivido una expansión de múltiples que dificulta nuestra inversión (o, incluso, reinversión) en ellas. Tal es el caso de **Alphabet**, **Microsoft** o **Amazon**, cuyas cotizaciones han llegado a corregir más de un 30% desde máximos.

No es de extrañar que este cóctel de caídas haya llevado al **peor inicio bursátil para el Standard & Poor's 500 desde 1939**.<sup>74</sup> Pero ¿por qué corrigen también con fuerza estas compañías antes idolatradas por muchos inversores? Por una sencilla razón: su sensibilidad a los tipos de interés. Pensemos que la valoración de los negocios

<sup>72</sup> Buttonwood (23 de abril de 2022). A requiem for negative government-bond yields. *The Economist*.

<sup>73</sup> Landsman, S. (7 de abril de 2022). Wild inflation will hurt all financial assets, market researcher Jim Bianco warns. *CNBC*.

<sup>74</sup> La Monica, P. R. (2 de mayo de 2022). The S&P is having its worst start to a year since 1939. *CNN Business*.

depende de sus flujos futuros generados de caja descontados al momento presente. Para descontar esos flujos, se aplica una tasa que, simplificando mucho, depende de la rentabilidad de los activos percibidos como libre de riesgo. A mayores tipos de interés, mayor rentabilidad ofrecida por estos activos libres de riesgo y mayor tasa de descuento exigida. Por tanto, si suben (o se espera que suban) los tipos de interés, las valoraciones de las compañías sufren. Esto es especialmente cierto para aquellos negocios que generen hoy poca caja y el mercado espera que generen mucha a futuro. De ahí las fuertes caídas en las compañías que prometían mucha generación de caja a futuro (como **Zoom**) o de aquellas que, aun generando ya caja, descontaban fuertes crecimientos futuros (caso de **PayPal**).

Con todo esto, no pretendo decir que hay que estar fuera de estos negocios. El tiempo dirá si el mercado ha hecho corregir en exceso sus cotizaciones (en algunos casos, empieza a parecerlo). Sin embargo, sí que es una alerta de **hasta dónde puede impactar un entorno monetario totalmente diferente al que hemos vivido como inversores los últimos quince años**. Especialmente, cuando los propios responsables de los principales organismos económicos del mundo dudan de su propia eficacia gestionándolo:

*Estamos actuando como niños de ocho años jugando al fútbol persiguiendo la pelota.<sup>75</sup>*

## Movimientos más destacados

*El rebalanceo de la cartera suena aburrido, pero es una poderosa estrategia de inversión.*

— Ilana Polyak

A continuación, se incluye un resumen con los movimientos más reseñables de las carteras de nuestros fondos:

---

<sup>75</sup> CNBC Television (21 de abril de 2022). *CNBC's Sara Eisen hosts IMF's debate on the global economy – 4/21/22*. YouTube. [https://www.youtube.com/watch?v=sVsToALst\\_k&t=1s](https://www.youtube.com/watch?v=sVsToALst_k&t=1s)

## HOROS VALUE INTERNACIONAL

### Reducciones/salidas:

#### MATERIAS PRIMAS (20,4%)

Posiciones comentadas: Sprott Physical Uranium Trust (3,1%), Ramaco Resources (vendida) y Warrior Met Coal (vendida)

Este trimestre hemos vendido toda nuestra posición en las compañías **Ramaco Resources** y **Warrior Met Coal**. El motivo de la venta de ambas entidades se corresponde, únicamente, a su reducido potencial a los precios a los que cotizan en estos momentos y tras una excelente evolución bursátil. En el caso de **Ramaco Resources**, como ya adelantamos en la anterior carta trimestral, su elevada volatilidad nos permitió obtener grandes rentabilidades en dos ocasiones (llegamos a liquidar la inversión, para después volver a entrar) en un corto espacio de tiempo, dando muestras de la importancia del rebalanceo de posiciones en nuestra cartera.

Es importante destacar que, a los precios actuales a los que cotiza el carbón metalúrgico (producto que venden estas dos compañías), el potencial sigue siendo muy atractivo. Sin embargo, nuestra aproximación al sector de las materias primas siempre será, al igual que en otras inversiones, desde la prudencia y asumiendo niveles de precios normalizados de largo plazo para el carbón metalúrgico muy conservadores. El margen de seguridad lo es todo en cualquier inversión, pero, seguramente, lo sea aún más en el sector de las materias primas, donde los excesos se producen tanto a la baja, cuando nadie quiere saber nada del sector, como al alza, cuando el activo pasa a estar de moda. No creemos que hayamos llegado a este segundo extremo, pero preferimos buscar alternativas más atractivas dentro y fuera de nuestra cartera.

Por su parte, hemos reducido de manera relevante nuestra posición en **Sprott Physical Uranium Trust**, el vehículo de la gestora Sprott que compra uranio para su almacenamiento. Como hemos visto en el apartado de este documento dedicado a las materias primas, el uranio ha vivido un fuerte repunte estos dos meses, como consecuencia de la invasión rusa de Ucrania. Al igual que sucede con el carbón metalúrgico, vamos ajustando nuestra posición en función de un potencial basado en precios normalizados para el uranio relativamente conservadores para el futuro.

## OTROS

Posiciones comentadas: AerCap (4,0%), Power REIT (1,4%) y Millennium Sustainable Ventures (0,4%)

**AerCap** es una de las compañías con un impacto más obvio por las sanciones impuestas por la comunidad internacional a Rusia. En concreto, la compañía anunció el 31 de marzo que el 5% de su flota (medido en términos de valor contable neto) tenía exposición directa a aerolíneas rusas y que, por tanto, en cumplimiento de las sanciones de la Unión Europea y de Estados Unidos, dejaba de alquilar sus aviones a estos clientes. El problema, claro está, radica en la recuperación de dichos aviones y la búsqueda posterior de clientes para estas aeronaves. Hasta la publicación de resultados, **AerCap** habría recuperado 22 aviones y 3 motores de los 135 aviones y 14 motores que tenían alquilados a aerolíneas de este país. Sin embargo, no parece sencillo que la compañía pueda recuperar el resto de su flota en el corto plazo, ya que el gobierno ruso ha ordenado a sus aerolíneas mantener esos aviones para usarlos en rutas domésticas.

Esta (¿nacionalización?) dificultad para hacerse con los aviones ha propiciado que tanto **AerCap**, como el resto de las compañías de alquiler de aviones, hayan iniciado procesos de reclamaciones cuantiosas a las aseguradoras. En el caso concreto de **AerCap**, la entidad ha reclamado alrededor de 3.500 millones de dólares, una cifra que cubriría el potencial agujero que dejarían estas aeronaves en el balance de la compañía, en el caso de perderlas para siempre. Obviamente, es esperable un proceso largo en el que unas y otras partes alegarán que no tienen que responsabilizarse de esta pérdida. Desde luego, tampoco podemos descartar algún tipo de ayuda estatal, ya que las sanciones vienen impuestas por los gobiernos y la compañía no deja de operar su negocio por voluntad propia. Mientras tanto, el mercado ha reaccionado negativamente a la situación, lo que ha lastrado el comportamiento bursátil de **AerCap** y explica la sobrevenida reducción de peso en nuestro fondo a cierre del primer trimestre.

En cuanto a **Millennium Sustainable Ventures** ("Millennium"), la compañía ha sufrido un fuerte varapalo bursátil, arrastrada por la mala evolución del sector, tras la fuerte corrección del precio de venta del cannabis. Adicionalmente a esto, los continuos retrasos en la puesta a punto de su principal activo, ha enfriado aún más las expectativas de beneficios de corto plazo de la compañía, tensionando el balance de la compañía de manera importante. Estos motivos, a los que se añade la importante iliquidez del valor, nos han llevado a no incrementar nuestra inversión con las caídas. Tampoco lo hemos hecho con **Power REIT**, la entidad dueña de los invernaderos donde se cultiva el cannabis, al tener que lidiar con este deterioro del sector y dada su elevada dependencia actual de **Millennium**.

## Incrementos/entradas:

### FINANCIERO Y HOLDINGS (29,5%)

Posiciones comentadas: CIR (3,7%) y Petershill Partners (2,7%)

**Petershill Partners** ("PHP") es una firma de inversión operada por Goldman Sachs Asset Management y especializada en la gestión de gestoras independientes de vehículos de inversión alternativa. En concreto, **PHP** adquiere participaciones minoritarias en estas entidades, proveyendo así de capital que contribuya a impulsar su crecimiento, además de dar asesoramiento estratégico. Obviamente, la entidad se apoya en la experiencia y la red de **Goldman Sachs** para ofertar sus servicios. En estos momentos, la compañía cuenta con participaciones en 23 gestoras, que le dan exposición a cuatro verticales de inversión alternativa: *private equity*, *private credit*, *private real assets* y *absolute return*.

**PHP** comenzó su andadura bursátil en octubre de 2021, con una valoración que rondó los 5.000 millones de dólares. Sin embargo, la relativa iliquidez y el poco interés inicial en el valor, hizo que corrigiera hasta un 40% desde el precio de salida a bolsa, momento que aprovechamos para iniciar nuestra posición en esta compañía. ¿Los motivos? Se trata de un negocio con poco capital empleado, bien gestionado, con posición actual de caja neta (aunque con un objetivo de endeudamiento razonable para los próximos años) y con un atractivo perfil de crecimiento que, sin embargo, estamos adquiriendo a un múltiplo de unas 6x su flujo de caja libre normalizado de 2024e. Desde luego, una ineficiencia de mercado que no esperamos que perdure en el tiempo.

Por otro lado, hemos incrementado nuestra exposición al holding italiano **CIR** tras su reciente corrección. Pensamos que esta entidad, controlada y gestionada por la familia Benedetti, está dando los pasos adecuados para generar valor para sus accionistas. Como ejemplo reciente de ello, los distintos anuncios de recompras de acciones en los últimos meses que aprovechan el bajo múltiplo implícito que el mercado está otorgando a la entidad operadora de residencias KOS, principal activo del holding y un negocio de gran calidad que hoy mantiene tasas de utilización alejadas de su histórico por la pandemia, pero que empieza a arrojar muestras de mejora importantes.

## OTROS

Posiciones comentadas: Naspers (4,8%) y Dassault Aviation (2,3%)

**Dassault Aviation** es una compañía aeroespacial francesa que fabrica tanto aviones civiles (jets privados) como militares. Es una compañía familiar, controlada por el Grupo Industrial Marcel Dassault (c. 62% de las acciones y c. 77% de los derechos de voto). En concreto, dentro de la división de aviones militares, **Dassault Aviation** produce aviones de combate Rafale y mantiene, repara y actualiza sus históricos aviones Mirage. Pensamos que el éxito de ventas internacionales del Rafale generará mucho valor a largo plazo para la compañía. Tal es así que, hoy por hoy, la cartera de pedidos militares de la compañía está en máximos históricos. Por su parte, la división de aviación civil está especializada en la fabricación de aviones Falcon, cuyo mantenimiento otorga una importante línea de ingresos recurrentes a la compañía.

Por otro lado, **Dassault Aviation** ostenta el 24,6% del **Grupo Thales**, la compañía multinacional francesa especializada en defensa y tecnología y que opera tres líneas de negocio: defensa y seguridad, aeroespacial y seguridad digital. La participación en el **Grupo Thales** es histórica (el grueso fue adquirido en 2009) y responde a una alianza estratégica, ya que el **Grupo Thales** provee a **Dassault Aviation** de equipos y tecnología necesarios en la fabricación de muchos de sus productos, como es el caso de los aviones de combate Rafale.

Iniciamos nuestra posición en la compañía a mediados de febrero, justo unos pocos días antes de la invasión rusa, por tres motivos fundamentales. Uno de ellos es el buen hacer del equipo directivo, liderado por su consejero delegado Éric Trappier, que lleva en la compañía desde 1984, y que se mantiene en el puesto de consejero delegado desde hace casi una década. Otro motivo es la importante internacionalización en las ventas de su avión de combate Rafale y, el tercer motivo, como no puede ser de otra manera, la valoración. Grosso modo, si descontamos el valor de la participación del **Grupo Thales** y la posición de caja en balance de la compañía, en el momento de nuestra inversión el mercado estaba valorando el negocio de aviación civil y militar de Dassault Aviation a un múltiplo del entorno de 5x su generación de caja normalizada para 2024e. Un múltiplo que se nos antoja injustificable, dadas las buenas perspectivas la compañía, incluso antes de la previsible escalada del gasto en defensa global tras la invasión rusa.

En cuanto a **Naspers**, hemos procedido a incrementar sustancialmente nuestra inversión, tras las fuertes caídas experimentadas por este holding sudafricano los últimos meses y explicadas, fundamentalmente, por tres motivos. El primero de ellos, la mala evolución bursátil del gigante tecnológico chino **Tencent Holdings**, del

que **Naspers** controla cerca del 30%. Recordemos que la bolsa china y, en especial, sus compañías tecnológicas, están viviendo un particular vía crucis desde hace más de un año, tras el incremento intervencionista del gobierno de Xi Jinping. A esto se añade, además, la incertidumbre asociada a las entidades que también cotizan en Estados Unidos, por los motivos ya comentados y el impacto económico de los confinamientos masivos para combatir la pandemia en los que se encuentran muchas ciudades de China. El segundo motivo es el impacto de las sanciones económicas a Rusia y, más en concreto, la desvinculación económica de **Naspers** y Avito, su filial rusa líder en anuncios clasificados y cuyo valor podría rondar el 5% del valor total de **Naspers**. Por último, la subida de tipos de interés de los bancos centrales está afectando, como también hemos discutido, especialmente a aquellos negocios cuya generación de caja esperada se encuentra más alejada del presente. Tal es el caso de muchas de las plataformas tecnológicas que controla **Naspers**, líderes en mercados e industrias emergentes, pero cuya generación de caja actual es prácticamente nula.

Frente a todo ello, hemos decidido incrementar nuestra inversión porque pensamos que la valoración actual es, posiblemente, una de las más atractivas que ha ofrecido **Naspers** los últimos años, incluso siendo muy conservadores con el futuro de Tencent y el valor del resto de plataformas.

## HOROS VALUE IBERIA

### Reducciones/salidas:

#### MATERIAS PRIMAS (11,6%)

Posiciones comentadas: Atalaya Mining (2,9%) y Aperam (2,0%)

En este primer trimestre de año, Horos Value Iberia no ha tenido ninguna salida en cartera. Sin embargo, sí se han producido los clásicos movimientos de rebalanceo que han llevado a una reducción en el peso de, especialmente, compañías pertenecientes al sector de las materias primas, como el producto de acero inoxidable **Aperam** y la compañía de producción de cobre **Atalaya Mining**. Hemos aprovechado la buena evolución bursátil a principios de año de estas compañías para reducir nuestra exposición e invertir en dos nuevas ideas de inversión, así como incrementar nuestra posición en otras entidades con mayor atractivo dentro de la cartera.



**FINANCIERO Y HOLDINGS (19,1%)**

Posiciones comentadas: Corporación Financiera Alba (1,4%)

El mismo razonamiento nos ha llevado a reducir, de manera importante, nuestra inversión en el holding inversor de la familia March, **Corporación Financiera Alba**. De hecho, la cotización del vehículo se encuentra en niveles cercanos a sus máximos históricos, frente a los precios deprimidos de otras compañías en el actual entorno bursátil.

**Incrementos/entradas:****MATERIAS PRIMAS (11,6%)**

Posiciones comentadas: Applus Services (2,3%)

**Applus Services** ("Applus") es una de las entidades líderes del mundo en el sector de la inspección, ensayos y certificación. Los servicios de **Applus** contribuyen a que sus clientes cuenten con activos, infraestructuras y operaciones de mayor calidad y seguridad. Para dar ese servicio, la compañía tiene más de 25.000 empleados y presencia en más de 70 países. **Applus** opera en distintos sectores, aunque cuenta con una exposición históricamente elevada al sector de la automoción y del petróleo y el gas. Por este motivo, los últimos años ha ido intensificando sus esfuerzos para incrementar los ingresos provenientes de otros ámbitos, como laboratorios y negocios vinculados a la transición energética. Más en detalle, **Applus** cuenta con cuatro divisiones: Energía e Industria, Laboratorios, Automoción e IDIADA.

La primera división, Energía e Industria, es la más cíclica de las cuatro y donde esperamos una importante recuperación los próximos años, tras la debacle de inversión en el sector del petróleo y el gas desde 2014. Con los precios actuales, existe una clara necesidad de incremento de inversiones y pensamos que **Applus** debería beneficiarse de ello. Por su parte, Laboratorios y Automoción deberían mantener su perfil actual de crecimiento y rentabilidad para los próximos años. La última división, IDIADA, es la que más incertidumbre arroja en estos momentos. Esta división engloba la explotación de un centro tecnológico para la industria de la automoción ubicado cerca de Barcelona, cuya concesión expira en 2024. Las dudas sobre la potencial no renovación están claramente pesando sobre el precio de la acción de **Applus**, ya que IDIADA supone el 10% del resultado operativo del grupo. Incluso valorando a 0 esta división desde 2024 (un escenario que no vemos como el más probable), estaríamos comprando este excelente negocio a unas 11x su flujo de caja libre normalizado de 2024e, cuando sus comparables han cotizado siempre con múltiplos mucho más exigentes.

## OTROS

Posiciones comentadas: Catalana Occidente (7,1%), Ibersol (3,3%) y Grupo Ecoener (1,6%)

Al igual que sucediera en lo peor de la pandemia, hemos vuelto a situar **Catalana Occidente** como principal posición de nuestro fondo Horos Value Iberia. Nos cuesta entender que el mercado valore esta entidad a menos de 7x beneficios en estos momentos, cuando la compañía consigue sorprender positivamente cada trimestre con sus resultados, tanto en el área del negocio tradicional (donde su diversificación en distintos ramos vuelve a demostrar su sentido), como en el seguro de crédito (donde los ratios combinados se mantienen en niveles extraordinariamente bajos). En nuestra opinión, la histórica animadversión del equipo directivo a recomprar acciones debiera dar un giro de 180 grados. A los precios actuales a los que cotiza **Catalana Occidente**, esa operación sería posiblemente la que más valor crearía para sus accionistas. Con todo, estamos encantados de volver a aprovechar esta histórica oportunidad que nos ofrece el mercado.

El **Grupo Ecoener** ("Ecoener") es una compañía, con sede en La Coruña, que se especializa en la construcción y operación de proyectos de energías renovables. Opera tres tecnologías diferentes: eólica, solar e hidráulica. A cierre de 2021, **Ecoener** tenía activos en España, Guatemala y Honduras. Este 2022 comenzará también a operar en la República Dominicana y Colombia. Aunque cuenta con más de 30 años de historia, **Ecoener** comenzó a cotizar en bolsa el 4 de mayo de 2021, levantando 100 millones de euros de capital para financiar su plan de negocio. **Ecoener** es una compañía familiar, controlada por Luis de Valdivia (presidente y consejero delegado), que tiene una participación del 71%. A los precios a los que hemos invertido, el mercado no estaría otorgando ningún valor a la importante cartera de nuevos proyectos de la entidad, ni a la generación de caja de sus proyectos actuales.

Por último, hemos incrementado sustancialmente nuestra inversión en la compañía portuguesa de restauración **Ibersol**, tras la oferta lanzada por parte de Restaurant Brands Iberia ("RBI") para hacerse con los restaurantes de **Burger King** gestionados por **Ibersol**. En concreto, RBI podría ofrecer en el entorno de los 250 millones de euros por estos locales, dejando una valoración implícita para el resto de **Ibersol** de 15 millones de euros en el momento que escribo estas líneas. Como recordatorio, el "resto" engloba, entre otros, más de 100 restaurantes de Pizza Hut y más de 50 de KFC que podrían generar además de 35 millones de euros de EBITDA. Desde luego, no sabemos qué sucederá con el importe que ingrese la compañía

cuando se formalice esta transacción, pero la ineficiencia nos parece muy clara en estos momentos.

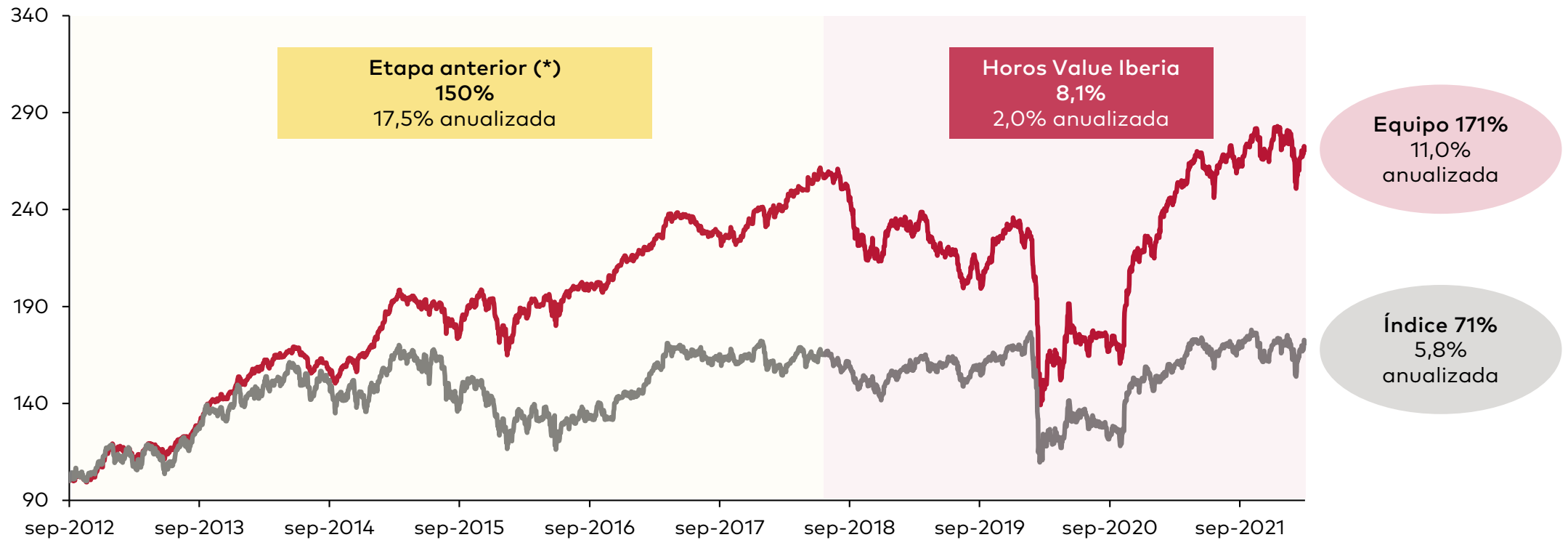
## Actualidad

En cuanto a la actualidad más relevante de Horos, me gustaría destacar la entrevista que **Estrategias de Inversión** realizó a mi compañero Alejandro (ver [aquí](#)), en la que habló, entre otros, de algunas ideas de inversión de nuestros fondos de inversión y de la reversión de estos meses de los estilos de inversión *value* y *growth*. Asimismo, Alejandro participó en programa de podcast **Momentum Financial** (ver [aquí](#)), donde comentó en detalle inversiones como Fairfax India, CIR o Kaisa Prosperity.

Por último, Alejandro y yo fuimos entrevistados también por Carlos Santiso y @Krevix, en el programa **Hablemos de Inversiones** (ver [aquí](#)). En esta ocasión, hablamos en detalle sobre Liberated Syndication, S&U, Sun Hung Kai y otras inversiones que tenemos en nuestros fondos.

# Rentabilidades

## Rentabilidad histórica del equipo gestor en la **estrategia ibérica**



Los datos engloban el periodo 30 de septiembre de 2012 a 31 de marzo de 2022.

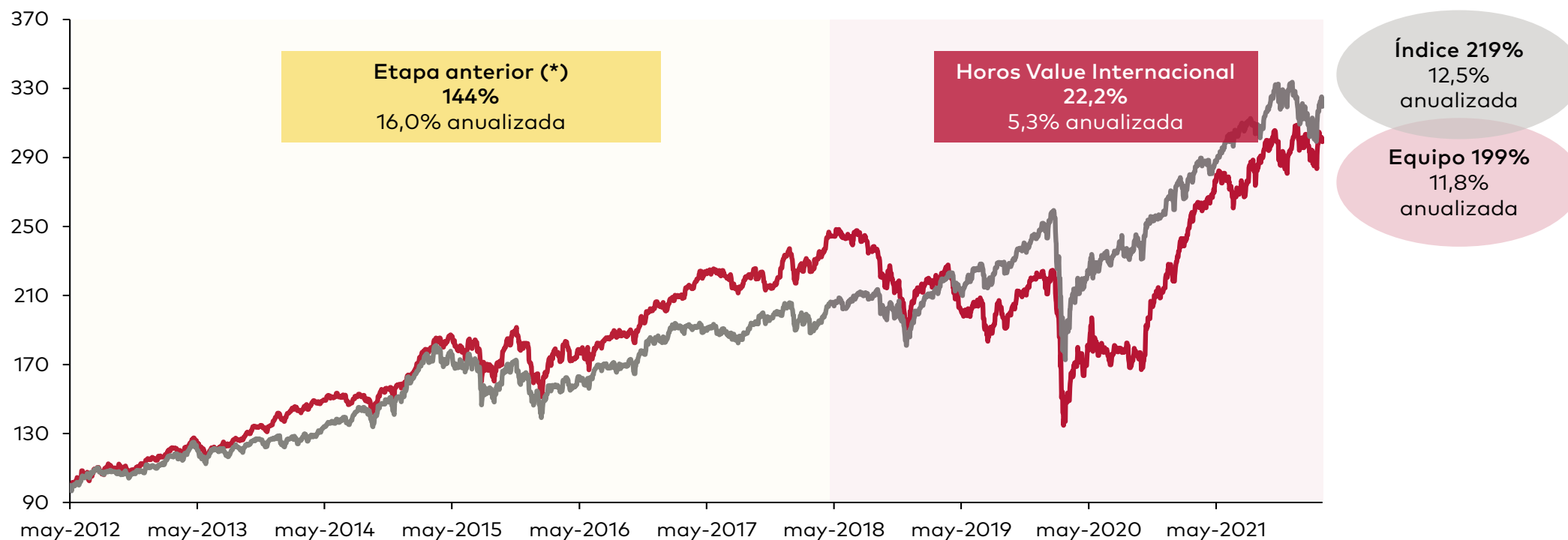
Las rentabilidades "etapa anterior" corresponden a las obtenidas por el equipo gestor de Horos en su etapa profesional previa, en la que trabajaban en otra gestora de fondos de inversión diferente. Esta "etapa anterior" engloba el periodo que va desde el 30 de septiembre de 2012, hasta el 22 de mayo de 2018.

Las rentabilidades pasadas no son garantía de rentabilidades futuras. Las inversiones de los Fondos están sujetas a las fluctuaciones del mercado y otros riesgos inherentes a la inversión en valores, por lo que la adquisición del Fondo y los rendimientos obtenidos pueden experimentar variaciones tanto al alza como a la baja y cabe la posibilidad de que un inversor no recupere el importe invertido inicialmente. Las decisiones de inversión o desinversión en el Fondo deberán ser tomadas por el inversor de conformidad con los documentos legales en cada momento, y en especial en base al Reglamento y los Datos Fundamentales para el Inversor (DFI) de cada Fondo, acompañado en su caso, de la Memoria anual y el último Informe trimestral. Toda esta información, y cualquier otra más, estará a su disposición en la sede de la Gestora y a través de la página web:

[www.horosam.com](http://www.horosam.com)

# Rentabilidades

## Rentabilidad histórica del equipo gestor en la **estrategia internacional**



Los datos engloban el periodo 31 de mayo de 2012 a 31 de marzo de 2022.

Las rentabilidades "etapa anterior" corresponden a las obtenidas por el equipo gestor de Horos en su etapa profesional previa, en la que trabajaban en otra gestora de fondos de inversión diferente. Esta "etapa anterior" engloba el periodo que va desde el 30 de mayo de 2012, hasta el 22 de mayo de 2018.

Las rentabilidades pasadas no son garantía de rentabilidades futuras. Las inversiones de los Fondos están sujetas a las fluctuaciones del mercado y otros riesgos inherentes a la inversión en valores, por lo que la adquisición del Fondo y los rendimientos obtenidos pueden experimentar variaciones tanto al alza como a la baja y cabe la posibilidad de que un inversor no recupere el importe invertido inicialmente. Las decisiones de inversión o desinversión en el Fondo deberán ser tomadas por el inversor de conformidad con los documentos legales en cada momento, y en especial en base al Reglamento y los Datos Fundamentales para el Inversor (DFI) de cada Fondo, acompañado en su caso, de la Memoria anual y el último Informe trimestral. Toda esta información, y cualquier otra más, estará a su disposición en la sede de la Gestora y a través de la página web:

[www.horosam.com](http://www.horosam.com)

**Top 10 posiciones**  
Horos Value Iberia

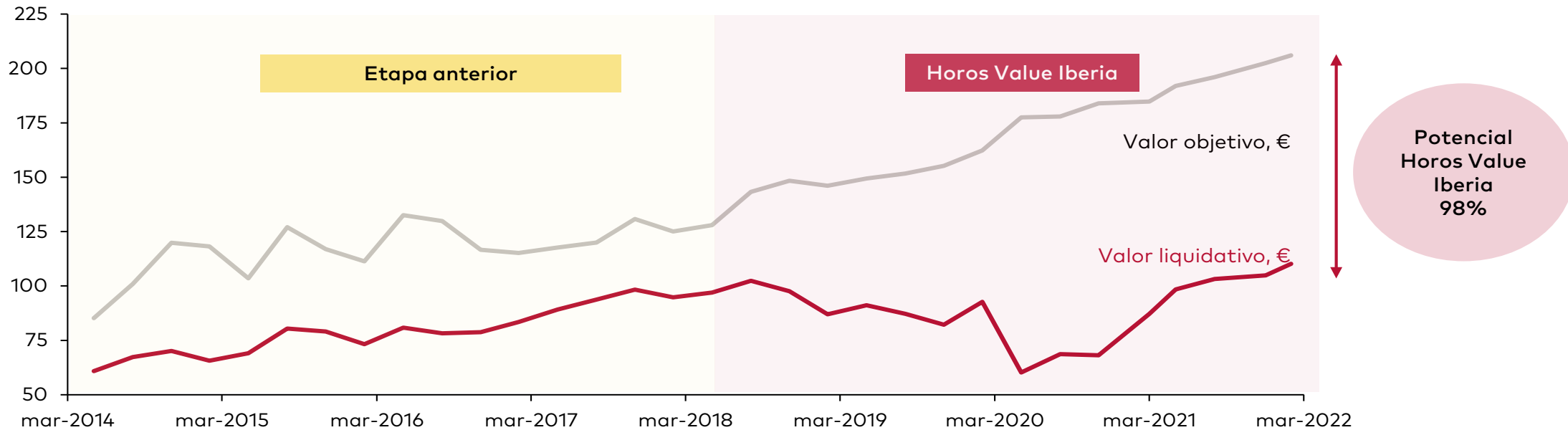
<b>Posición</b>	<b>Peso</b>	<b>Sector</b>
Catalana Occidente	7,1%	Financiero
Semapa	7,0%	Financiero
Merlin Properties	6,7%	Inmobiliario y construcción
Horos Value Internacional	6,4%	Financiero
Iberpapel	5,0%	Industrial
Sonae SGPS	4,9%	Distribución
Gestamp	4,4%	Industrial
Elecnor	4,3%	Industrial
Renta Corporación	4,0%	Inmobiliario y construcción
Alantra Partners	3,7%	Financiero

**Top 10 posiciones**  
Horos Value Internacional

<b>Posición</b>	<b>Peso</b>	<b>Sector</b>
Naspers	4,8%	TMT
Fairfax India	4,4%	Financiero
Catalana Occidente	4,4%	Financiero
Semapa	4,2%	Financiero
Aercap Holdings	4,0%	Financiero
CIR	3,8%	Financiero
BMW	3,5%	Consumo cíclico
Sonae SGPS	3,4%	Distribución
Sun Hung Kai And Co	3,3%	Financiero
Teekay Corp.	3,2%	Petróleo y gas

# Valor objetivo

Valores objetivos/liquidativos del equipo gestor



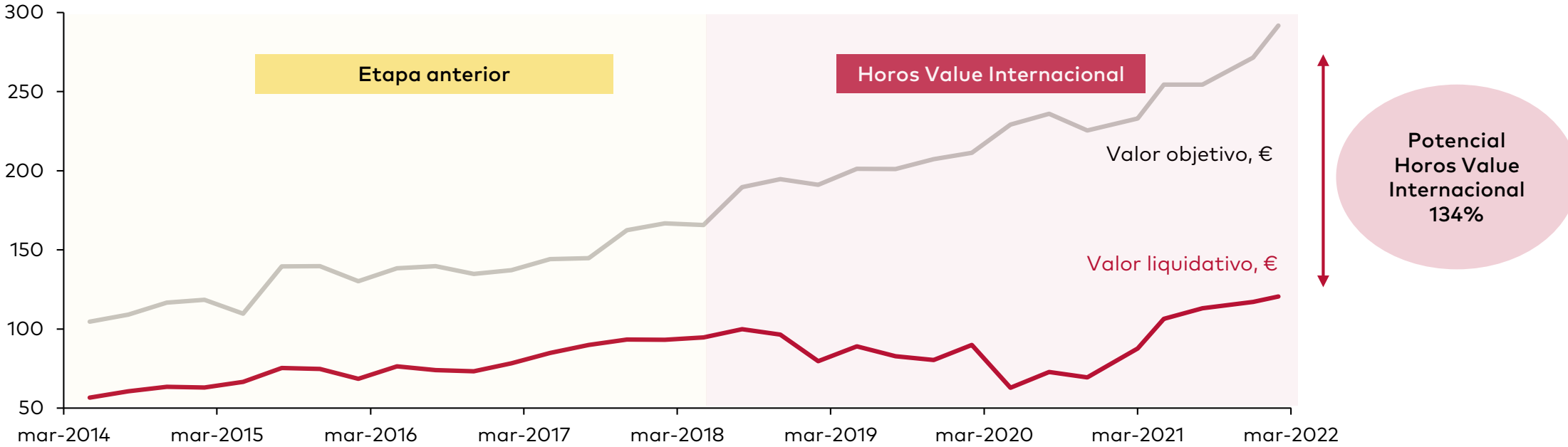
Los datos engloban el periodo 31 de marzo de 2014 a 31 de marzo de 2022.

Los datos "etapa anterior" corresponden al periodo en el que equipo gestor de Horos trabajó en otra gestora de fondos de inversión diferente. Para su cálculo se han utilizado las rentabilidades de ese periodo y, como base para la obtención del valor liquidativo simulado de esa etapa, el valor liquidativo de Horos Value Iberia del 23 de mayo de 2018, momento en el que se incorpora al proyecto el equipo gestor.

Para el cálculo del valor objetivo realizamos un estudio individual de cada inversión que compone la cartera. En concreto, realizamos una estimación a tres años del valor de cada compañía en la que invertimos. Para ello, calculamos, de manera conservadora, los flujos de caja futuros que pensamos que va a generar los próximos tres años el negocio, para así poder calcular el valor futuro de la empresa (entendido este como capitalización bursátil ajustado por la posición financiera neta). Posteriormente, con estos datos, estimamos el múltiplo EV/FCF (valor futuro de la empresa dividido por su flujo de caja libre normalizado, es decir, ajustando este último por partidas extraordinarias) al que cotizaría cada compañía. Por último, fruto del análisis cualitativo que realizamos de cada empresa, asignamos un múltiplo de salida a cada inversión (a cuánto pensamos que merece cotizar cada negocio) y lo comparamos con el dato anterior, para estimar el potencial o atractivo de la inversión. En determinadas ocasiones, dada la naturaleza de las inversiones, se utilizarán otros métodos de valoración generalmente aceptados, tales como la suma de partes, descuento de flujos de caja o múltiplo de precio entre valor contable.

# Valor objetivo

Valores objetivos/liquidativos del **equipo gestor**



Los datos engloban el periodo 31 de marzo de 2014 a 31 de marzo de 2022.

Los datos "etapa anterior" corresponden al periodo en el que equipo gestor de Horos trabajó en otra gestora de fondos de inversión diferente. Para su cálculo se han utilizado las rentabilidades de ese periodo y, como base para la obtención del valor liquidativo simulado de esa etapa, el valor liquidativo de Horos Value Internacional del 23 de mayo de 2018, momento en el que se incorpora al proyecto el equipo gestor.

Para el cálculo del valor objetivo realizamos un estudio individual de cada inversión que compone la cartera. En concreto, realizamos una estimación a tres años del valor de cada compañía en la que invertimos. Para ello, calculamos, de manera conservadora, los flujos de caja futuros que pensamos que va a generar los próximos tres años el negocio, para así poder calcular el valor futuro de la empresa (entendido este como capitalización bursátil ajustado por la posición financiera neta). Posteriormente, con estos datos, estimamos el múltiplo EV/FCF (valor futuro de la empresa dividido por su flujo de caja libre normalizado, es decir, ajustando este último por partidas extraordinarias) al que cotizaría cada compañía. Por último, fruto del análisis cualitativo que realizamos de cada empresa, asignamos un múltiplo de salida a cada inversión (a cuánto pensamos que merece cotizar cada negocio) y lo comparamos con el dato anterior, para estimar el potencial o atractivo de la inversión. En determinadas ocasiones, dada la naturaleza de las inversiones, se utilizarán otros métodos de valoración generalmente aceptados, tales como la suma de partes, descuento de flujos de caja o múltiplo de precio entre valor contable.