

HOROS

ASSET
MANAGE-
MENT

CARTA TRIMESTRAL
A LOS PARTÍCIPES

OCTUBRE 2022

OCTUBRE 2022

Estimado co-inversor,

El tercer trimestre del año ha supuesto la confirmación de las dificultades que muchas economías están viviendo para compaginar una política monetaria restrictiva con un entorno económico recesivo. Este conflicto ha pesado sobre los mercados, generando volatilidad e importantes correcciones en algunos índices. Nuestras carteras no han sido ajenas a estos movimientos. Por un lado, nuestro fondo Horos Value Internacional perdió un -7,1% en el trimestre, frente a una caída del -0,6% de su índice de referencia. Por otro, Horos Value Iberia se dejó un -12,9% en el periodo, frente al -9,1% 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 11,3%, inferior al 38,5% de su índice de referencia; mientras que Horos Value Iberia obtiene una rentabilidad del -6,7%, superior al -8,6% de su índice comparable. Por otro lado, desde 2012, las rentabilidades de este equipo gestor alcanzan el 172% en la estrategia internacional y el 133% en la estrategia ibérica, en comparación con un 186% y un 54% de sus índices.¹

A los focos de incertidumbre comentados, se les unen los ya presentes (economía china, invasión rusa de Ucrania e inflación). Sin embargo, es en estos momentos de nerviosismo en los que se generan las mayores oportunidades de inversión. No lo digo por decir. En los diez años profesionales que este equipo gestor acaba de cumplir (quince años en mi caso particular) hemos vivido situaciones también muy complicadas. Esta carta sirve para recordar lo que hemos afrontado todos estos años, nuestra evolución como inversores y por qué ser siempre fieles a nuestro proceso inversor acaba dando sus frutos.

Agradeciendo su confianza, reciba un cordial saludo,

—|

Javier Ruiz, CFA
Director de Inversiones
Horos Asset Management

¹ 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

En realidad, nadie sabe lo que hará el mercado; intentar predecirlo es una pérdida de tiempo e invertir basándose en esa predicción, una mera especulación.

— Seth Klarman

En este trimestre han continuado incrementándose los focos de incertidumbre en los mercados. A la inflación persistente, la situación de la economía china y las consecuencias derivadas de la invasión rusa en Ucrania, se les une ahora los conflictos que surgen entre las políticas monetarias restrictivas de los bancos centrales y las realidades económicas de muchos países. Estas situaciones, cuyo resultado final es difícil de prever, están generando mucho nerviosismo. Sin embargo, desde Horos hacemos dos lecturas de este momento. Por un lado, es en estos entornos en los que se generan las mejores oportunidades de inversión, como demuestra el enorme atractivo de nuestras carteras. Por otro lado, no podemos perder de vista que siempre parece haber motivos para no estar invertidos en bolsa. Nuestra experiencia de diez años como equipo gestor refrenda esta realidad. A repasar los acontecimientos más importantes que hemos vivido profesionalmente, así como nuestra evolución como inversores, dedicaremos esta (quizás más personal) carta trimestral.

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 la compañía de concesionarios de automóviles **Pendragon**, tras la OPA recibida, y en la gestora de fondos de inversión **Gamco Investors**. A su vez, hemos invertido en la empresa fabricante de vidrio **Verallia** y en la compañía de renting de automóviles **ALD Automotive**. Por su parte, en Horos Value Iberia no se han producido entradas o salidas, pero hemos incrementado nuestra exposición a compañías industriales muy penalizadas, como **Aperam**, **Acerinox** o **Gestamp Automoción**.

Los años de iniciación y aprendizaje

De los errores aprendemos. El éxito, largamente deseable, no enseña nada.

— Antonio Escohotado

LA INICIACIÓN AL *VALUE INVESTING*

16 de mayo de 2007. Sin duda, una de las fechas más importantes en mi vida profesional. Ese día cumplí el sueño de comenzar a trabajar como analista y asistente de gestión de fondos de inversión en Metagestión, una de las gestoras independientes con más nombre en aquel momento. Desde luego, a mis 24 años recién cumplidos, era mucho más de lo que podía esperar y desear para iniciar mi carrera como inversor. Por aquel entonces desconocía en qué consistía el *value investing* y, lo que es aún más llamativo, no tenía nada claro cómo se gestionaba en la entidad a la que me acababa de incorporar. Solo sabía que quería dedicarme a invertir en bolsa y, tras haber enviado mi currículum (en varias ocasiones) a todas las gestoras que en aquel momento contaban con fondos de inversión en España, el azar quiso que terminase trabajando allí.

A los pocos días de mi incorporación, decidí que tenía que poner solución a esta "pequeña" carencia en mis conocimientos. ¿Cómo lo hice? Tirando de mi recurso favorito: los libros. Como no contábamos en aquellos años con la comodidad de adquirirlos en Amazon, aún disfrutaba enormemente con mis visitas a librerías y, en especial, a la del Crisol, cuyo local se encontraba muy cerca de la zona en la que vivía. La fortuna quiso que el libro por el que me decantase fuera (posiblemente) la obra más importante que se ha escrito sobre *value investing*. Efectivamente, estoy hablando de "El Inversor Inteligente", de Benjamin Graham.² Si se pregunta por qué seleccioné ese libro y no otro, la respuesta es muy sencilla: en la portada de este aparecía una cita de Warren Buffett recomendando encarecidamente su lectura. Desconocía la figura de Benjamin Graham, pero sí tenía claro que Buffett era uno de los mejores inversores de la historia, por lo que me dejé llevar por su criterio. **Conceptos como el margen de seguridad, la diferencia entre especular e invertir, cómo aprovecharse de la esquizofrenia del Sr. Mercado o la importancia del largo plazo, han marcado mi forma de entender la inversión desde ese momento.**

El hábito de relacionar lo que se paga con lo que se ofrece es un rasgo valiosísimo a la hora de invertir.³

² Graham, Benjamin (2012). *El Inversor Inteligente*. Deusto.

³ *Idem*.

Mi satisfacción fue máxima cuando descubrí que en Metagestión se intentaba seguir esta misma filosofía. En concreto, las carteras se configuraban en función de las clásicas medidas de valoración por múltiplos, como la relación del precio con los beneficios de una compañía (PER) o con su valor contable (P/BV), por poner dos ejemplos típicos. La idea, por tanto, era adquirir acciones de empresas que arrojasen un elevado margen de seguridad. Una forma de invertir que parecía estar dando grandes frutos, a tenor de las rentabilidades históricas de los fondos de inversión de la casa. Sin embargo, poco duraría mi entusiasmo...

TRAS LA BORRACHERA, LLEGÓ LA RESACA

Ese mismo verano, solo unas semanas después de mi incorporación, se empezó a hablar de lo que acabaría bautizándose como la **crisis de las hipotecas "basura" o *subprime*** (posteriormente, también, como la **Gran Recesión**). Quince años después, esta crisis puede parecer ya olvidada o, incluso, anecdótica, pero fue un momento de la historia que marcaría las políticas monetarias de los bancos centrales para siempre.

Cuando se detenga la música, en términos de liquidez, las cosas se pondrán complicadas. Pero mientras la música siga sonando, tienes que levantarte y bailar.⁴

Hoy sabemos, como ya explicamos al hablar de los ciclos económicos en la última carta trimestral de 2020 (ver [aquí](#)), que la crisis fue causada por **descoordinaciones agregadas entre los planes de consumo de los ahorradores y los planes de producción de los inversores o empresarios**. Así mismo, que la causa de estas descoordinaciones fueron las degradaciones generalizadas de la liquidez de los agentes económicos, originadas a través del abuso indiscriminado del descalce de plazos y de riesgos (endeudamiento a corto plazo para invertir a largo plazo) y magnificadas a través del sistema bancario, que actúa como intermediario financiero que facilita este descalce. Sin embargo, en aquellos instantes, el mundo parecía desmoronarse y prácticamente nadie entendía por qué. Recuerdo, en especial, aquellas jornadas de nerviosismo absoluto, en las que algunas entidades financieras, como los nombres más importantes de la banca inglesa, sufrían variaciones diarias impensables (¡de hasta el 60%!) en sus cotizaciones. Uno no podía dejar de preguntarse cuándo terminaría aquel apocalipsis financiero en el que las piezas del dominó comenzaban a caer, más y más rápido. Finalmente, la quiebra de **Lehman Brothers** hizo que el riesgo sistémico se tornase inasumible, con

⁴ Nakamoto, M. y Wighton, D. (9 de julio de 2007). Citigroup chief stays bullish on buy-outs. *Financial Times*. En referencia a las declaraciones vertidas por Chuck Prince, el consejero delegado de Citigroup en aquella época.

lo que los bancos centrales terminaron realizando la mayor expansión monetaria conocida hasta esa fecha (un juego de niños comparado con las medidas que tomarían los siguientes años), para orquestar un rescate global del sistema financiero. Efectivamente, no puede decirse que los inicios de mi andadura profesional fueran precisamente tranquilos.

Al igual que la mayoría de los fondos de inversión, los productos gestionados por la casa sufrieron grandes caídas (de entre el 55% y el 65%) desde los máximos de 2007 hasta el mínimo que marcaron los mercados en marzo de 2009. Warren Buffett suele decir que, si no puedes soportar caídas en tus inversiones de más del 50% sin entrar en pánico, entonces no deberías estar invertido en bolsa. Como todo, una idea sencilla de asimilar, pero ¡qué difícil de sobrellevar! Al final, la expansión de balance de los bancos centrales, amén de otros cambios regulatorios en el sector financiero, así como los planes de estímulos de muchos gobiernos, dieron alas a los mercados en 2009, apuntándose grandes revalorizaciones de las que pudimos aprovecharnos gracias a nuestra histórica exposición al sector bancario (entidades como el **Banco Santander**, multiplicaron por varias veces su valor en pocos meses).

Desde mi ingenuidad e ignorancia, extraje la conclusión de que la pesadilla inicial de mis primeros años como profesional de la inversión había terminado y que el estilo de inversión de la gestora seguiría funcionando como antaño. Empero, la realidad nos puso, nuevamente, en nuestro sitio, dándonos una bofetada que sacudiría los cimientos de esta forma de entender la inversión.

LA CRISIS DEL EURO Y LA TEORÍA AUSTRÍACA DEL CICLO ECONÓMICO

La expansión de crédito de principios de siglo no solo había contribuido a generar burbujas y mala asignación de recursos por doquier, sino que también permitió mantener a flote modelos de crecimiento económico totalmente insostenibles durante demasiado tiempo. Así, en Oriente Medio, el país más lujoso y de moda del momento, Dubái, tuvo que ser rescatado por Abu Dabi y el Banco Central de los Emiratos Árabes Unidos, tras años de despilfarro absoluto.⁵ Prácticamente al mismo tiempo, nuestra Unión Europea empezó a resquebrajarse, poniendo en duda la viabilidad del euro. Con la recesión global del momento, las cuentas públicas de Grecia, históricamente al filo de la navaja, sufrieron un deterioro que la situó al borde de la quiebra.⁶ **Cuando un sistema es frágil, los problemas se propagan rápidamente.** Pronto las dudas afloraron en economías más grandes como

⁵ Reuters staff (14 de diciembre de 2009). Abu Dhabi gives Dubai \$10 billion bailout. *Reuters*.

⁶ Reuters staff (9 de mayo de 2011). Timeline: Greece's debt crisis. *Reuters*.

Portugal, Irlanda y, más preocupante para la Unión Europea, España e Italia. Día sí, día también, los telediarios abrían su emisión comentando la evolución de la prima de riesgo de la deuda española frente al bono alemán. El coste de financiación de estas economías se disparó hasta niveles no vistos en muchos años, imposibles de pagar para países que aún no habían conseguido recuperarse de la gran recesión de esos años. Finalmente, en el año 2012, el Banco Central Europeo decidió intervenir, anunciando un programa de compra de bonos gubernamentales y rescatando al sistema bancario español con un préstamo de 100.000 millones de euros.⁷

El BCE hará lo que sea necesario para sostener al euro y, créanme, será suficiente.⁸

Podrá imaginarse que este entorno no era el más propicio para carteras con una importante exposición al sector financiero. Durante los doce meses anteriores al rescate anunciado por Mario Draghi, los fondos de la gestora perderían alrededor del 40% de su valor. La realidad es que las entidades bancarias continuaban digiriendo los préstamos de mala calidad concedidos durante la época de burbuja, cuando la **Crisis del Euro** los golpeó con virulencia. La desconfianza se volvió a instalar en el sistema y empezó a hacerse obvio que valorar estas entidades por múltiplos, sin profundizar en el ciclo económico, se estaba convirtiendo en un error fatal. **Invertir en el Banco Popular porque cotizaba muy por debajo de su valor contable o con un PER históricamente bajo, no valía de nada si al año siguiente el beneficio caía a la mitad y sus activos seguían deteriorándose.** Algo no funcionaba en esta forma de invertir y había que cambiarlo.

Justo en aquella época, Carlos Cuesta, un buen amigo y excelente profesional (es nuestro bróker de referencia desde hace más de diez años), me recomendó un libro (¡de nuevo un libro salía a mi rescate!) que me podría ayudar a entender mejor la formación de los ciclos económicos y por qué el sector bancario podía no ser una inversión idónea en esos momentos. Esta obra, escrita por Jesús Huerta de Soto, posiblemente el mayor referente de la **Escuela Austríaca de Economía** en nuestro país, y titulada "Dinero, Crédito Bancario y Ciclos Económicos", aborda de manera extensa y asequible, lo que se conoce como la Teoría Austríaca del Ciclo Económico (TACE).⁹ Según esta teoría, la intervención en los tipos de interés por parte de los

⁷ House, J., Stevis, M. y Steinhauer, G. (9 de junio de 2012). Spain to Request EU Aid for Banks. *Wall Street Journal*.

⁸ Banco Central Europeo (26 de julio de 2012). *Speech by Mario Draghi, President of the European Central Bank at the Global Investment Conference in London 26 July 2012.*
<https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html>

⁹ Huerta de Soto, Jesús (2011). *Dinero, crédito bancario y ciclos económicos*. Unión Editorial. Hoy recomiendo, encarecidamente, completar el análisis de esa obra con los trabajos de los teóricos de la liquidez, dando la relevancia que se merece al papel que juega el descalce de plazos en la formación de los ciclos económicos.

bancos centrales, unido a la expansión monetaria orquestada a través del canal bancario, termina generando malas asignaciones de recursos que finalizan en burbujas de precios insostenibles. Sólo el pinchazo de esas burbujas, normalmente en forma de recesión, permite reasignar de manera eficiente los factores productivos de las economías. De ahí la importancia de dejar que ese proceso, por muy doloroso que sea, se produzca lo más rápido posible.

Pues bien, nos encontrábamos aún en un punto en el que las economías y el sistema bancario tenía que reconocer esa mala asignación de recursos en sus balances. Los Estados habían vivido por encima de sus posibilidades y los bancos habían concedido préstamos de riesgo muy elevado a promotores y particulares. No era precisamente el momento más adecuado para estar invertido en ese sector, especialmente si existían otras oportunidades más claras y que habían sufrido injustificadamente en bolsa por la mala imagen de la Unión Europea en ese momento (recordemos el desafortunado acrónimo PIIGS).¹⁰

Sin embargo, no adelantemos acontecimientos. Algo seguía fallando en el proceso de inversión, ya que no solo la exposición al sector financiero había tenido un mal comportamiento esos años. También otras inversiones vieron perder gran parte de su valor (incluso quebrar) en ese periodo. Desde luego había que entender qué estaba fallando y tratar de solucionarlo.

LAS "TRAMPAS DE VALOR" Y LA IMPORTANCIA DEL ANÁLISIS CUALITATIVO

Uno de los mayores miedos de los inversores seguidores del *value investing* es toparse con las conocidas como "**trampas de valor**". Esta etiqueta tan ilustrativa corresponde a inversiones en compañías ópticamente baratas en un momento inicial, pero con un problema estructural irremediable que deteriora su negocio y que las convierte, por tanto, en inversiones ruinosas con el paso del tiempo. Para minimizar la posibilidad de caer en este tipo de errores es necesario analizar en profundidad el negocio de una compañía, su posicionamiento frente a la competencia y su lugar en la cadena de valor de la industria en la que opera. También es importante valorar su situación financiera y cómo gestiona el capital el equipo directivo al mando de la compañía. No hacer este ejercicio con la diligencia debida nos expone a incrementar las probabilidades de cometer errores de inversión de los que no podamos recuperarnos fácilmente.

¹⁰ (18 de mayo de 2010). The PIIGS that won't fly. *The Economist*.

Creo que existen los errores de inversión, pero no las trampas de valor.¹¹

Esto es precisamente lo que sucedió en aquellos años. Como suele decir Charlie Munger, el capitalismo puede ser un lugar muy salvaje.¹² Si un negocio funciona bien y se convierte en muy rentable, la competencia buscará formas de robar parte o el total de esa rentabilidad. La llegada de internet, como fuente de información instantánea, y los avances tecnológicos están acelerando aún más este proceso. Sólo los negocios que cuenten con algún tipo de barrera de entrada o ventaja competitiva pueden hacer frente, no sin dificultad, a estos continuos ataques de la competencia.¹³ Y ahí es donde residen las trampas valor. **Si un negocio es más atacable de lo que podemos pensar, su atractiva valoración del momento puede estar reflejando el deterioro del negocio que está por venir.**

Dos ejemplos claros de trampas valor que recuerdo con especial rabia son **Nokia** y **Yell Group**. Dos empresas que sufrieron una rápida disrupción tecnológica en su modelo de negocio y que no supieron o fueron capaces de reinventarse a tiempo. En el caso de **Nokia**, estábamos ante la compañía líder indiscutible en venta de teléfonos móviles. La empresa contaba con un balance (aparentemente) ultra sólido y unos márgenes operativos envidiables. Sin embargo, la llegada del *smartphone* supuso un cambio radical en la industria, al que **Nokia** no supo adaptarse. En poco tiempo, jugadores como **Apple** o **Samsung** borraron al gigante finlandés del mapa, hasta hacerlo desaparecer por completo. En cuanto a **Yell Group**, dueña del famoso directorio de Páginas Amarillas, aunque presentaba un balance más endeudado, contaba con un negocio con enorme capacidad para generar caja. No obstante, la llegada de la publicidad online, de la mano de **Google** y otros jugadores, acabaría con un negocio de larga tradición y elevada rentabilidad. De haber analizado la situación de sus industrias con suficiente profundidad, estas inversiones no habrían entrado nunca en cartera.

Estos y otros ejemplos me animarían a vivir, cuando las circunstancias lo permitiesen, la clásica transición por la que han pasado muchos inversores *value*, evolucionando de un estilo de inversión centrado exclusivamente en el precio (Benjamin Graham), a otro que lo complementa con el análisis de los negocios y su equipo directivo (Warren Buffett). El destino quiso que, precisamente, en ese momento en el que me estaba replanteando nuestra forma de invertir,

¹¹ Talks at Google (30 de julio de 2014). *Dhandho. Heads I win | Mohnish Pabrai | Talks at Google*. YouTube. https://www.youtube.com/watch?v=E_nWM4vjgqE

¹² Charlie Munger (5 de mayo de 1995). *A Lesson on Elementary, Worldly Wisdom As It Relates to Investment Management & Business*. Charla para la USC Business School.

¹³ Por supuesto, recomiendo el clásico *paper* "Measuring the Moat" de Michael Mauboussin (ver [aquí](#)) para profundizar sobre estas dinámicas.

Metagestión iniciase también una fase de reestructuración, dejándome a cargo de los fondos de la casa en septiembre de 2012.

El gran salto

Es mejor asociarte con gente que es mejor que tú.

— Warren Buffett

LA LLEGADA DE ALEJANDRO Y EL GIRO EN LA GESTIÓN

Poco a poco, inicié pequeños cambios en la cartera de los fondos según las lecciones aprendidas los años anteriores. Obviamente, el movimiento más relevante fue eliminar nuestras posiciones en el sector bancario. No solo por la situación dudosa de su balance antes destacada, sino también porque la gestión de capital histórica de estas entidades no superaba el nuevo filtro que quería implementar en nuestras carteras. Básicamente, si un equipo directivo destruía valor para los accionistas con sus decisiones, entonces no podíamos invertir en esa compañía. Adicionalmente, reduje de manera importante el número de valores en los que invertíamos y concentré la cartera en compañías con la cotización absolutamente deprimida, pese a contar con buenas perspectivas para los siguientes años, y que multiplicarían por dos o más veces su valor en poco tiempo.

Sin embargo, no todo fueron alegrías. A primeros de 2013 decidí situar como principal inversión de nuestra cartera ibérica una compañía con un negocio sencillo de entender y crecimiento estable, una marca muy reconocida y con una generación de caja esperada para los próximos años muy elevada, lo que le otorgaba una valoración muy atractiva. El único "pero" era su endeudamiento. Sin embargo, el tipo de negocio, de carácter muy defensivo, hacía que no resultara un factor excesivamente preocupante. La compañía no era otra que **Pescanova** y su fraude contable fue un jarro de agua fría del que tardé un buen tiempo en recuperarme. Uno nunca olvida su primera gran pérdida como responsable de la gestión de los ahorros de muchas personas. ¿Qué había sucedido? Básicamente, la empresa gallega había ideado un entramado de filiales no consolidadas que le ayudó a ocultar su verdadera situación patrimonial. **Pescanova** estaba quebrada y ni el más negativo de los analistas podía sospechar algo así. Nuestro fondo ibérico perdería hasta un 5% de su patrimonio por esta inversión. Con el paso del tiempo, uno siempre vuelve a preguntarse si había algún indicio que se le escapara en ese momento o si el proceso de inversión no fue el correcto. La realidad es que solo

encuentro dos alertas a las que pude no dar la importancia debida. Por un lado, la compañía llevaba tiempo sin generar efectivo y sufría tensiones en su fondo de maniobra. Aunque todo parecía indicar, según los mensajes de su equipo directivo, que la situación se iba a revertir en breve. Por otro, la comunicación de la compañía era muy poco transparente. Recuerdo especialmente una reunión en la que estábamos presentes varios inversores. El presidente de **Pescanova** estuvo una hora hablando a un ritmo frenético, sin dejar que nadie preguntara nada. En ese momento me llamó la atención esa forma de actuar, pero tampoco lo podía asociar a algo más oculto. En definitiva, una ruinoso inversión que aún hoy, me es difícil calificar en su esencia como error.

En abril de 2013 se produciría un punto de inflexión para el devenir de la gestora, con la incorporación de mi compañero **Alejandro**. Conocí a Alejandro en la primavera de 2012, en una comida que recuerdo con mucho cariño porque, además de toparme con el que sería mi futuro compañero de batallas, asistieron también otros inversores profesionales y algunos miembros del Instituto Juan de Mariana, entre ellos Juan Ramón Rallo, cuyo trabajo admiro enormemente. Alejandro y yo no mantuvimos un contacto activo los siguientes meses, pero seguí de cerca su blog de inversiones y comprendí, rápidamente, que era la persona adecuada para acelerar el giro en la gestión que estaba implementando. Finalmente, la gestora decidió que era el momento de incorporar una segunda persona a la gestión de los fondos y Alejandro se unió al equipo. Su energía, su ilusión y su plena dedicación contagiaron inmediatamente a todo el mundo, impactando muy positivamente en la gestión de los fondos y de la propia gestora.

Tardé pocos días en darme cuenta de las capacidades y conocimientos de Alejandro, muy superiores a los míos en contabilidad por su bagaje como auditor, además de por haber invertido sus ahorros desde que, sin atisbo de exageración, era poco más que un niño. Por ello, desde prácticamente el primer día de su incorporación, las decisiones de inversión pasaron a ser siempre consensuadas entre ambos, sin importar mi teórico rango superior por ser el director de inversiones. Tomar las decisiones de manera centralizada hubiera sido un gran error ya que, puedo asegurar sin riesgo a equivocarme, los resultados de los fondos hubieran sido mucho menos satisfactorios.

Alejandro me convenció muy pronto de las bondades de los negocios controlados por sus familias fundadoras, donde los intereses están totalmente alineados con los partícipes. Compañías como **Barón de Ley, Miquel y Costas, Vidrala** o **Altia Consultores** entraron a formar parte de la cartera ibérica como principales posiciones. Estos nombres se convertirían en algunos de los principales responsables de los grandes resultados que cosechamos los siguientes años. En

cuanto a la cartera internacional, entrarían compañías europeas de similar perfil familiar, totalmente ignoradas por la comunidad inversora, como la productora portuguesa de tapones de corcho, **Corticeira Amorim** (valor que nos recomendaría nuestro futuro compañero Miguel), o **Groupe Guillin**, el fabricante francés de envases para la industria de la alimentación. Adicionalmente, invertiríamos una parte importante del fondo en compañías "clásicas" tecnológicas, como **Microsoft**, u otras dueñas de plataformas con un potencial de crecimiento y un enorme efecto de red no reconocido aún por el mercado (¿cuesta creer que algo así fuera posible!), como Google (**Alphabet**), **Paypal** o Priceline (**Booking Holdings**). Estos importantes cambios nos permitieron cosechar resultados muy positivos en nuestras carteras ese 2013, lo que nos daría alas para mantener esta "nueva" filosofía inversora.

NUESTRA PRIMERA INVERSIÓN "VALUE-AUSTRÍACA"

En el 2012, con la Teoría Austríaca del Ciclo Económico recién interiorizada, decidí embarcarme en el análisis de la economía más adelantada en el tiempo en cuanto a (grandes) burbujas se refiere: **Japón**. La economía nipona era y es el clásico ejemplo de libro de expansión crediticia, concentración de este en el sector inmobiliario con formación de burbuja (en su caso, absolutamente estratosférica) y extensión al resto de sectores con su reflejo en los mercados bursátiles (¡el índice Nikkei multiplicó por cuatro veces su valor en solo cinco años!). Veinte años después, el precio de los inmuebles y de la bolsa seguía haciendo mínimos, tal fue la magnitud de la burbuja en la segunda mitad de la década de los años 80. En la industria de la gestión, proliferaron productos para invertir en Asia con el apellido "ex Japan", ya que nadie quería saber absolutamente nada de este mercado después de esas terribles dos décadas. Por otro lado, los continuos planes de estímulo del gobierno tras el pinchazo llevaron a que la economía se situara como la más endeudada del mundo. Pese a ello, Japón se ha financiado históricamente a tipos de interés irrisorios. ¿El motivo? Se trata de una economía que no depende de la financiación externa, ya que los mayores compradores de deuda son sus propios ciudadanos. Sin embargo, el envejecimiento poblacional (sirva de dato que en Japón se consumen más pañales para adultos que para bebés) podía estar llevando a un punto de inflexión en el que los japoneses comenzasen a rescatar sus ahorros.¹⁴ ¿Cómo se financiaría entonces el país?

No parece pues un escenario económico ideal para invertir. Sin embargo, tras más de veinte años fuera del mapa, la bolsa de Japón se había situado entre las más atractivas del mundo en términos de valoración. Uno podía encontrar centenares de compañías cotizando por debajo, incluso, del valor de su caja. Cuando

¹⁴ Weller, C. (5 de enero de 2018). 9 signs Japan has become a 'demographic time bomb'. *Business Insider*.

comentaba la situación con otros inversores los motivos para no invertir que daban eran siempre parecidos. Por un lado, decían que esta situación llevaba pasando ya varios años y que no había ningún catalizador que fuera a cambiarla. Por otro, alegaban que el gobierno corporativo japonés no era muy amigable con sus accionistas.

Invertimos en acciones value japonesas. Cerramos la posición en diciembre de 2010 porque no estábamos ganando nada de dinero y era enormemente frustrante.¹⁵

Sobre el primero de los argumentos, aunque de por sí no me parece una condición suficiente para descartar un mercado, pensaba que la desgracia del tsunami de 2011 y posterior elección como primer ministro del malogrado (fue asesinado este año) Shinzo Abe habían cambiado totalmente el panorama. Abe acababa de anunciar un plan de estímulo económico para recuperar Japón que sólo podría pagar con la emisión de más deuda. ¿Quién iba a adquirirla? Probablemente el Banco Central de Japón emitiendo más moneda y, por tanto, devaluando una divisa que estaba cerca de máximos históricos en ese momento. Paradójicamente, esta potencial devaluación fue el factor que me animó a mirar Japón con otros ojos y, en concreto, a compañías exportadoras que pudieran beneficiarse de la nueva situación. En cuanto al segundo argumento, sí era cierto que históricamente las compañías asiáticas, en general, no habían velado del todo por el bien de sus accionistas. Por lo que, de invertir en empresas japonesas, había que mirar que la gestión de capital no fuera, por lo menos, dañina para los accionistas.

Con estas dos premisas y viendo el potencial de revalorización tan claro que había en empresas como **Toyota, Daiwa Securities, Yamaha Motor** o **Mitani Group**, decidimos invertir cerca de un 20% de nuestra cartera internacional en estas y otras compañías de Japón. Aunque por folleto no podríamos cubrir la eventual pérdida por la probable devaluación de la divisa, estaba convencido de que la ganancia de resultados por mayores ventas de las empresas exportadoras, así como el gran margen de seguridad de su valoración, compensaría con creces esa pérdida monetaria. Y así fue. Prácticamente todas las inversiones en Japón multiplicaron por dos o tres veces su valor, aportando plusvalías superiores al 100% en muy poco tiempo.

¹⁵ Entrevista a James Grant. Norton, L.P. (17 de septiembre de 2011). Gold Still Looks Good; Japan Still Doesn't. *Barron's*.

UN GRAN AÑO Y EL PRIMER GRAN ERROR DE INVERSIÓN

Tras un 2013 con resultados excelentes, 2014 fue otro año muy gratificante que refrendaba los cambios en el proceso de inversión que habíamos implementado. Las apuestas por compañías de calidad, bien gestionadas y muy baratas, aún muy alejadas del radar de la comunidad inversora, siguieron dando sus frutos. Esto nos permitió finalizar el año como mejor fondo de renta variable ibérica y cosechar también grandes resultados en nuestra cartera internacional.

Sin embargo, ese año recibimos también un importante toque de atención que nos sirvió de estímulo para hacer aún más hincapié en la parte de análisis cualitativo en nuestro proceso de inversión. El culpable tenía nombre y apellidos: **Let's Gowex**. La compañía española especializada en servicios de WiFi para ciudades se había convertido en la estrella bursátil del momento. Con continuos contratos firmados con ayuntamientos de todo el mundo, los ingresos de **Let's Gowex** crecían a tasas exponenciales. Sin asumir grandes crecimientos para los siguientes años, vimos una empresa de crecimiento cotizando a niveles muy atractivos para invertir en ella en 2013. Liquidaríamos nuestra inversión al poco tiempo, tras un meteórico ascenso que nos otorgaría plusvalías superiores al 200%. En 2014, meses después de nuestra venta, un informe demoledor de Gotham City Research, entidad especializada en inversiones bajistas que ya conocíamos (y respetábamos) por otros análisis similares de otras compañías, aseguraba que el valor en bolsa de **Let's Gowex** era próximo a cero euros y que casi la totalidad de sus ingresos eran falsos.¹⁶ Tras el estupor y la incredulidad inicial de propios y extraños, Jenaro García (consejero delegado de la compañía) admitiría, a los pocos días, que el fraude se había iniciado diez años antes.¹⁷

*Estamos convencidos de que Gowex es una charada y que sus acciones no valen nada.*¹⁸

De nuevo un fraude superaba nuestros filtros de inversión. La diferencia con el caso de Pescanova es que, pese a ser una inversión tan rentable, en esta ocasión sí que, con la perspectiva del tiempo, uno encuentra claros indicios de que, como poco, había cosas que no cuadraban. Aunque, desde luego, jamás podríamos haber adivinado el fraude contable de esta compañía. Ejemplo de ello podría ser el uso de un auditor absolutamente desconocido, haber ampliado capital en 2012 por 17 millones de euros cuando la compañía contaba en su balance, supuestamente, con

¹⁶ "Let's Gowex: a Pescanovan Charade". *Gotham City Research*.

<https://ep00.epimg.net/descargables/2014/07/01/3728e3d1ea9446f8d3d13cad5ab7813d.pdf>

¹⁷ Campos, M. Ángel (14 de julio de 2014). Jenaro García admite que el fraude en Gowex comenzó en 2004. *Cadena Ser*.

¹⁸ *Idem*.

50 millones de efectivo o la gran rentabilidad y crecimiento de **Let's Gowex** frente a sus teóricos comparables (**Ruckus Wireless** y **Boingo Wireless**). En fin, tuvimos la gran fortuna de obtener una gran rentabilidad con esta inversión, pero se trató de un error en nuestro proceso de inversión que no podía volver a repetirse.

LA TERCERA PATA DEL TRÍPODE

Comenzamos 2015 con ilusión y bríos renovados gracias a la incorporación de **Miguel**, a finales de 2014, como tercer componente del equipo gestor. Siempre he pensado que en este sector tienes que rodearte de gente en la que puedas confiar ciegamente y que, además, tenga un impacto muy positivo en tu trabajo. Miguel cumplía, con creces, ambos requisitos. Como algunos sabrán, Alejandro y Miguel son de Tenerife y se conocieron practicando el squash, la otra pasión que les une. Con el tiempo, se dieron cuenta también de que los dos disfrutaban muchísimo del mundo de las inversiones y su amistad se fue consolidando. Cuando surgió la posibilidad de contratar a un tercer gestor para el equipo, no tuvimos dudas de que Miguel encajaría perfectamente. Recuerdo que Alejandro, lo que dice mucho en su favor, fue muy cauto al recomendarme la contratación de Miguel porque no quería parecer que su amistad le estaba impulsando a hacerlo. Sin embargo, yo ya conocía a Miguel de coincidir con él en algún evento y también habíamos compartido algunas ideas de inversión, por lo que sabía que era una persona que cumplía con lo que necesitábamos. Aunque, para ser sincero, no esperaba que su incorporación mejorase tanto nuestra capacidad de valorar compañías.

Tras su paso, entre otros, por ONEtoONE Corporate Finance y el departamento de inversiones del Grupo Agbar, Miguel elevó de manera exponencial la calidad de nuestros análisis y amplió el espectro de sectores invertibles para nuestras carteras desde el primero momento. Gracias a él, pudimos profundizar en compañías de fuerte carácter cíclico como, por ejemplo, la empresa de maquinaria agrícola **John Deere**, las mineras de cobre **Antofagasta** y **Freeport-McMoran** o las compañías de acero **ArcelorMittal** y **Aperam**. Todas ellas cosecharon grandes rentabilidades, pero insisto, el verdadero valor de la incorporación de Miguel radicó en lo que nos ayudó a mejorar como analistas de compañías, independientemente del sector al que pertenecieran.

Ese 2015 nos consolidaría como equipo gestor, al conseguir repetir como mejores gestores del mercado ibérico y cosechando, nuevamente, excelentes resultados en nuestra cartera internacional.

EL FIN DEL CICLO

El año 2016 fue un ejercicio muy atípico en el que se produjeron dos eventos que generaron mucha incertidumbre en los mercados. El primero de ellos se produjo en el verano de aquel año cuando, para sorpresa de la mayoría de los analistas, la población de Reino Unido aprobó la salida del país de la Unión Europea. El shock para los mercados fue mayúsculo, ya que las encuestas parecían indicar que el *brexit* no se produciría. ¿La reacción? Grandes caídas de los índices bursátiles, con desplomes de hasta el 20% en algunas compañías. Estos momentos de pánico, en los que los inversores más apalancados (se endeudan para invertir) se ven forzados a vender, suele ser un excelente momento para aprovechar atractivas oportunidades que siempre aparecen. Como no puede ser de otra manera, intentamos tomar ventaja de esa situación, poniendo órdenes de compra en varias entidades que ya teníamos en cartera y cuya tesis de inversión no se había modificado ni un ápice por este desconocido escenario. Sin embargo, otra característica de estas grandes caídas es que, en los mínimos que alcanzan en la sesión las cotizaciones, suele secarse el volumen (es muy difícil realizar ninguna compra) y el precio de las acciones tiende a recuperarse, rápidamente, en la misma jornada, como sucedió en la mayoría de los casos. Esto impidió que pudiéramos sacar un gran partido de esas extremas volatilidades, pero volvió a demostrar por qué los momentos de caídas desorbitadas suelen arrojar excelentes oportunidades de inversión.

El otro gran sobresalto se produciría con la victoria de **Donal Trump** en las elecciones presidenciales de Estados Unidos. Con un perfil totalmente diferente al del clásico político, la comunidad inversora (y el resto del mundo) no sabía muy bien cómo tomarse la victoria del nuevo presidente americano. En esta ocasión, al contrario de lo sucedido tras el referéndum en Reino Unido, los mercados no reaccionaron de manera negativa y, de hecho, la bolsa americana recogió con importantes ganancias el inicio del mandato del nuevo presidente. Sin embargo, el paso del tiempo demostró que Donal Trump impulsaría medidas mercantilistas encaminadas a apoyar a las empresas americanas, lanzando un pulso comercial al resto del mundo y, en especial, a China, lo que generaría incertidumbre sobre las futuras acciones de los distintos gobiernos y el devenir de las economías.

Desde este día y en adelante, una nueva visión gobernará... Todo será América primero. América primero.¹⁹

¹⁹ (20 de enero de 2017). Donald Trump: 'America first, America first'. *BBC News*.

Aunque finalizaríamos 2016 cosechando también buenos resultados, algo empezaba a cambiar en los mercados y en nuestro estilo inversor. En 2017, empezamos a ver cómo el potencial de nuestras carteras se iba reduciendo, después del excelente comportamiento de nuestras inversiones los años anteriores. Hasta ese momento, habíamos sido capaces de reciclar el capital, desinvirtiendo en las compañías menos atractivas y encontrando nuevas ideas de inversión que contribuyesen a elevar la rentabilidad esperada de los fondos que gestionábamos. Desde entonces, todo se volvería mucho más complicado, ya que el mercado, a nuestro entender, no nos brindaba oportunidades suficientemente atractivas para incorporarlas en nuestras carteras. Especialmente sangrante fue el caso de nuestra cartera ibérica, cuya tesorería situaríamos, en algunos momentos, por encima del 30% del patrimonio. Este extraordinario nivel de liquidez demostraba dos cosas. Por un lado, la falta de oportunidades de inversión ya mencionada. Por otro lado, **nuestro compromiso por invertir solo en aquellas situaciones que arrojasen un elevado margen de seguridad.** No nos iba a temblar el pulso por tener un nivel de tesorería tan elevado.

No obstante, a este problema de escasas oportunidades se le uniría uno aún peor. La incertidumbre asociada a las medidas de Donald Trump o el sonido cercano de los tambores de recesión en China, unidos a otros factores, generaron un entorno muy poco propicio para nuestra filosofía de inversión los siguientes años. No obstante, estamos adelantando acontecimientos. Antes de esto nos quedaba dar un gran paso en nuestra carrera profesional.

La línea que separa el cielo y la tierra

Hand. Heart. Handcraft.

— Lema de Horos Asset Management

LA MUERTE DEL *VALUE INVESTING*

El 23 de mayo de 2018 el equipo gestor que formábamos Alejandro, Miguel y yo anunciamos nuestra salida de Metagestión, para embarcarnos en un nuevo proyecto en la gestora **Horos Asset Management**. Su nombre era (y es) una clara declaración de principios, ya que, en la etimología griega, "horos" hace referencia a línea que aparentemente separa el cielo y la tierra, es decir, al horizonte. Ese largo plazo que siempre guía nuestras decisiones de inversión. Pero ¿qué nos llevó a abandonar la que, durante tantos años, había sido nuestra casa? Como ya

explicamos en el momento de nuestra salida (ver [aquí](#)), siempre hemos defendido que, para poder aspirar a conseguir una carrera profesional longeva en esta competitiva industria, uno necesita, al menos, de tres pilares: un buen proceso de inversión, un buen control de las emociones y una gestora alineada con los dos primeros. Por desgracia, en nuestra anterior etapa profesional nos faltaba el último pilar, por lo que, con el paso del tiempo, comprendimos que nuestro futuro profesional comenzaba a cojear de manera más y más clara. Esto nos dio el empujón necesario para aceptar la invitación de **José María Concejo**, nuestro actual consejero delegado, de incorporarnos a esta nueva gestora, siendo, además, socios de esta. No dudamos en hacerlo, pese a las grandes dificultades que conlleva iniciar una empresa de estas características desde cero. Con ilusión, esfuerzo y mucho trabajo, estábamos convencidos de que sacaríamos el proyecto adelante. Sin embargo, como ya sucediera en mis comienzos profesionales, los obstáculos no tardarían en aflorar y de qué manera.

Como adelantaba unas líneas más arriba, nuestro estilo de inversión estaba entrando en el que sería su peor periodo de comportamiento relativo frente a otras filosofías inversoras en los últimos doscientos años.²⁰ ¿Los culpables? Por un lado, la espectacular expansión monetaria realizada por los bancos centrales desde la Gran Recesión de 2008 ayudó a que la renta fija pública cotizase a niveles no vistos nunca, llegando en algún momento a vivirse en este mercado situaciones impensables solo unos pocos años atrás. Dos ejemplos ayudan a entender lo anómalo de esos años. Por un lado, en 2019 el 40% de las emisiones públicas arrojaba rentabilidades nominales negativas y, por otro, en 2020 Austria anunció el lanzamiento de otro bono a 100 años con una rentabilidad pírrica del 0,88%, tras el éxito de su anterior emisión con un 2% de rentabilidad.²¹ **Además de una aparente demanda insaciable por este tipo de activos, estos números demuestran que el mundo se había acostumbrado a los niveles reducidos de inflación de la última década** y, desde luego, asumían que la situación se iba a perpetuar muchos años. ¡Cómo iban a cambiar las cosas! Estos precios tan inflados de la renta fija (o, visto a la inversa, su escasa rentabilidad ofrecida) arrastraron, en primer lugar, a muchos inversores a invertir en otros activos de renta fija con teórico mayor riesgo (como deuda de empresas) y, en segundo lugar, en acciones de compañías con un negocio de naturaleza defensiva y gran predictibilidad de sus beneficios (habitualmente, grandes compañías de consumo globales).

²⁰ Wigglesworth, R. y Rovnick, N. (26 de octubre de 2020). Covid condemns value investing to worst run in two centuries. *Financial Times*.

²¹ Buttonwood (23 de abril de 2022). A requiem for negative government-bond yields. *The Economist*; Stafford, P. (24 de junio de 2020). Austria sells another 'century bond' as borrowing costs fall. *Financial Times*.

Las acciones que se correlacionan con los bonos hoy cotizan a 24x beneficios, mientras que las acciones que no lo hacen cotizan a 8x beneficios.²²

Este movimiento también se veía aupado por las incertidumbres en el panorama económico, lo que, además, causaba la salida continua de dinero de las empresas con negocios de naturaleza más cíclica. ¿El resultado final? Lo que bautizamos en su día como la **gran evasión** (ver [aquí](#)). Un continuo flujo de dinero entraba en compañías de perfil defensivo, contribuyendo a elevar sus valoraciones, y salía de empresas más cíclicas, reduciendo más y más los múltiplos a los que cotizaban. Nuestra reacción frente a esta situación fue seguir siendo fieles a nuestro estilo y proceso inversor, adquiriendo aquellas acciones que cotizasen más baratas y evitando aquellas con precios más inflados y, por tanto, sin margen de seguridad. Mientras perdurase esta dinámica, nuestras carteras sufrirían, pero estábamos convencidos de que olvidar nuestros principios y seguir a la marea, solo nos llevaría al desastre.

Empero, antes de poder resarcirnos, llegaría el que sería el coletazo final de esta terrible divergencia. La dramática pandemia del coronavirus actuó en los primeros meses de 2020 como un propulsor extra de lo que muchos catalogaban, ya meses atrás, como la muerte del *value investing*.²³ Efectivamente, las dinámicas de los confinamientos impulsaron las valoraciones de las compañías de comercio electrónico, así como de compañías con modelos de negocios que estaban llamados a revolucionar sus respectivos mercados, como **Zoom Video Communications** ("Zoom") o **Peloton Interactive** ("Peloton"), hasta niveles estratosféricos (ver [aquí](#)). Por el contrario, negocios brutalmente impactados por los cierres de las economías (y que ya cotizaban a niveles muy atractivos) veían cómo los precios de sus acciones se acercaban al abismo. Tal fue el caso de **AerCap** (alquiler de aviones), **Meliá Hotels International** (alojamiento en hoteles) o **Ibersol** (restaurantes), por citar tres sectores especialmente atacados. Un entorno devastador para nuestra filosofía inversora que, sin embargo, cambió radicalmente con la llegada de las vacunas para combatir la covid-19.

LA VUELTA DEL *VALUE INVESTING*

El anuncio de las vacunas supuso un punto de inflexión claro en nuestro estilo inversor por dos motivos. Por un lado, la eventual reapertura de las economías beneficiaría a aquellas compañías más afectadas por los cierres, como los tres casos que acabo de citar. Esto haría que, en pocos meses, experimentarían grandes

²² Carta del 1Q20 de Greenlight Capital.

²³ Li, Y. (23 de junio de 2019). Is value investing dead? It might be and here's what killed it. *CNBC*.

alzas que contribuyeron a que nuestras carteras recuperasen casi la totalidad de las caídas acumuladas en ese fatídico 2020. Por otro lado, la falta de inversiones en capital (ya históricamente reducidas, antes de la pandemia, en algunas industrias) por todo lo acontecido ese año, unida a los enormes estímulos fiscales y monetarios de gobiernos y bancos centrales, generó unos importantísimos cuellos de botella que aún perduran en muchos sectores. La industria más beneficiada por este tensionamiento fue, precisamente, a la que más exposición teníamos: las **materias primas**.

Como ya destacamos en reiteradas ocasiones (ver [aquí](#)), el sector de las materias primas llevaba años siendo el patito feo de las inversiones, merced a un exceso de oferta heredado del ciclo anterior y que no acaba de digerir, lo que se traducía en precios más y más bajos. A esto habría que añadir el impacto del movimiento ESG, que limitaba al máximo las inversiones en sectores alejados de las políticas de transición energética de medio mundo (ver [aquí](#)). Nuestro análisis de las dinámicas de oferta y demanda de esta industria nos llevó a la conclusión de que, a los precios deprimidos a los que cotizaban muchas materias primas, una parte importante de los productores no ganaba dinero y, desde luego, los jugadores más eficientes carecían de incentivos para incrementar su producción actual y esperada. La falta de inversión haría imposible que se satisficieran las necesidades de consumo de medio plazo, desencadenando cuellos de botella y subidas de precios en las materias primas que corrigiesen la falta de oferta. Por este motivo, fuimos incrementando tanto nuestra exposición a este sector durante varios años. Finalmente, la reactivación de las economías tras los confinamientos disparó los cuellos de botella y, con ellos, los precios de todas las materias primas, lo que nos ha beneficiado enormemente los últimos dos años.

La cura para los precios bajos en las materias primas son siempre los precios bajos.²⁴

Adicionalmente a este positivo efecto en las valoraciones de las compañías de carácter más cíclico, tuvimos otro en dirección opuesta en los activos que más se habían inflado durante los años anteriores. La llegada de la inflación (y la reacción de los bancos centrales) revertió las dinámicas complacientes y especulativas en los activos de renta fija, así como de las empresas que vivieron una expansión más importante en sus valoraciones (ver [aquí](#)). De este modo, la renta fija pública global está sufriendo su peor comportamiento anual en más de 80 años, con caídas de alrededor del 25%.²⁵ Por su parte, empresas como **Zoom** o **Peloton** han vivido

²⁴ Pan, J. (30 de abril de 2022). Want to invest in \$100 oil? Read these tips and warnings from commodities legend Rick Rule before you dive in. *Yahoo Finance*.

²⁵ BofA Global Investment Strategy.

desplomes del 85% y del 95% desde sus máximos, respectivamente. La gran divergencia tocaba, después de varios años, a su fin. Sin embargo, un entorno más favorable no quiere decir que las incertidumbres hayan desaparecido. Ni tampoco, por supuesto, las ineficiencias y las grandes oportunidades de inversión que estas generan.

LOS NUEVOS FOCOS DE INCERTIDUMBRE

Este 2022 también está generando focos muy importantes de nerviosismo entre la comunidad inversora. Por un lado, las economías de medio mundo se encuentran en una situación de difícil salida, en la que las políticas monetarias de los bancos centrales chocan de frente con las necesidades o, mejor dicho, con los deseos de los gobiernos de sus respectivos países. El despertar de la inflación de su largo letargo ha puesto en alerta a las autoridades monetarias, iniciando (o anunciando) la reducción de sus balances y subiendo los tipos de interés para contrarrestarla.

Tenemos que dejar a la inflación atrás. Ojalá hubiera una manera menos dolorosa de lograrlo. No la hay.²⁶

Sin embargo, no todos los bancos centrales están pudiendo reaccionar de igual forma. **Mientras que la Reserva Federal está realizando las subidas de tipos al ritmo más rápido en décadas, el resto de los bancos centrales parecen estar dándose de bruces con la realidad de sus economías, lo que puede poner en entredicho (y no solo sobre el papel) su teórica independencia.** Los casos más claros, ahora mismo, son los de Japón y Reino Unido (el siguiente, si no lo es ya, será seguramente el europeo). En el caso del país asiático, el banco central ha dejado muy claro que no pretende atajar la inflación como objetivo prioritario, sino que está dispuesto a tolerar niveles más elevados que los de las últimas décadas con tal de estimular la economía. Dicho de otra manera, parece dispuesto a tolerar, en un movimiento similar al de Shinzo Abe en 2012, una devaluación sostenida en el tiempo de su divisa para estimular, de este modo, la potente maquinaria exportadora de su economía.²⁷ Por ahora, el yen ha sufrido una fuerte depreciación, llegándose a situar frente al dólar en mínimos no vistos desde 1990.

Por su parte, Reino Unido ha vivido semanas muy tumultuosas a nivel económico y político. Liz Truss ha tenido el mandato más corto de un primer ministro,

²⁶ Wiseman, P. (22 de septiembre de 2022). Federal Reserve Chair Jerome Powell says inflation fight may cause a recession. *PBS*.

²⁷ Fukao, K., & Nishioka, S. (2021). Abenomics, the Exchange Rate, and Markup Dynamics in Japanese Industries. In T. Hoshi & P. Lipsy (Eds.), *The Political Economy of the Abe Government and Abenomics Reforms* (pp. 200-238). Cambridge: Cambridge University Press. doi:10.1017/9781108921145.008.

manteniéndose en el cargo por tan solo 45 días.²⁸ ¿Los motivos? Anunciar una política fiscal expansiva en el peor momento posible. En concreto, el gobierno de Truss aprobó un plan para reducir los impuestos, a la par que incrementaba el gasto público subvencionando el consumo energético en el país. Por tanto, una doble expansión presupuestaria que debería ser financiada con mayor deuda, justo en un momento en el que el país (como el resto de las economías desarrolladas) vive una elevada inflación y una política monetaria restrictiva. El mercado reaccionó vendiendo deuda pública del Reino Unido y depreciando la libra, lo que ocasionó efectos colaterales mucho más pronunciados de lo que nadie podría prever. Los planes de pensiones británicos llevaban años apalancándose con estructuras que garantizaran una rentabilidad para hacer frente a los compromisos futuros de pasivos (coberturas frente a tipos de interés e inflación). ¿Por qué esa estructura endeudada? Porque, como vimos antes, la renta fija pública de medio mundo no ofrecía rentabilidades atractivas, con lo que se vieron obligados a idear mecanismos financieros para paliar este problema. Sin embargo, la caída del precio en la renta fija pública, que debiera haber sido una buena noticia al arrojar una mayor rentabilidad, ha hecho que saltasen por los aires las carteras de estos planes de pensiones, al perder valor el colateral que tenían que poner como garantía para soportar sus estructuras financieras. Esto desencadenó una ola vendedora de los activos más líquidos (precisamente, sus inversiones en deuda pública) que tenían en cartera para hacer frente a estos deterioros en sus colaterales y los requerimientos de mayores garantías. Como consecuencia última, la renta fija pública británica vivió unas jornadas de infarto con caídas de hasta el 40% en algunas emisiones.²⁹ A su vez, la libra comenzó a perder su valor a marchas aceleradas. Finalmente, el Banco de Inglaterra tuvo que echar marcha atrás con su política monetaria restrictiva e inició un programa extraordinario de compra de deuda pública para evitar la debacle de los planes de pensiones y su efecto dominó.³⁰ Obviamente, Liz Truss dimitió ante tamaño desaguisado.

Por último, estas diferentes velocidades en el combate contra la inflación de los bancos centrales, así como las grandes incertidumbres del momento, como la situación económica en China o las consecuencias de la invasión rusa a Ucrania (ver **aquí** y **aquí**), están aupando al activo que siempre se beneficia en estos entornos (véase 2008): el dólar americano. Así, el billete verde alcanzó máximos de veinte años hace unas semanas y se mantiene en niveles que pueden desencadenar importantes quebraderos de cabeza a muchas economías.³¹ Todos estos factores

²⁸ Reid, J. y Ward-Glenton, H. (20 de octubre de 2022). UK Prime Minister Liz Truss resigns after failed budget and market turmoil. *CNBC*.

²⁹ O' Neill, M. (21 de octubre de 2022). Should investors brave the gilts horror show? *FT*.

³⁰ Cumbo, J. (18 de octubre de 2022). BoE says LDI funds 'better prepared' to manage shocks. *FT*.

³¹ Juan Ramón Rallo (12 de septiembre de 2022). *Todo lo que puede "romperse" en las economías emergentes con un dólar fuerte*. YouTube. <https://www.youtube.com/watch?v=XW4pe12xagM>

están generando mucho nerviosismo y, como siempre que esto sucede, muchas oportunidades de inversión, como las que comentaremos en el siguiente apartado de esta carta.

En definitiva, estos quince años han supuesto un viaje apasionante e intenso, de continuo aprendizaje y esfuerzo, en los que he tenido la gran suerte de formar equipo con los dos mejores gestores que podía imaginar. **Trabajar con Alejandro y Miguel me ha hecho mucho mejor inversor** y, sin ellos, hubiera sido imposible llegar hasta donde estamos hoy. Juntos hemos cosechado rentabilidades muy satisfactorias, además de haber sentado las bases de un futuro muy ilusionante en este joven proyecto que es Horos Asset Management, del que nos satisface enormemente que usted sea copartícipe.

Movimientos más destacados

La cosa más contraria de todas no es ir contra la multitud, sino pensar por uno mismo.

— Peter Thiel

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

HOROS VALUE INTERNACIONAL

Reducciones/salidas:

SECTOR FINANCIERO/HOLDINGS (28,9%)

Posiciones comentadas: Gamco Investors (vendida)

Este trimestre hemos vendido toda nuestra posición en la compañía **Gamco Investors**. En esta ocasión, el motivo de nuestra salida se ha producido pese al teórico elevado potencial de la inversión. ¿Qué ha sucedido entonces? Básicamente, la gestora de fondos liderada por Mario Gabelli anunció, sorpresivamente, su intención de dejar de cotizar en el mercado NYSE para comenzar a cotizar en el mercado OTC. Un mercado mucho más ilíquido por las grandes limitaciones operativas que supone para muchos inversores. Según el comunicado oficial, el equipo directivo realiza este extraño movimiento para ahorrarse los costes que soporta el negocio por cotizar en el mercado NYSE. Sin embargo, tras hablar con

ellos y tratar de entender mejor la decisión, nos dimos cuenta de que no parece un movimiento muy justificado y vemos mayores problemas a futuro para que el mercado reconozca el valor intrínseco de este negocio. Por este motivo, especialmente en un entorno de grandes oportunidades de inversión, hemos decidido vender nuestra posición y destinarla a otras compañías con un mayor atractivo.

OTROS

Posiciones comentadas: Pendragon (vendida) y Dassault Aviation (1,0%)

Este tercer trimestre hemos aprovechado la OPA recibida por **Pendragon** para desinvertir en esta histórica posición. En concreto, la compañía de concesionarios de automóviles británica ha sido objeto de varios intentos de cambio de control y, finalmente, el grupo sueco de concesionarios Anders Hedin (liderado por el antiguo consejero delegado de **Pendragon**), que ya ostenta el 27% de su accionariado y que lanzó también una OPA meses atrás, ha conseguido que el Consejo considerara su oferta de 29 peniques (las anteriores, con un menor precio ofertado, habían sido rechazadas). Por nuestra parte, la consideramos una oferta razonable que refrenda la excelente evolución del negocio tras la pandemia (muy beneficiado por los cuellos de botella en el sector del automóvil) y que ha llevado a su cotización a multiplicar de valor por cinco en muy poco tiempo, volviendo a los niveles de 2019. Hemos utilizado el efectivo obtenido con la venta para invertir en nuevas compañías que comentaré más adelante.

En cuanto a **Dassault Aviation**, hemos procedido a reducir nuestra inversión tras la buena evolución relativa de la compañía estos meses frente al resto de alternativas presentes en Horos Value Internacional y que responde a los resultados récord, en términos de pedidos, anunciados por la compañía en los últimos resultados publicados.

Incrementos/entradas:

SECTOR FINANCIERO (28,9%)

Posiciones comentadas: AerCap (5,2%) y ALD Automotive (2,8%)

Una de las compañías en las que hemos incrementado el peso este trimestre más significativamente es **AerCap**. La compañía líder mundial en el negocio de leasing de aviones mantiene la senda de la recuperación de los trimestres anteriores y, tras la integración de la adquisición de GECAS, se encuentra con una situación

financiera muy sólida que pensamos le permitirá reiniciar, en pocos meses, su histórica política de recompra de acciones agresiva, aprovechando el gran descuento con el que cotiza la empresa en bolsa frente a su valor en libros.

Por otro lado, hemos incorporado a nuestra cartera la compañía francesa de renting de automóviles **ALD Automotive** ("ALD"). La compañía es el segundo jugador más importante del mundo entre las entidades independientes y ocupa el quinto lugar si incluimos también a las empresas de renting de los propios fabricantes. El negocio de **ALD** es muy sencillo de comprender. Básicamente, adquiere vehículos emitiendo deuda y los alquila por varios años, a empresas y particulares, para luego venderlos en el mercado de segunda mano con ligeras plusvalías. El margen obtenido por el contrato de renting no es muy elevado, por lo que es un negocio que se beneficia de las economías de escala, que le permiten, entre otros, conseguir descuentos con la compra de vehículos a los fabricantes. Por otro lado, al igual que compañías similares del sector financiero (como **AerCap**), **ALD** opera con un importante apalancamiento financiero, lo que le permite conseguir retornos sobre sus fondos propios cercanos al 20%.

Adicionalmente, **ALD** está inmersa en la actualidad en el proceso de adquirir a **LeasePlan**, su principal competidor independiente y con un tamaño de flota muy similar. Esta operación permitiría que el nuevo grupo se sitúe como el tercer jugador más importante del mundo, solo por detrás de **Volkswagen** y **Toyota**, además de reportar importantes sinergias. Por un lado, el nuevo grupo contará con una base de clientes más diversificada a nivel geográfico. Por otro, al doblar su tamaño conseguirá mayores economías de escala que impactarán positivamente en el grupo (la compañía estima un ahorro de costes de 380 millones de euros anuales a partir de 2025, tras asumir unos costes necesarios los primeros dos años de 475 millones), lo que permitirá reducir la *ratio cost-to-income*, desde el 48% actual de **ALD**, hasta el 45% en 2025.

Pese a ello y al entorno favorable de estos dos años, en los que los cuellos de botella han permitido obtener grandes plusvalías por la venta de vehículos usados, el mercado no está recogiendo las bondades de **ALD**. Asumiendo un crecimiento de volúmenes muy inferior al histórico y contemplando un escenario de rentabilidad más normalizado que el actual, la compañía podría cotizar a 0,75x su valor en libros en tres años, lo que se nos antoja poco justificable teniendo en cuenta la rentabilidad del negocio y su fuerte posicionamiento tras la fusión con **LeasePlan**.

MATERIAS PRIMAS (20,8%)

Posiciones comentadas: Cool Company (3,0%)

Hemos aprovechado, también, la debilidad de la cotización de **Cool Company** a principios de trimestre para incrementar nuestra posición. Como ya destacamos en la pasada carta trimestral, se trata de un negocio de transporte de gas natural licuado que se beneficia enormemente de las dinámicas actuales de este mercado como, de hecho, demostró su posterior evolución bursátil.

OTROS

Posiciones comentadas: Verallia (3,6%)

En este periodo hemos incorporado a nuestros fondos una segunda compañía con gran exposición al sector del vidrio europeo (el pasado trimestre iniciamos una posición en **Vidrala** en nuestro fondo Horos Value Iberia). En esta ocasión, se trata del fabricante francés **Verallia**. La compañía es la líder en el mercado europeo, además de contar también con un fuerte posicionamiento en el mercado latinoamericano, donde es el segundo jugador, y ser el tercero global más importante. Como recordatorio, la industria europea opera como un oligopolio, en el que cinco compañías aglutinan el 70% de la cuota de mercado (en el caso de Europa Occidental la concentración es aún más exagerada, con cuatro jugadores controlando el 85% del total). Esta estructura de la industria, en la que los productores actúan de manera disciplinada a la hora de fijar precios, es muy rentable para todos, como demuestra que **Verallia** haya conseguido márgenes históricos superiores al 23%, solo por detrás de **Vidrala**.

Pese a ello, las compañías han vivido estos meses importantes correcciones bursátiles que han situado sus valoraciones en los niveles más atractivos de la última década. ¿El motivo? El temor al impacto en los márgenes de la crisis energética que Europa está sufriendo. La industria del vidrio, al igual que sucede en otros sectores industriales, soporta elevados costes vinculados a la energía necesaria para operar sus plantas y, para mayor inri, gran parte de estos dependen directamente del precio del gas natural. Sin embargo, **Verallia** no se está viendo impactada en estos momentos por el alza del coste energético, ya que la compañía (a diferencia de otros jugadores, como **Vidrala**) realiza importantes coberturas (85% para los próximos tres años) para garantizarse un coste máximo energético. Esto le está permitiendo mantener sus márgenes estables (o, incluso, crecientes) en estos difíciles trimestres para el sector. Además, toda la industria está siendo capaz de trasladar el alza de costes a los clientes finales, con lo que también están viendo sus márgenes protegidos por el lado de los ingresos.

Por último, **Verallia** cuenta con una estructura accionarial controlada en un 28% por la entidad brasileña BWSA, especializada en invertir en compañías industriales, en un 7,5% por BPIFrance y un 3,5% por los empleados de la empresa. Además, retribuye generosamente a los accionistas, al repartir un dividendo que supone algo más de un 4,5% de rentabilidad, a la par que recompra acciones aprovechando la atractiva valoración del momento. A los precios actuales, pese a la calidad de su negocio, **Verallia** cotiza a menos de 8,5x su flujo de caja libre normalizado de 2025e, lo que nos ha animado a situarla entre las principales posiciones de Horos Value Internacional.

HOROS VALUE IBERIA

Reducciones/salidas:

OTROS

Posiciones comentadas: Sonae (3,1%)

Al igual que sucediera el pasado trimestre, hemos reducido nuestra exposición al conglomerado portugués **Sonae**, tras su mejor comportamiento relativo frente a otras compañías del fondo.

Incrementos/entradas:

MATERIAS PRIMAS (9,1%)

Posiciones comentadas: Aperam (4,2%) y Acerinox (2,8%)

Por su parte, hemos incrementado nuevamente nuestra posición en el sector del acero inoxidable, tras las fuertes correcciones que estas compañías están viviendo en bolsa. Tras los beneficios récord de los años anteriores, la industria está viviendo un entorno complicado, en el que los precios base del acero (especialmente en Europa) han caído de manera importante desde los máximos alcanzados hace unos meses y en el que el coste energético se ha disparado. Esta combinación repercute negativamente, como no puede ser de otra manera, en la rentabilidad de **Aperam** y de **Acerinox**. Pese a ello, pensamos que las correcciones bursátiles de más del 50% en el caso de **Aperam** y de cerca del 35% en el caso de **Acerinox** son excesivas si tenemos en cuenta la capacidad de generar caja que tienen ambas compañías, su fuerte posicionamiento competitivo en Brasil (**Aperam**) y Estados Unidos (**Acerinox**), así como la excelente gestión operativa de sus respectivos equipos directivos.

OTROS

Posiciones comentadas: Gestamp Automoción (5,3%)

Para terminar, hay que destacar también que hemos incrementado nuestra inversión en **Gestamp Automoción** ("Gestamp"), el grupo fabricante de piezas de carrocería y chasis para el sector automovilístico. Al igual que en el caso de otras compañías industriales, el temor al impacto de un entorno recesivo, así como del alza de los costes energéticos, ha penalizado a su cotización de manera muy importante. Frente a estos temores, **Gestamp** ha conseguido mantener, por ahora, los márgenes del negocio en niveles elevados, algo que le ha permitido seguir con su plan de expansión a la par que ha ido reduciendo su endeudamiento. A los precios actuales, pensamos que la compañía arroja un elevado potencial de revalorización, lo que explica nuestro aumento en esta inversión.

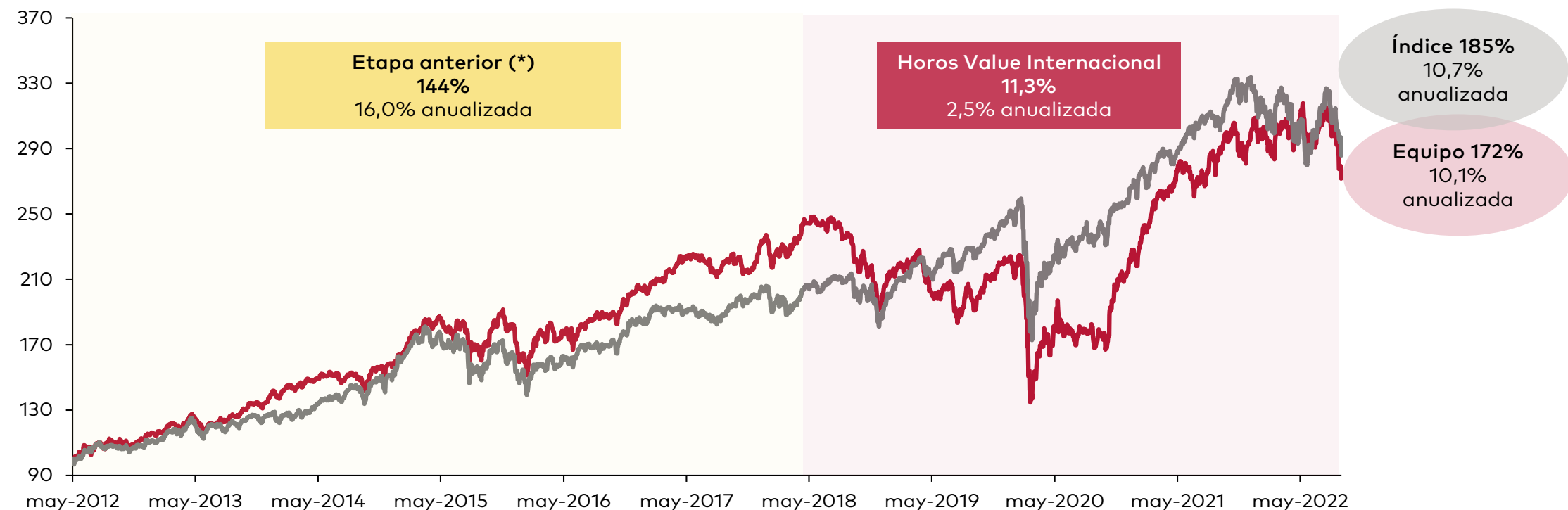
Actualidad

En cuanto a la actualidad de Horos, me gustaría destacar que, a mediados de octubre, celebramos nuestra **IV Conferencia Anual para Inversores** (ver [aquí](#)). En ella, actualizamos lo más destacable de la gestora, hablamos de los diez años que hemos cumplido como equipo gestor, comentamos cómo nuestras compañías están creando valor para sus accionistas en los momentos actuales, analizamos las principales características de nuestras carteras, presentamos tres tesis de inversión (vidrio europeo, ALD Automotive y AerCap) y, por supuesto, respondimos a las preguntas que nos hicieron llegar los asistentes al evento, así como las que recibimos por el canal online.

Por otro lado, tuve el placer de ser entrevistado por David Herrero para su canal "**Invierte y Gana**" (ver [aquí](#)). En esta entrevista hablamos de la situación económica actual, de nuestro proceso inversor, así como de varias compañías en las que estamos invertidos.

Rentabilidades

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



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

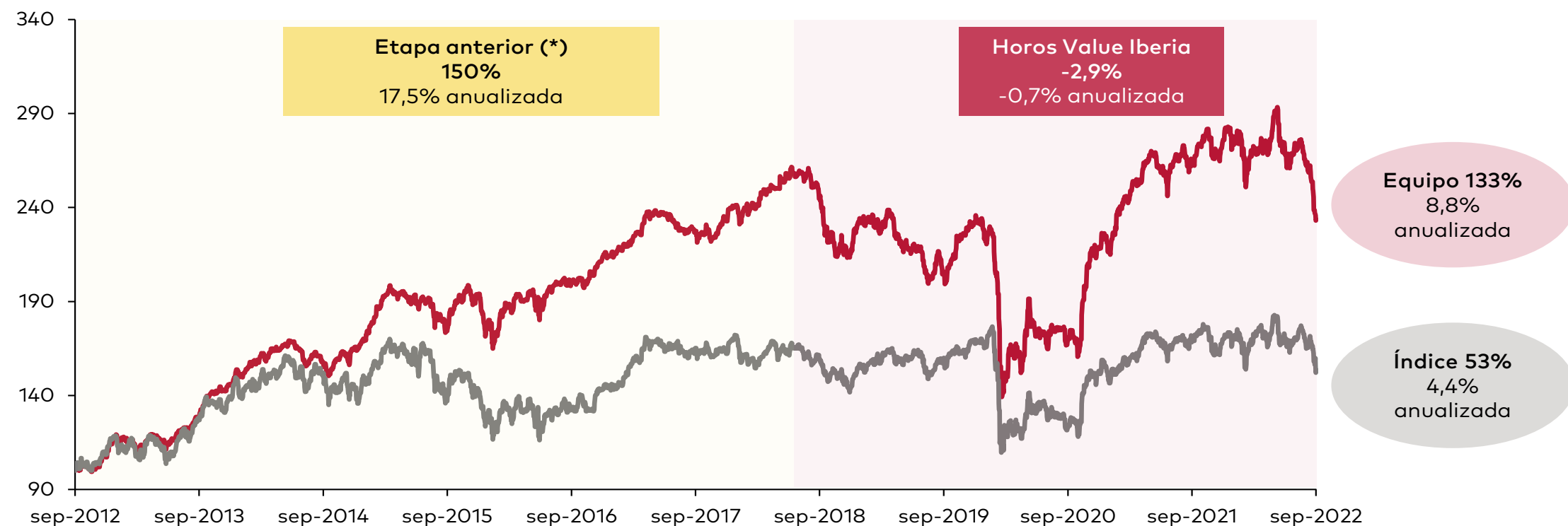
Las rentabilidades "etapa anterior" corresponden a las obtenidas por el equipo gestor de Horos en su etapa profesional previa, en la que trabajaban en otra gestora de fondos de inversión diferente. Esta "etapa anterior" engloba el periodo que va desde el 30 de mayo de 2012, hasta el 22 de mayo de 2018.

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

Rentabilidades

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



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

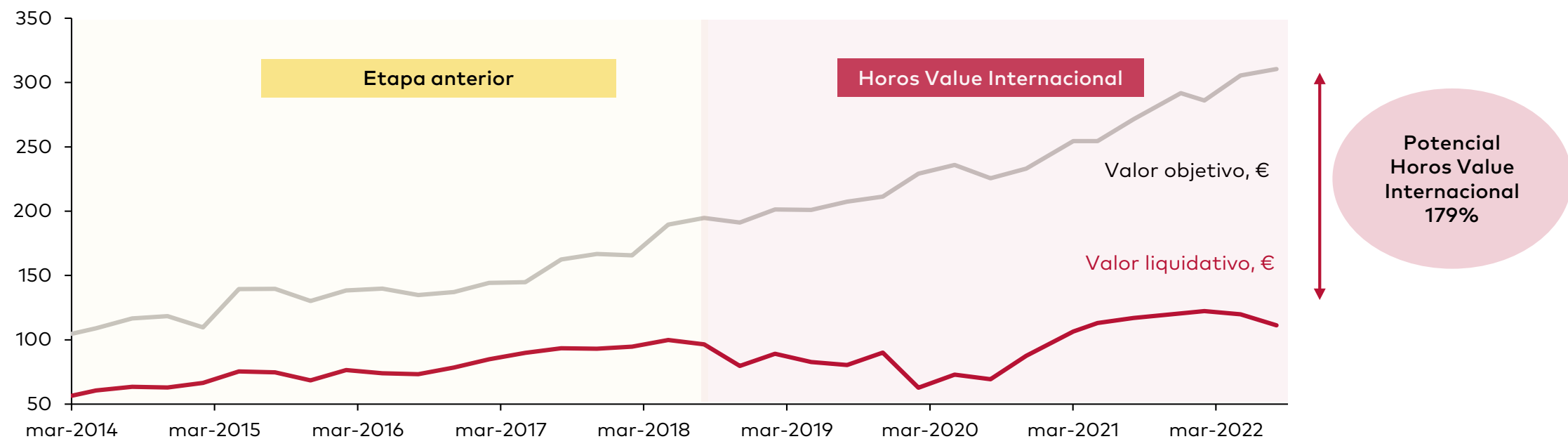
Las rentabilidades "etapa anterior" corresponden a las obtenidas por el equipo gestor de Horos en su etapa profesional previa, en la que trabajaban en otra gestora de fondos de inversión diferente. Esta "etapa anterior" engloba el periodo que va desde el 30 de septiembre de 2012, hasta el 22 de mayo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

Valor objetivo

Valores objetivos/liquidativos del equipo gestor



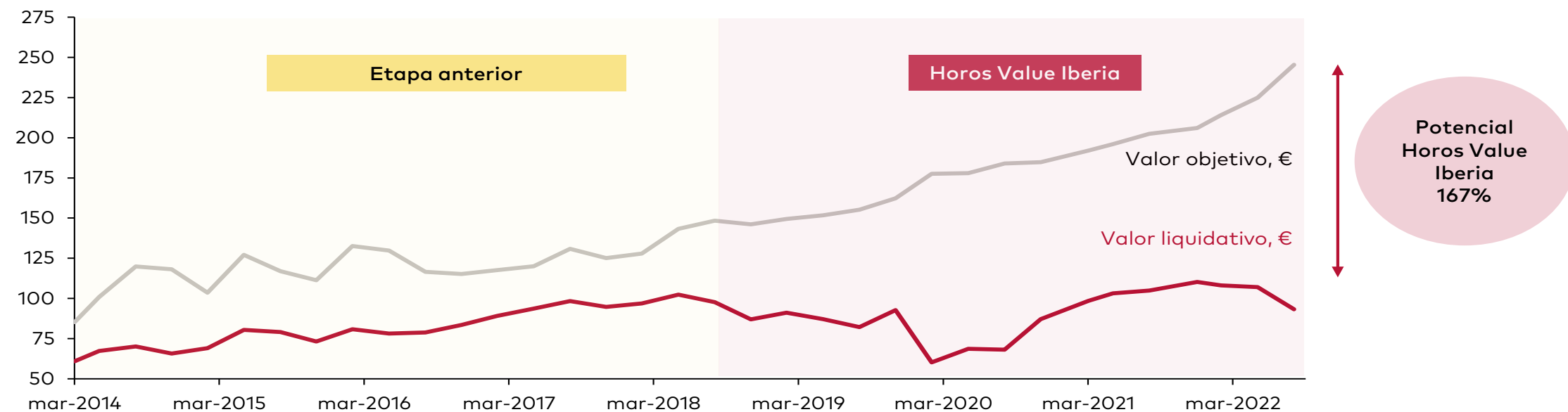
Los datos engloban el periodo 31 de marzo de 2014 a 30 de septiembre de 2022.

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.

Valor objetivo

Valores objetivos/liquidativos del equipo gestor



Los datos engloban el periodo 31 de marzo de 2014 a 30 de septiembre de 2022.

Los datos "etapa anterior" corresponden al periodo en el que el 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.

Top 10 posiciones
Horos Value Internacional

Posición	Peso	Sector
Naspers	6,0%	TMT
Aercap Holdings	5,3%	Financiero
Catalana Occidente	4,4%	Financiero
Semapa	4,0%	Financiero
Fairfax India	4,0%	Financiero
Verallia	3,6%	Industrial
Sun Hung Kai And Co	3,5%	Financiero
BMW	3,4%	Consumo cíclico
CIR	3,3%	Financiero
Spartan Delta	3,0%	Materias primas

Top 10 posiciones
Horos Value Iberia

Posición	Peso	Sector
Semapa	8,2%	Financiero
Catalana Occidente	7,7%	Financiero
Horos Value Internacional	6,1%	Financiero
Merlin Properties	5,4%	Inmobiliario y construcción
Gestamp	5,3%	Industrial
Iberpapel	5,2%	Industrial
Elecnor	4,7%	Industrial
Aperam	4,2%	Materias primas
Ibersol	3,6%	Consumo defensivo
Talgo	3,6%	Ingeniería