

HOROS

ASSET
MANAGE-
MENT

CARTA TRIMESTRAL
A LOS PARTÍCIPES

ENERO 2022

ENERO 2022

Estimado co-inversor,

Finalizamos el que posiblemente sea uno de los mejores ejercicios para los gestores que profesamos la filosofía del *value investing*, gracias (fundamentalmente) a la fuerte recuperación de compañías con negocios de carácter cíclico, muy penalizadas por la comunidad inversora los últimos años. En el caso del equipo de Horos, 2021 posiblemente haya sido nuestro mejor año como profesionales de la inversión. Prueba de ello, aunque siempre anecdótico, es que nuestro fondo Horos Value Iberia ha terminado el primero de su categoría, obteniendo un 26,5% de rentabilidad frente al 12,3% de su índice de referencia. Horos Value Internacional ha cosechado también unos resultados extraordinarios, arrojando en el año una rentabilidad del 37,6% en comparación con el 27,5% de su índice comparable.

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 20,6%, inferior al 60,4% de su índice de referencia, mientras que Horos Value Iberia obtiene una rentabilidad del 10,2%, superior al 1,3% de su índice comparable. Por otro lado, desde 2012, las rentabilidades alcanzarían el 195% en la estrategia internacional y el 176% en la estrategia ibérica, en comparación con un 230% y un 71% de sus índices.¹

Pese a esta buena evolución de 2021, el nuevo año presenta nuevos desafíos y focos de incertidumbre frente a los que el inversor debe prepararse. Uno de ellos, sin duda alguna, lo encontramos en la crisis energética que están viviendo muchas economías. En esta carta, trataré de explicar por qué se está produciendo y cómo podemos protegernos frente a ella.

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 21 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

Predecir es muy complicado, especialmente si es sobre el futuro.

— Niels Bohr.

A finales del pasado año se desató la que puede ser la primera de muchas crisis energéticas futuras, especialmente si nuestros gobernantes (y la sociedad en su conjunto) no toman cartas en el asunto. La acelerada y desordenada transición energética, condicionada e impulsada por la llamada agenda verde, está ocasionando serios cuellos de botella globales en los mercados de los combustibles fósiles, a la par que está elevando los riesgos geopolíticos derivados de esta planificación. El carbón térmico, el gas natural o el petróleo, están viviendo fuertes tensionamientos, fruto de la insuficiente inversión destinada a incrementar o mantener su capacidad productiva. Nos guste o no, necesitamos los combustibles fósiles para satisfacer nuestras necesidades energéticas y, si no se reactiva la inversión en estos sectores, tendremos que acostumbrarnos a un precio de la electricidad más errático y elevado. A explicar esto dedicaremos la primera parte de esta última carta trimestral de 2021.

Adicionalmente, hablaremos de 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 **Yellow Cake**, **MBIA** y **Teekay LNG**, tras la opa recibida por parte de Stonepeak. Por el contrario, hemos iniciado tres nuevas posiciones en el trimestre. En concreto, hemos invertido en la compañía china de servicios inmobiliarios **Aoyuan Healthy Life Group**, en la empresa productora de carbón térmico **Geo Energy Resources** y en la compañía de exploración y producción de gas natural y petróleo **Spartan Delta**. Por su parte, en Horos Value Iberia no se han producido entradas o salidas en el periodo, aunque sí los clásicos movimiento de rebalanceo.

El sueño de predecir el caos

El caos era la ley de la naturaleza; el orden fue el sueño del hombre.

— Henry Adams

Una de las preguntas recurrentes que nos suelen hacer a Alejandro, Miguel o a mí es qué esperamos de la bolsa para el año o, directamente, qué compañía recomendamos que vaya a presentar un excelente comportamiento bursátil los siguientes meses. La respuesta más socorrida que me suele venir a la mente en esos momentos es que no contamos con una bola de cristal o que, si ese día estoy con algo menos de paciencia de lo habitual, si lo supiera no tendría que levantarme cada mañana a trabajar. Estas respuestas suelen sorprender porque la mayoría de las personas viven bajo la creencia de que los mercados financieros se pueden predecir y que, por tanto, un buen inversor es alguien que sabe cuál va a ser su evolución. La realidad, obviamente, no es esa. **NO, repito, NO se puede predecir lo que va a hacer la bolsa** porque estamos hablando de un sistema dinámico adaptativo complejo, como ya traté de explicar al inicio de esta pandemia (ver [aquí](#)). Como recordatorio, estos sistemas se caracterizan por estar en continua evolución y por reaccionar de manera no lineal (desproporcionadamente) ante pequeños cambios en algún factor que les afecte. Además, los agentes que operan en el sistema van adaptándose, continuamente, a las cuasi infinitas variaciones que se producen en cada momento. Todo ello hace que se vuelvan caóticos (irreproducibles) e impredecibles (por eso prefiero la respuesta corta de la bola de cristal...). ¿Sabe cuál es otro sistema adaptativo complejo y caótico de manual? El clima.

En efecto, el clima es posiblemente uno de los mayores sistemas adaptivos complejos y caóticos que existe. Sencillamente, es imposible modelizar nuestro clima. Sí se pueden extraer relaciones de causalidad de primer orden, como que determinados gases, como el dióxido de carbono, contribuyen al efecto invernadero. Al igual que podemos afirmar que, si se mantiene el resto de las variables constantes, una reducción de los tipos de interés (tasa de descuento) se traduce en un incremento de las valoraciones de las compañías. Empero, cuando intentamos modelizar los efectos de segundo, tercer, cuarto y siguientes órdenes, el modelo se vuelve inmanejable y pierde cualquier capacidad predictiva. Y esto es cierto, tanto para los mercados financieros, como para el clima. Las semejanzas entre estos sistemas no terminan aquí, ya que ambos cuentan con importantes subsistemas. En el caso de los mercados financieros, tenemos mercados de divisas, mercados de renta fija, mercados de materias primas o mercados de renta variable, por citar los más relevantes. Mientras que, en el caso del clima, nos

encontramos con la atmósfera, la hidrosfera, la criosfera, la litosfera y la biosfera. Pues bien, estos subsistemas, cuentan con las mismas propiedades de un sistema dinámico, complejo, adaptativo y caótico y, además, interactúan entre sí, desencadenando así *el caos del caos*.²

Un ejemplo muy ilustrativo de esto lo encontramos en los 29.000 patitos que se precipitaron desde un carguero al mar en 1992, tras una fuerte tormenta, al volcarse el contenedor que los portaba. Matemáticos españoles demostraron el año pasado que no se puede predecir la trayectoria que seguirán estos patitos de manera exacta porque es imposible determinar el comportamiento de los fluidos.³ En este caso concreto, los matemáticos se enfrentaban en su reto a la combinación de distintos sistemas caóticos, como son el oceánico y el atmosférico.⁴ Pero ¿por qué estos patitos son tan relevantes? Porque la mecánica de fluidos afecta al clima y si no podemos anticipar su comportamiento, ¿cómo vamos a ser capaces de prever con un elevado grado de confianza lo que va a suceder con el clima?

*Probamos que no puede haber ningún algoritmo que resuelva el problema, no es una limitación de nuestro conocimiento, sino de la propia lógica matemática.*⁵

De hecho, para muestra de la imposibilidad de la predicción del clima, el **Grupo Intergubernamental de Expertos sobre el Cambio Climático** (IPCC, por sus siglas en inglés), principal organismo dedicado al estudio del cambio climático, habla desde el año 2001 de proyección, no de predicción, a la hora de mostrar los resultados de sus simulaciones.⁶ Para mayor inri, la complejidad en la medición de datos hace que incluso el estudio histórico de temperaturas más recientes, aunque cada vez más fiable, diste mucho de ser infalible y esté sujeto a continuas revisiones. Por no hablar de los análisis de temperaturas de miles de años, para los que no contamos con mediciones instrumentales y dependemos de la paleoclimatología para la reconstrucción de esta información (utilizando modelos con los que obtener datos que alimenten, a su vez, a otros modelos, lo que añade todavía más incertidumbre y fuentes de error a cualquier intento de predicción). Todo esto obviando que el concepto de temperatura global promedio se enfrenta a

² La frase "el caos del caos" se la he robado a Miguel Iglesias -físico, meteorólogo y climatólogo- tras escuchar su excelente charla con el bioquímico Luis I. Gómez: #Liberdiálogos – Desde el exilio (9 de mayo de 2021). *Charla con Miguel Iglesias. La ciencia del clima*. YouTube. <https://www.youtube.com/watch?v=tF3By7myPus>

³ De hecho, las ecuaciones de Navier-Stokes, que describen el movimiento de los fluidos, siguen siendo uno de los seis grandes problemas matemáticos del milenio aún sin resolver.

⁴ #Liberdiálogos – Desde el exilio (9 de mayo de 2021). *Idem*.

⁵ AGENCIAS (6 de mayo de 2021). Matemáticos demuestran la indecibilidad de ciertos fenómenos de hidrodinámica. *La Vanguardia*.

⁶ Madrid Casado, Carlos M. "Filosofía de la ciencia del cambio climático: modelos, problemas e incertidumbres". *Revista Colombiana de Filosofía de la Ciencia* 20.41 (2020): 201-234, <https://doi.org/10.18270/rcfc.v20i41.3193>

un problema de medición (no existe una suerte de termómetro global) y que existe un fuerte componente local en las condiciones climáticas, con lo que las variaciones en las temperaturas y sus consecuencias distan mucho de ser homogéneas.⁷ En definitiva, no existe una certidumbre plena sobre el histórico de temperaturas que manejamos, tampoco sobre la temperatura global en cada momento y, muchísimo menos, tenemos capacidad para predecir el futuro climático.

Todo lo comentado debería llevarnos a una aproximación muy cautelosa a las predicciones que se realizan sobre cualquier sistema de estas características, sean los mercados financieros o se trate del clima. Sin embargo, hace tiempo que esto dejó de ser así y, aunque parezca extraño, parte de culpa recae sobre un Premio Nobel de la Paz.

Una verdad, cada vez, más incómoda

No quiero que tengas esperanza. Quiero que entres en pánico.

— Greta Thunberg

En el año 2006 Al Gore, antiguo vicepresidente de Estados Unidos y candidato a la presidencia de este país en las elecciones del 2000, protagonizó el documental "Una verdad incómoda", con el que buscaba mostrar al mundo los riesgos del cambio climático y del calentamiento global causados por el hombre. Además de remover conciencias, el documental sirvió para que Gore recibiera el Premio Nobel de la Paz un año después (compartido con el IPCC). Posteriormente, distintos grupos activistas medioambientales, como Extinction Rebellion, Fridays For Future, el Club Sierra o 350.org, así como personalidades influyentes de todos los ámbitos e, incluso, una niña sueca (ya adulta) hoy mundialmente conocida, como Greta Thunberg, han tomado el relevo de Gore en su alerta sobre las consecuencias devastadoras del cambio climático que el hombre está propiciando con su estilo actual de vida.

Esta última afirmación conlleva, obviamente, la creencia en un impacto mayúsculo de la actividad humana en el clima y la necesidad de hacer lo que haga falta para acabar con ello. Sin embargo, aunque pueda sorprenderle, esta sensación de urgencia y el recurso del titular alarmista no son recientes. Aún recuerdo pasar horas hojeando, cuando apenas contaba con diez años, los tomos rojos que aglutinaban ejemplares fascinantes de la revista "Muy Interesante" y que mis

⁷ *Idem.*

padres coleccionaban por aquel entonces. Me impactó sobremanera un número que detallaba por qué el sur de España se convertiría en un desierto a comienzos del siglo XXI. Estará de acuerdo en que no es un mensaje muy tranquilizador para un niño de esa edad. Sin embargo, no menciono la anécdota por este motivo, sino porque hoy esta catastrófica predicción ha sido aplazada cien años, en concreto hasta el año 2100.⁸

Los errores y posteriores modificaciones tan exagerados en los pronósticos sobre el clima no son, ni mucho menos, la excepción a la norma, como demuestran los siguientes ejemplos. Así, a finales de la década de los 60, el periódico New York Times citaba a un científico horrorizado porque "toda la población desaparecería en una nube de vapor azul [por contaminación]" en veinte años, si no se hacía algo al respecto *inmediatamente*. En los años 70 se hablaba, constantemente, de los riesgos del cambio climático causados por el uso de combustibles fósiles, para alertar de una inminente ;nueva edad de hielo! A finales de los 80, los titulares advertían sobre devastadoras sequías y el riesgo de una subida del nivel del mar que sumergiría a las Islas Maldivas o partes de Nueva York en el año 2020. También para ese año, se vaticinaba en 2004 un clima siberiano en Gran Bretaña o un Ártico sin hielo. De hecho, Al Gore también profetizó un Ártico sin hielo para el año 2013.⁹

Estas fallidas predicciones demuestran, claramente, tres cosas. La primera es que tenemos una habilidad asombrosa para reiniciar nuestra mente e ignorar el hecho de que las predicciones, sean del tipo que sean, rara vez se cumplen (se lo dice uno que se harta de verlas). La segunda, como ya comentamos en el apartado anterior, es que predecir el comportamiento futuro de sistemas complejos y caóticos, como son el clima o los mercados financieros, es fútil. Por tanto, deberíamos ser muy prudentes a la hora de hacer estas estimaciones o, al menos, ser muy conscientes de sus limitaciones. La tercera, quizás la más preocupante de las tres, es que el uso (y el abuso) del alarmismo es muy habitual y suele esconder intereses que se alejan mucho de la ciencia.

A la luz de lo anterior, ¿sería mejor que nos olvidásemos de lo que está sucediendo con el clima, ya que no se puede prever su comportamiento futuro? Por supuesto que no. Siguiendo el símil de los mercados, no hace falta que seamos capaces de anticipar su evolución para poder desenvolvernos con razonable éxito. "Solo" necesitamos centrarnos en lo que sí sabemos a ciencia cierta (invertir barato termina dando sus réditos) y alejarnos de la mera especulación (qué va a hacer la bolsa). Pues bien, con el clima lo que sí sabemos es que la actividad humana ha

⁸ Vaughan, A. (27 de octubre de 2016). Climate change rate to turn southern Spain to desert by 2100, report warns. *The Guardian*.

⁹ Herrezuelo, A.D. (27 de septiembre de 2019). 50 años de predicciones fallidas de Eco-Apocalipsis. *Señales del fin*.

elevado la concentración de dióxido de carbono en la atmósfera y que, como consecuencia, se ha incrementado el efecto invernadero, contribuyendo al calentamiento global. Lo que no sabemos y entra dentro del terreno de la especulación es cómo de importante es ese impacto y qué podemos esperar a futuro. Por algo, el propio IPCC trabaja en sus informes bajo varios escenarios de emisiones de dióxido de carbono y su teórico impacto en las temperaturas y en el clima. Pese a toda esta incertidumbre, el cambio climático y, más específicamente, qué hacer al respecto, ha devenido en un campo de batalla desigual, entre una mayoría que afirma que la ciencia es muy clara sobre los devastadores escenarios que nos esperan por culpa del ser humano, si no reducimos drásticamente nuestras emisiones de carbono, y una minoría que, con solo alzar un poco la voz contra este alarmismo, es tachada de negacionista. Mientras que a la primera se le da altavoz en organismos gubernamentales, medios de comunicación o redes sociales, entre otros, a los segundos se les censura sin miramientos.¹⁰

Se trata de una situación que me recuerda mucho a la vivida por aquellos inversores, brillantemente caracterizados por Michael Lewis en su libro (y, posterior, película) "La Gran Apuesta", que apostaban por una caída de la vivienda allá por los años 2005 y 2006, cuando el mundo entero parecía ir en su contra.¹¹ En esta ocasión, posiblemente algunas de las figuras más destacadas en el lado minoritario del debate sobre el cambio climático sean **Michael Shellenberger, Roger Pielke Jr., Bjorn Lomborg, Alex Epstein** o **Steven E. Koonin**. Por un lado, este grupo coincide en que existe el cambio climático (algo sobre lo que no debería haber discusión, ya que siempre han existido causas naturales anteriores al hombre) y que el ser humano es un factor relevante en ese cambio. Por otro lado (aquí viene la gran diferencia), estos autores defienden en sus artículos y libros que los escenarios de devastación futuros son totalmente infundados y que los impactos (en términos de vidas humanas y costes económicos, por ejemplo) de los desastres naturales, generalmente atribuidos al cambio climático antropogénico, cuando se cuantifican ajustando las cifras por el tamaño de la población y la riqueza, lejos de incrementarse, han ido disminuyendo.¹²

¹⁰ Sirva de ejemplo el reciente caso de Roy W. Spencer, antiguo Científico Senior de Estudios del Clima de la NASA, cuyo blog ya no puede recibir ingresos publicitarios por decisión de Google. Spencer, R. W. (7 de enero de 2022). "Unreliable and harmful claims": This website has been demonetized by Google. www.drroyspencer.com.

¹¹ Lewis, M. (2021). *La gran apuesta*. DEBATE.

¹² Shellenberger, M. (2021). *No hay apocalipsis*. DEUSTO; Pielke Jr. R. (15 de enero de 2021). Global Disasters: A Remarkable Story of Science and Policy Success. *The Honest Broker Newsletter*; Lomborg, Bjorn: "Welfare in the 21st century: Increasing development, reducing inequality, the impact of climate change, and the cost of climate policies". *Technological Forecasting and Social Change*. Volume 156, July 2020, 119981, <https://doi.org/10.1016/j.techfore.2020.119981>; Epstein, A. (2021). *La cuestión moral de los combustibles fósiles*. Instituto Juan de Mariana, Value School y Deusto; Koonin E. S. (2021). *Unsettled*. BenBella Books.

De hecho, el IPCC que (insisto) es la fuente oficial sobre la que se apoyan unos y otros para extraer sus conclusiones, dice que comparado con otros efectos como el demográfico, la tecnología, la regulación, el comercio y otros, el clima tiene y tendrá un impacto relativamente pequeño sobre la economía.¹³

Se ha llamado a la Economía "ciencia lúgubre" y yo bromeé una vez con un destacado economista que la combinación de las proyecciones de la economía y el clima es una empresa "doblemente lúgubre".¹⁴

¿Quién tiene razón? Sinceramente, lo que un servidor opine al respecto no debe ser relevante para nada ni para nadie. Personalmente, creo que lo que sí debería preocuparnos es cómo este alarmismo se está utilizando como una especie de cheque en blanco para justificar e imponer un modelo energético a todas luces frágil y con importantes consecuencias que no podemos menospreciar, ni como sociedad, ni desde luego como inversores. A ello dedicaremos el resto de esta carta.

Lo que se ve y lo que NO se ve de la agenda verde

Lo esencial es invisible a los ojos.

— El Principito

A finales de diciembre del año que acabamos de terminar, el precio de la electricidad de las principales economías europeas se situó en niveles que multiplicaban por *varias* veces los precios promedio habituales. Sin ir más lejos, el precio del megavatio hora en el mercado mayorista español rozó los 400 euros el pasado 23 de diciembre, lo que supone más de un **500% de incremento sobre su precio marcado en verano**. Una subida que, desde luego, ha cogido desprevenidos a propios y extraños y que despierta varios interrogantes acerca del enfoque que muchas economías están siguiendo en su particular transición energética. Pero ¿qué esconde esta subida vertical de precios? Aunque hay varios detonantes que han desencadenado este movimiento y pese a que siempre es tentador culpar de (todos) nuestros males energéticos al presidente ruso Vladimir Putin, la realidad es que tenemos un problema estructural de fondo que puede convertir en una tónica habitual los movimientos bruscos y el importe (mucho) más elevado, en determinados momentos del año, del precio de la electricidad.

¹³ Pethokoukis, J. (30 de diciembre de 2021): What do we know about climate change? My long-read Q&A with Steven Koonin. *AEIdeas Blog*.

¹⁴ Koonin E. S. (2021). *Idem*.

En efecto, la planificación del *mix* energético, con un objetivo teórico de reducción de emisiones de carbono, está convirtiéndose en una muestra más de cómo el **intervencionismo y la planificación centralizada pueden desencadenar consecuencias imprevistas e indeseables para el conjunto de la sociedad**. Ya alertó sobre ello, de manera muy clara, el brillante economista liberal francés Claude Frédéric Bastiat, a mediados del siglo XIX, en su ensayo "Lo que se ve y lo que no se ve".¹⁵ En este escrito, Bastiat explicó cómo algunos efectos de las acciones humanas pueden pasar desapercibidos y llevarnos a apoyar medidas gubernamentales dañinas que, de comprender sus resultados reales, no se habrían adoptado nunca.

Pues bien, en la planificación de la transición energética de estos últimos años, tanto la población como los dirigentes políticos, obviando otros intereses que puedan tener unos y otros, han centrado sus miradas en el resultado último deseado con esta planificación (una reducción en las emisiones de carbono o *lo que se ve*), sin atender a sus consecuencias (cuellos de botella o *lo que no se ve*). Bajo este pretexto, **se ha iniciado una demonización absoluta de los combustibles fósiles y se ha encumbrado a la energía renovable como la salvadora del planeta**. Un ejemplo claro de las consecuencias de esta visión, sin ir más lejos, lo encontramos en la crisis energética que está viviendo Europa en estos momentos.

El Viejo Continente, en su conjunto, ha ido reduciendo los últimos años su producción de energía proveniente de combustibles fósiles, a la par que ha ido incrementando el peso de las energías eólica y solar en su *mix* energético. El problema de esta transición es que no se puede finalizar de un día para otro (lleva décadas) y, adicionalmente, las energías renovables son intermitentes en su generación, por lo que requieren de otra fuente de energía que las respalde. Aunque parece que el sentimiento puede estar cambiando, los dirigentes europeos decidieron hace tiempo que la energía nuclear no realizara ese papel de respaldo.¹⁶ Por tanto, la alternativa que queda es el gas natural, un combustible fósil que emite a la atmósfera la mitad de dióxido de carbono que el carbón.¹⁷ Sin embargo, en vez de apostar decididamente por la producción doméstica (explotando, por ejemplo, nuestras reservas de *shale* gas o gas de lutita), Europa ha preferido pegarse un tiro en el pie y permitir que su capacidad productiva de gas prosiga con su natural declino, a la par que se han ido incrementando *necesariamente* las importaciones, provenientes de países como Rusia o Argelia a través de

¹⁵ Este ensayo y otras obras de Bastiat, se pueden encontrar en Bastiat, F. (2004). *Obras escogidas: Edición y estudio preliminar de Francisco Cabrillo*. Unión Editorial.

¹⁶ (10 de enero de 2022). EU needs 'colossal' investment in new nuclear, says commissioner. *World Nuclear News*.

¹⁷ (28 de octubre de 2021). How much carbon dioxide is produced when different fuels are burned? *U.S. Energy Information Administration (EIA)*.

gaseoductos y de otros productores, como Estados Unidos, en forma de GNL (gas natural licuado) transportado en buques metaneros.¹⁸ De esta manera, **Europa se ha ido exponiendo a mayores riesgos geopolíticos** (al depender de países como Rusia o Argelia) **y de mercado** (al competir por el GNL americano con otras economías).¹⁹

La fragilidad de este modelo se ha hecho muy evidente estos últimos meses. Por un lado, tras un invierno de 2020 más frío de lo habitual, tanto Europa como Rusia empezaron la primavera de 2021 con un nivel de inventarios de gas natural inferior al promedio de los últimos años. A este tensionamiento, se añadió un verano más caluroso (mayor demanda energética por incremento de uso del aire acondicionado) y una producción eólica inferior a lo habitual en Reino Unido y el sur de Europa (demostrando, una vez más, los problemas que acarrea la intermitencia de la generación energética de fuentes renovables), lo que impidió la reposición de esos inventarios. Por otro lado, con los bajos inventarios de gas natural en Rusia y con las tensiones geopolíticas en máximos (potencial invasión rusa en Ucrania y parálisis del necesario gaseoducto Nord Stream 2), Europa ha tenido que incrementar sus importaciones de GNL, compitiendo con otros países con un apetito especialmente intenso estos meses, como Brasil o China. El primero por la escasísima producción de energía hidroeléctrica que ha conseguido a lo largo de 2021 (por menores precipitaciones) y el segundo por los terribles cuellos de botella internos que ha vivido estos meses, iniciados con la fuerte recuperación de su demanda energética (tras la reactivación de la economía) y acrecentados por la nefasta política energética del país (con cierres de capacidad productiva de carbón y precios subsidiados y/o limitados), que llevaron a una escasez de carbón, a importantes apagones eléctricos y a que el gobierno presionase al sector eléctrico para que comprase todo el combustible fósil que pudiera de cara al invierno.²⁰

¿El resultado de esta serie de catastróficas desdichas? Las subidas verticales en el precio de los combustibles fósiles, como el gas natural o el carbón, alcanzando niveles récord en los mercados europeos y asiáticos y disparando al alza el coste de la electricidad en sus economías con importantes consecuencias.²¹ Así, nos encontramos, por ejemplo, con la quiebra de decenas de empresas comercializadoras de electricidad en el Reino Unido, donde, por otro lado, en el

¹⁸ Epstein, A. (9 de octubre de 2021). Talking Points on how Europe's fracking bans have contributed to its natural gas crisis. *Energy Talking Points*.

¹⁹ Juan Ramón Rallo (22 de diciembre de 2021). *¿Por qué los precios europeos de la electricidad y del gas están en máximos históricos?* YouTube. <https://www.youtube.com/watch?v=I-BF5RhDMRI>

²⁰ Myllyvirta, L. (7 de octubre de 2021). The Real Reasons Behind China's Energy Crisis. *Foreign Policy*; Goehring & Rozencwajg 3Q21 Market Commentary: *The Energy Crisis is Here*; Juan Ramón Rallo (1 de octubre de 2021). *¿Por qué está sufriendo China unos apagones eléctricos sin precedentes?* YouTube. <https://www.youtube.com/watch?v=BKoLiFisaeU>

²¹ Wilson, T. y Hume, N. (20 de diciembre de 2021). European gas prices shoot to new high as energy crunch worsens. *Financial Times*.

colmo del absurdo, la empresa alemana **E.On** envió a sus clientes un par de calcetines para animarles a utilizar menos la calefacción este invierno y así reducir las emisiones de carbono (ya se ha disculpado por ello).²² Igualmente, muchas compañías industriales europeas, como **Nyrstar** (empresa productora y de tratamiento de zinc), han tenido que realizar paradas o interrupciones en su producción, ante lo insostenible del coste energético.²³ Así mismo, países como Noruega han incrementado en varias ocasiones el importe de la factura de la luz subsidiado a sus ciudadanos, como respuesta a este alza del precio.²⁴

Más sangrante, si cabe, es el caso de Alemania. El país decidió en 2011, tras el accidente de la planta nuclear de Fukushima (Japón), realizar un paulatino cierre de sus centrales nucleares y sustituirlas por energía eólica y solar, marcándose unos ambiciosos (y caros) objetivos climáticos para los siguientes años, entre los que se incluía una reducción drástica en las emisiones de carbono. Más de diez años después, tras invertir 440.000 millones de euros en renovables y contar con una factura de la luz entre las más caras del mundo, Alemania está muy lejos de cumplir esos objetivos y tiene una dependencia muy elevada del carbón (necesario para poder cubrir todas sus necesidades energéticas y afrontar los problemas de intermitencia de las energías renovables), lo que le lleva a emitir entre seis y diez veces más carbono que economías como Francia o Suecia, donde sí han mantenido su parque nuclear.²⁵ Lejos de rectificar (de hecho, Alemania -y España- se sigue oponiendo a que la energía nuclear se considere energía verde en Europa), el ministro del clima alemán (Robert Habeck) anunció recientemente el lanzamiento de un programa de emergencia "gigantesco" para alcanzar el objetivo de emisiones marcado para 2030.²⁶ Entre las medidas del programa está el objetivo de doblar en *ocho años* la cuota de mercado de las energías renovables (desde el 40% actual hasta el 80% en 2030) y reducir el consumo energético del país entre un 20% y un 25%.²⁷ En palabras del propio ministro, una de las dificultades del plan radica en que la gente tenga claro que "es necesario aceptar cambios drásticos por el bien de la sociedad". Habrá que ver si los aceptan...

²² Wilson, T. y Thomas, N. (18 de enero de 2022). Together Energy becomes latest UK supplier to go bust. *Financial Times*; Maruf, R. (14 de enero de 2022). British energy company apologizes after sending thousands of customers socks during heating crisis. *CNN Business*.

²³ Cotizalia/Agencias (15 de octubre de 2021). Sidenor, Arcelor y la Naval de Reinosa: el coste de la luz para las acerías del norte. *El Confidencial*; (16 de diciembre de 2021). Nyrstar to place French ops under care and maintenance due to high electricity costs: newsbreak. *MetallBulletin*.

²⁴ Capar, R-I. (19 de enero de 2022). Norwegian government and SV reach agreement on raising the electricity subsidy from 55 to 80%. *Norway Today*.

²⁵ Fernández Ordóñez, M. [@fdezordonez]. (2022, 6 de enero). *El ridículo energético alemán... Se gastan más de 400.000 millones de euros en renovables y consiguen emitir 6 veces más que Francia y 10 más que Suecia. Además de la electricidad más cara de Europa* [Tweet]. Twitter. <https://twitter.com/fdezordonez/status/1479163891091394560>

²⁶ Appunn, K. (12 de enero de 2022). Germany to launch emergency programme for "huge, gigantic" 2030 emissions target task. *Clean Energy Wire*.

²⁷ Wacket, M. (11 de enero de 2022). Germany must reduce final energy consumption by 20-25% to hit 2030 targets. *Reuters*.

Pese a lo potencialmente insostenible de la situación si el invierno se recrudece, la crisis energética europea no deja de ser, como suele decirse, un problema del primer mundo. Las consecuencias para el tercer mundo de la agenda verde pueden ser mucho más dramáticas, dada su enorme dependencia de los combustibles fósiles para poder subsistir. Imponerles un modelo energético como el nuestro, como se está haciendo, mediante la cancelación de proyectos o el cierre total del grifo de la financiación para la construcción de centrales térmicas o para la explotación de yacimientos de combustibles fósiles, puede marcar el destino de estos países para siempre. **Las sociedades necesitan de incrementos muy importantes de consumo de energía para poder desarrollarse** y, con los niveles actuales de pobreza de muchos países, apartarlos de las fuentes de energía más baratas, fiables y versátiles (los combustibles fósiles), es condenarlos a permanecer en su precaria situación actual.

La oscuridad aniquila al potencial humano. La electricidad lo alimenta.²⁸

No podemos perder de vista que hoy hay **alrededor de 3.300 millones de personas que consumen menos electricidad anualmente que un frigorífico** (de los que unos 1.000 millones ni siquiera tienen acceso a la electricidad) o que unos 2.600 millones aún dependen de la madera o del estiércol para calentarse o cocinar.²⁹ El cambio climático, sencillamente, no está en su lista de problemas. Como recordaba Magatte Wade, directora del Centro de África para la Prosperidad de Atlas Network, en una reciente tribuna del Wall Street Journal, "los africanos estamos dispuestos a poner nuestra parte para combatir el cambio climático. Lo que no queremos es pagarlo con nuestras vidas".³⁰

Sin duda, todo lo que estamos viviendo debería ser un aviso para replantear la velocidad de esta transición energética. Lamentablemente, no parece que los tiros vayan a ir por ahí.

¿Un desequilibrio sin solución?

Aceptemos los altos precios de los combustibles fósiles porque están aquí para quedarse.

— Amrita Sen

²⁸ Bryce, R. (2020). *A question of power*. PublicAffairs.

²⁹ Bryce, R. (2020). *Idem*; Epstein, A. (6 de enero de 2022). The ESG movement is anti-energy, anti-development, and anti-America. *Energy Talking Points*.

³⁰ Wade, M. (26 de noviembre de 2021). The COP26 Plan to Keep Africa Poor. *The Wall Street Journal*.

Una de las lecciones básicas que uno aprende en la licenciatura de Economía es que la oferta y la demanda determinan el precio de un bien o servicio. Así mismo, se nos explica que, ante incrementos de la demanda (y del precio), la capacidad y la velocidad de reacción de la oferta vendrán determinadas por su elasticidad (cuanto más elástica sea la oferta, más rápido reaccionará y viceversa). Pues bien, **en el caso de los combustibles fósiles, la planificación energética global ha incrementado sustancialmente, al menos hasta ahora, la inelasticidad de su oferta.** Como destacamos a primeros de 2021 (ver [aquí](#)), las materias primas (entre ellas, los combustibles fósiles) llevaban años limpiando los excesos del pasado y ajustando su oferta, hasta un punto en el que estábamos convencidos de que no iba a ser capaz de hacer frente a la demanda esperada, lo que siempre se resuelve con una subida importante de sus precios que incentive un posterior incremento en la oferta. Esta es la esencia de los ciclos del capital y en las materias primas es donde más claramente se aprecia este fenómeno. Por este motivo, teníamos un relevante peso de nuestras carteras invertido en esta temática. Hete aquí que a lo largo del 2021 se cumplió nuestra tesis de inversión, al producirse un alza muy importante en el precio de las materias primas y traducirse eso en una rentabilidad promedio superior al 70% para el conjunto de nuestras inversiones en este sector. Pese a ello, mantenemos (aunque con ciertos cambios) una ponderación muy importante en nuestros fondos de inversión. ¿Por qué? Efectivamente, porque **al ciclo del capital clásico del sector se le ha unido el impacto de la transición energética, lo que puede alargar la situación de precios elevados varios años.**³¹

EL CASO DEL CARBÓN TÉRMICO

Un ejemplo muy claro lo encontramos en el **carbón térmico**. Su papel como combustible fósil más emisor de dióxido de carbono lo han convertido en el patito feo de la narrativa del cambio climático. Por este motivo, muchos países (casi siempre del mundo más desarrollado) han ido reduciendo su capacidad productiva los últimos años, de manera más o menos importante. Sirva de dato que, desde 2010, Estados Unidos ha anunciado ya el cierre de más de la mitad sus centrales térmicas de carbón (la revolución del gas de lutita también ha jugado su papel).³² Sin embargo, no solo los gobiernos han ido acelerando con sus cambios regulatorios la reducción en la producción del carbón térmico, también se están ejerciendo continuas presiones a través de los mercados financieros para acelerar este proceso. Por un lado, grandes gestoras de activos como **BlackRock**, han anunciado los últimos años su compromiso de desinvertir en empresas productoras

³¹ Muy recomendable, como complemento de este apartado, la *newsletter* de octubre de 2021 (ver [aquí](#)) de la gestora de fondos de inversión Strategic Investment Advisors Group (SIA).

³² Bryce, R. (2020). *Idem*.

de carbón.³³ Por otro lado, muchas entidades financieras (bancos, aseguradoras...) se han marcado como objetivo futuro no prestar dinero o no asegurar estos negocios, encareciendo así el coste de capital de operar las minas de carbón y las centrales térmicas. En concreto, se estima que más de cien entidades financieras ya han anunciado su compromiso de acabar con su exposición al carbón térmico.³⁴ Por último, han aflorado también campañas activistas que buscan la desinversión en los activos de carbón térmico en compañías como la eléctrica alemana **RWE** o la empresa de minería y compraventa (*trading*) de materias primas **Glencore**, por citar ejemplos recientes.³⁵ A todo esto se une el compromiso de las propias compañías del sector, como el conglomerado **BHP**, que han ido también vendiendo sus activos de carbón térmico para centrar sus esfuerzos en materias primas más "limpias".³⁶

Frente a este colapso en la oferta del carbón térmico, nos encontramos con una demanda que persiste mucho más estable de lo que uno podría esperar. ¿El motivo? Mientras que los países más desarrollados pueden "permitirse" abandonar el carbón e ir a otras fuentes más limpias, países como China, India y otras economías del sur de Asia, necesitarán de este (hasta ahora barato, accesible y fiable) combustible para satisfacer sus enormes necesidades energéticas presentes y futuras. No obstante, desde 2011, los dos grandes países del continente asiático han supuesto el 95% de los incrementos de capacidad global de centrales térmicas de carbón, alcanzando la generación eléctrica por combustión de carbón un 62% y un 72% del *mix* energético en China e India, respectivamente.³⁷ China, de hecho, tras la crisis energética que ha vivido estos meses, ha elevado sus niveles de producción de carbón térmico a cotas nunca vistas, lo que demuestra que el carbón está muy lejos de ser un combustible que vaya a desaparecer.³⁸ En el caso de India, el país espera más que doblar su capacidad instalada de plantas de carbón hasta 2030.³⁹ Como recordó su ministro de medioambiente en la última Conferencia Anual sobre el Cambio Climático de las Naciones Unidas (COP26): "cómo puede nadie esperar que los países en desarrollo hagan promesas de terminar con el carbón y los subsidios a los combustibles fósiles" cuando "aún tienen que afrontar

³³ Parece que el compromiso tenía su letra pequeña: Jolly, J. (13 de enero de 2021). BlackRock holds \$85bn in coal despite pledge to sell fossil fuel shares. *The Guardian*.

³⁴ (20 de enero de 2022). Finance is leaving thermal coal. *Institute for Energy Economics and Financial Analysis (IEEFA)*.

³⁵ Hume, N. (30 de noviembre de 2021). Activist calls on Glencore to spin off coal assets. *Financial Times*; Mundy, S., Temple-West, P. y Shimizhuishi, T. (15 de diciembre de 2021). The German activist following in Engine No 1's footsteps. *Financial Times*.

³⁶ Hume, N. (7 de noviembre de 2021). BHP reaps up to \$1.35bn from Australia coal mines in fossil fuels retreat. *Financial Times*.

³⁷ Stringer, D. y Singh, R. K. (15 de noviembre de 2021). At 14 Million Tons a Day, India and China Still Addicted to Coal. *Bloomberg*.

³⁸ Singh, S. y Xu, M. (17 de enero de 2022). China coal output hits record in Dec and in 2021 -stats bureau. *Reuters*.

³⁹ Stringer, D. y Singh, R. K. (15 de noviembre de 2021). *Idem*.

sus agendas de reducción de pobreza".⁴⁰ Y ello, pese a la gran contaminación que sufren estos países por utilizar este combustible fósil. Lo que no deja de ser una prueba más, aunque nos pueda chocar, de la llamada **ley de hierro de la electricidad**:

*Cuando la población se ve obligada a elegir entre electricidad contaminante y nada de electricidad, siempre optará por la electricidad contaminante.*⁴¹

Este desequilibrio persistente se ha hecho más que evidente este último año, impulsando verticales subidas en el precio del carbón térmico en todos sus mercados, siendo estas de hasta un 460% para el carbón de Newcastle y un 320% para el carbón ZCE de China, desde sus mínimos de 2021. Esta situación, así como las dinámicas de largo plazo que esperamos para su mercado, nos ha llevado a iniciar una posición en el sector de la minería del carbón térmico. En concreto, como detallaremos en la sección de movimientos de la cartera, a través de la empresa **Geo Energy Resources**.

EL CASO DEL GAS NATURAL

Aunque con mejores perspectivas futuras para su demanda, el desequilibrio en los mercados de otros combustibles, como son el gas natural, el petróleo o el uranio, también amenazan con tornarse persistentes. Por un motivo o por otro, parece que todo lo que no sea etiquetado como verde, termina sufriendo esta perniciosa dinámica de restricción de oferta. Empecemos por el **gas natural**. Este combustible fósil está viviendo una época dorada a raíz de una de las mayores revoluciones tecnológicas de nuestro tiempo: el gas natural licuado. En efecto, la capacidad de convertir el gas en líquido ha permitido transformar un mercado con dinámicas locales o sujeto a contratos de largo plazo (con precios habitualmente indexados al petróleo), por otro mucho más global y dinámico, con precios de mercado en continua revisión (al contado o *spot*). En este "nuevo" mercado, han florecido especialmente tres economías, beneficiadas por su ingente cantidad de reservas de gas natural: Catar, Australia y Estados Unidos. Esta creciente oferta ha encontrado compradores en todo el mundo. Por un lado, Europa ha incrementado su consumo, como hemos visto, por ser un combustible fósil preferido al carbón térmico. Por otro, como hemos destacado igualmente, las necesidades energéticas de países como China o India también han impulsado e impulsarán su demanda de gas natural. De hecho, se estima que China incremente el peso de este combustible

⁴⁰ Hook, L., Hodgson, C. y Pickard, J. (13 de noviembre de 2021). India and China weaken pledge to phase out coal as COP26 ends. *Financial Times*.

⁴¹ Bryce, R. (2020). *Idem*

en un 50% en su *mix* energético (crecimiento de doble dígito) y que India multiplique por dos veces y media su peso hasta 2030.⁴²

Sin embargo, los tentáculos de la agenda verde también empiezan a notarse en el mercado del gas natural. En Estados Unidos, por ejemplo, país en camino de ser el mayor exportador de gas natural licuado del mundo, el gobierno de Biden está poniendo continuas trabas a la explotación de yacimientos y al desarrollo de infraestructuras en el país, que permitan transportar y exportar el gas de lutita americano, por tratarse de un combustible fósil.⁴³ En este país, el despropósito está siendo tal, que la zona de Nueva Inglaterra cuenta con una red eléctrica que ha estado cercana a colapsar en varias ocasiones, por su negativa a desarrollar una infraestructura que le permita consumir el gas natural de la Cuenca de los Apalaches (la más prolífica del mundo y situada a solo unos pocos cientos de kilómetros de esta área). El resultado de esta política, supuestamente medioambiental, es que Nueva Inglaterra tiene que importar gas natural licuado en mercados donde compite con Europa y Asia (por tanto, pagando precios muchos más altos que en Estados Unidos) y utilizando combustible fósil para transportarlo mediante buques metaneros en el proceso.⁴⁴ El caso europeo es incluso un mayor sinsentido ya que, además de prohibir la producción de gas de lutita, Europa intenta poner freno a la construcción de terminales de importación de gas natural licuado.⁴⁵ En resumen, **Estados Unidos cuenta con ingentes reservas de gas natural que podría exportar al mundo, pero su gobierno pone problemas al desarrollo de gaseoductos y terminales de exportación. Por su parte, Europa necesita desesperadamente gas natural que no provenga de Rusia, pero no desea producirlo ni facilita su importación.**

Así mismo, igual que sucede con el carbón térmico, los mercados financieros también están jugando su papel en esta forzosa restricción de oferta. El gigante **ExxonMobil**, por ejemplo, está sufriendo una campaña activista por parte de Engine No. 1, cuyo objetivo es que la compañía transite hacia un modelo de negocio que deje una menor huella de carbono. Esta disputa ha llevado a **ExxonMobil** a replantearse la explotación de los yacimientos de gas natural de Rovuma (Mozambique) y de Ca Voi Xanh (Vietnam).⁴⁶ Ambos yacimientos son muy necesarios para satisfacer la (creciente) futura demanda global de este combustible. Otros conglomerados del sector, como **Chevron, BP o Royal Dutch**

⁴² Bernstein (20 de septiembre de 2021).

⁴³ Epstein, A. [ImproveThePlanet]. (6 de octubre de 2021). *Alex Epstein interviews natural gas CEO Toby Rice on America's strangled natural gas potential*. YouTube. <https://www.youtube.com/watch?v=kyn4bpHrB6k>

⁴⁴ Doomberg (30 de diciembre de 2021). *New England is an energy crisis waiting to happen*. *Doomberg*.

⁴⁵ Dezem, V. (30 de diciembre de 2021). *German Gas Terminal Faces Headwinds as Major Investor Steps Back*. *Bloomberg*.

⁴⁶ Matthews, C. M. y Glazer, E. (20 de octubre de 2021). *Exxon Debates Abandoning Some of Its Biggest Oil and Gas Projects*. *The Wall Street Journal*.

Shell ("Shell"), han anunciado también un cambio en su estrategia para reducir las emisiones de gases de efecto invernadero, lo que podrá implicar una menor inversión en combustibles fósiles, incluyendo el gas natural.⁴⁷

Por tanto, en el mercado del gas natural nos encontramos con una demanda creciente y boyante que puede no verse del todo satisfecha en el medio plazo, generando desequilibrios y tensiones como las que estamos viviendo actualmente, en la que, por ejemplo, a lo largo del 2021 el precio de referencia de Estados Unidos (Henry Hub) se llegó a anotar una subida del 150% (en Europa o Asia el movimiento fue mucho más dramático, por las dinámicas que hemos comentado). Por este motivo, mantenemos una inversión en el sector, a través de la compañía **Golar LNG** y, también, de **Spartan Delta** (nueva incorporación a la cartera).

EL CASO DEL PETRÓLEO

La situación del petróleo empieza también a asemejarse mucho a la que están viviendo el resto de los combustibles fósiles. Por el lado del consumo, la demanda de petróleo sigue mostrándose tozudamente resistente, pese al continuo mantra de que estamos cerca de alcanzar el pico de demanda (recordemos que, hace años, se hablaba de pico de oferta), lo que lleva a organismos como la Agencia Internacional de Energía (IEA, por sus siglas en inglés) o la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) a revisar sus estimaciones al alza, prácticamente todos los ejercicios. Sin ir más lejos, la IEA acaba de anunciar una importante mejora en sus estimaciones de demanda para 2022, a tenor del bajo impacto que la nueva variante del coronavirus está teniendo sobre las necesidades de petróleo, lo que la llevará a superar los niveles anteriores a la pandemia este ejercicio.⁴⁸

Empero, lo interesante sucede, nuevamente, en el lado de la oferta. Por un lado, al igual que sucede en el mercado del gas natural, la revolución del petróleo de esquisto americano cambió radicalmente el mapa de la producción (y la geopolítica) de este combustible fósil, llegando a situar a los Estados Unidos como principal productor del "oro negro". Sin embargo, tras varios años en los que los operadores de estos pozos primaron la producción por encima de la rentabilidad, parece que su oferta se ha tornado más inelástica, poniendo ahora el foco en la reducción de la deuda y en incrementar la retribución al accionista, limitando así sus inversiones en nueva producción.⁴⁹ Por ejemplo, el número de pozos operativos

⁴⁷ Matthews, C. M. (18 de enero de 2022). Exxon Pledges to Reduce Carbon Emissions From Operations to 'Net Zero'. *The Wall Street Journal*.

⁴⁸ Perkins, R. (19 de enero de 2022). Global oil demand to surpass pre-pandemic levels in 2022 as omicron fears subside: IEA. *S&P Global Platts*.

⁴⁹ Doomberg (12 de diciembre de 2021). There's not enough oil. *Doomberg*.

se encuentra un 40% por debajo de la cifra de 2019 (anterior a la pandemia), pese a que el precio del petróleo ha llegado a estar un 25% por encima de donde se situaba en aquellos momentos. Así mismo, como ya hemos destacado, la presión regulatoria también está jugando su papel en su búsqueda de un *mix* energético más verde para Estados Unidos.⁵⁰ De hecho, el presidente Biden ha llegado a presionar públicamente a la OPEP y a Rusia para que incrementen su producción, levantando ampollas en el sector.⁵¹ En definitiva, por un motivo o por otro, **los productores de petróleo americanos parecen requerir hoy un precio superior al promedio histórico para volver a incrementar sustancialmente su oferta**, alejándose de su papel de balanceador de mercado ("swing producer") de estos años.

Adicionalmente, como también destacamos en el caso del carbón térmico y del gas natural, las compañías petrolíferas no son ajenas a las campañas activistas que buscan una aceleración en la transición energética y en la reducción de emisiones de gases de efecto invernadero. **Shell**, por ejemplo, cuenta entre sus accionistas con **Third Point**, la entidad financiera cuyos activos gestiona Dan Loeb, el famoso inversor americano. Loeb, en una carta enviada al Consejo de la compañía (publicada en octubre del pasado año), exige que el conglomerado separe, por un lado, los negocios de gas natural licuado, renovables y marketing y, por otro, los dedicados a la extracción, refinado y operaciones químicas. Bajo este esquema, Loeb defiende que **Shell** dejará de tener potenciales conflictos de interés entre sus divisiones y podrá generar mayores retornos para sus accionistas, a la par que conseguirá reducir sus emisiones de carbono.⁵² Esta fórmula se parece mucho a la recomendada por Larry Fink (**BlackRock**) para las grandes productoras de petróleo ("super-majors"), bajo la que se crearía una especie de "banco malo" con los activos de combustibles fósiles y se trabajaría desde esa nueva entidad para su paulatina desaparición.⁵³ Con todo, al margen de estas presiones para separar sus negocios de combustibles fósiles, todas las grandes compañías del sector han reducido drásticamente sus inversiones los últimos años y las previsiones para los próximos ejercicios demuestran que este giro en su estrategia puede ser definitivo.

Por tanto, no parece que la producción de Estados Unidos de petróleo de esquisto y la de los grandes jugadores cotizados independientes vaya a reaccionar de manera significativa a unos precios elevados del petróleo. Pero ¿qué sucede con el resto de los productores de petróleo? Si bien la producción de la OPEP puede tener su propia

⁵⁰ Duesterberg, T. (13 de agosto de 2021). Biden's Plan To Outsource The U.S. Oil And Gas Industry. *Forbes*.

⁵¹ Ellyatt, H. (16 de noviembre de 2021). U.S. shale has a message for the Biden administration: Ask us to increase oil production, not OPEC. *CNBC*.

⁵² Deveau, S. y Hurst, L. (27 de octubre de 2021). Activist Investor Loeb Takes Shell Stake, Pushes to Break Up Company. *Bloomberg*.

⁵³ Tett, G., Nauman, B., Temple-West, P. y Edgecliffe-Johnson, A. (24 de febrero de 2021). BlackRock's Fink proposes a 'bad bank' model for fossil fuels. *Financial Times*.

problemática (ataques con drones, conflictos bélicos, inestabilidad política, revueltas sociales...) que la lleve a no alcanzar las cuotas deseadas, el auténtico foco de incertidumbre de medio plazo, al margen de la posible invasión de Ucrania por parte de Rusia, lo encontramos en la producción en aguas profundas, donde las tasas de declino de los pozos son muy elevadas y si las inversiones siguen deprimidas, la reapertura de la capacidad cerrada los últimos años puede resultar muy complicada y costosa.⁵⁴ Por tanto, podríamos enfrentarnos también, por este lado, a una adicional fuente de restricción futura de oferta.

Por ende, la situación de cuello de botella se está volviendo una realidad y, de hecho, algunos analistas esperan que, a finales de 2022, la demanda de petróleo supere a la capacidad de bombeo del sector (no solo a la cantidad producida), algo que no llegó a suceder, ni siquiera, en las dos Crisis del Petróleo que el mundo vivió en la década de los 70 del pasado siglo.⁵⁵

Si la demanda se mantiene en niveles altos, esto resultaría en una oferta más tensionada los próximos años, incrementando el riesgo de precios más volátiles y elevados.⁵⁶

Por ahora, como aperitivo de lo que pudiera estar por venir y apoyado por la subida de precios del carbón térmico y del gas natural, el petróleo acumula una subida superior al 55% en los últimos doce meses, lo que ha llevado a varios países, incluyendo a Estados Unidos, a liberar reservas estratégicas de petróleo sin demasiado éxito.⁵⁷

En definitiva, teniendo en cuenta todo lo expuesto, en Horos mantenemos una exposición al sector a través de la compañía de servicios **TGS**, la compañía de producción de gas y petróleo **Spartan Delta** y, de forma más residual, la empresa de plataformas petrolíferas **Shelf Drilling**.

EL CASO DEL URANIO

Como seguro bien sabe, llevamos varios años invertidos en esta temática, por lo que no vamos a repetir aquí nuestra tesis de inversión (ver **aquí**). Seguimos pensando que, pese a la negativa de muchas economías occidentales (como Alemania), que prefieren utilizar el gas natural (un combustible fósil emisor de

⁵⁴ Marcus, J. (22 de enero de 2022). Yemen rebel attack on UAE throws challenge to the region. *BBC*.

⁵⁵ Goehring & Rozencwajg: *Idem*.

⁵⁶ International Energy Agency (IEA). (Diciembre 2021). *World Energy Outlook 2021*.

⁵⁷ Puku, T. y Leary, A. (23 de noviembre de 2021). U.S. Joins With China, Other Nations in Tapping Oil Reserves. *The Wall Street Journal*.

gases de efecto invernadero) por encima de la energía nuclear, alegando la problemática en la gestión de residuos (cuando el riesgo medioambiental es mínimo), economías como China, India y países del sudeste asiático, nuevamente, van a incrementar su capacidad instalada nuclear los próximos años porque, sencillamente, es una de las mejores energías para reducir el impacto antrópico en el clima (prácticamente no emite gases de efecto invernadero) y un excelente apoyo para hacer frente a las futuras necesidades energéticas de estos países.

No se pueden tener las dos cosas. Si dicen que este [cambio climático] es apocalíptico o que es un riesgo inaceptable, y luego se dan la vuelta y descartan una de las formas más obvias de evitarlo [la energía nuclear], no sólo son inconsistentes, no están siendo sinceros.⁵⁸

Por otro lado, me gustaría destacar que la energía nuclear, frente al miedo o al desconocimiento que la acompaña, es la fuente de energía más segura del mundo, se mire como se mire. De hecho, dos de los tres accidentes que siempre se mencionan para evitarla (Three Mile Island en 1979 y Fukushima en 2011) no causaron ninguna muerte directamente atribuible a dicho suceso.⁵⁹ En cuanto a Chernóbil, hablamos de una situación en la que se juntaron una serie de factores absolutamente irrepetibles (economía desastrosa, tecnología hoy obsoleta, fallos de seguridad y de diseño de la planta, etcétera) que no deberían utilizarse hoy como argumento contra la energía nuclear.⁶⁰

Como recordatorio, en la actualidad mantenemos una exposición al sector a través del vehículo de inversión en uranio físico **Sprott Physical Uranium Trust**.

EL CASO DE LAS ENERGÍAS RENOVABLES

Dejo para el final a las energías renovables donde, al contrario que en los casos anteriores, la demanda está jugando un papel mucho más importante que la oferta, por los motivos que hemos argüido a lo largo de la carta. Ya hemos destacado cómo los mercados de capitales y las entidades financieras están presionando, con sus actuaciones, para impulsar (imponer) esta desordenada transición energética, en la que la producción de combustibles fósiles se vaya reduciendo de manera acelerada. Sin embargo, su papel no termina aquí. En el caso de las energías renovables, las presiones y los flujos van, obviamente, en la dirección opuesta. Por un lado, favoreciendo la financiación pública y privada de este tipo de

⁵⁸ Shellenberger, M. (2020): *Idem*.

⁵⁹ *Idem*.

⁶⁰ Operador Nuclear (25 de abril de 2019). Chernobyl no es un argumento válido contra la energía nuclear. *El periódico de la energía*.

proyectos (“financiación verde”). Por ejemplo, en noviembre del pasado año, el Banco Central de China anunció una financiación barata para aquellos bancos que presten dinero al desarrollo de la energía renovable.⁶¹ No es el único banco central que está actuando en este sentido. El Banco Central Europeo ha anunciado que incorporará la lucha contra el cambio climático en su política monetaria, lo que repercutirá, entre otros, en qué tipo de activos adquiere o cuáles acepta como colateral, beneficiando a aquellos que contribuyan a combatir el impacto antropogénico en el clima y viceversa.⁶²

Por otro lado, el efecto de la agenda verde también se está notando en los flujos de dinero que van entrando en aquellos vehículos y aquellas entidades que se caractericen como cumplidoras de los criterios ambientales, sociales y corporativos (ESG, por sus siglas en inglés). Sin entrar en las bondades de estas inversiones, la realidad es que cada vez más voces alertan de una posible burbuja en esta temática. Así, el Banco Internacional de Pagos (BIS) comparó en un informe del pasado año la situación actual de los activos ESG con las vividas por las acciones del sector ferrocarril en el siglo XIX o las empresas puntocom a finales del siglo XX. En sendos casos, el gran interés que despertaron estos incipientes sectores, alimentó una rápida e ingente cantidad de capital, lo que infló sus valoraciones hasta niveles insostenibles que devinieron en el inevitable pinchazo de sus burbujas.⁶³ Otros estudios posteriores, como el del Instituto de Finanzas Suizo, alertan de este mismo riesgo.⁶⁴ Por último, no deja de ser paradigmático de esta posible burbuja el hecho de que algunos de los mayores fondos pasivos (ETF) con etiqueta ESG del mundo cuenten, entre sus principales posiciones, con las grandes compañías tecnológicas americanas.⁶⁵ No dudo de las bondades de estas empresas, pero quizás uno podría esperarse encontrar otro tipo de negocios más directamente vinculados a la supuesta temática del fondo que las contiene.

Las burbujas de la inversión sostenible pueden cambiar el mundo y hundir tu cartera.⁶⁶

⁶¹ Xue, Y. (11 de noviembre de 2021). Cheap green loans funded by China’s central bank could accelerate clean, energy saving projects, analysts say. *South China Morning Post*.

⁶² Nota de prensa del Banco Central Europeo (8 de julio de 2021). *ECB presents action plan to include climate change considerations in its monetary policy strategy*.

⁶³ Bosley, C. (20 de septiembre de 2021). Green Investment Frenzy Runs Risk of Becoming a Bubble, BIS Says. *Bloomberg*.

⁶⁴ Lee, J. (28 de octubre de 2021). Trillion-Dollar ESG Boom Rings Bubble-Trouble Alarm in New Study. *Bloomberg*.

⁶⁵ Ballentine, C. (14 de abril de 2021). BlackRock’s Record-Breaking ESG Fund Looks Just Like a Big Tech ETF. *Bloomberg*.

⁶⁶ Mackintosh, J. (25 de enero de 2022). Sustainable Investing Bubbles Can Change the World—and Sink Your Portfolio. *The Wall Street Journal*.

Aunque hemos centrado el análisis de las energías renovables en el lado de la demanda, tampoco podemos obviar algunos problemas que el sector puede sufrir por el lado de la oferta. En primer lugar, los cuellos de botella y la inflación de costes (materias primas) que sufren todas las industrias, también la están padeciendo los fabricantes de turbinas eólicas y parques solares, estrechando sus márgenes operativos.⁶⁷ Esto terminará traducéndose en mayores precios de venta o menor despliegue de estas instalaciones. En segundo lugar, no podemos obviar los riesgos geopolíticos que afectan a la producción de las llamadas tierras raras, necesarias, entre otras muchas aplicaciones, para la producción de turbinas eólicas, paneles solares o vehículos eléctricos. En estos momentos, el grueso de la producción de tierras raras se da en China, con lo que el mundo entero (salvo cambios regulatorios que primen la producción de estas tierras raras en otras geografías, por encima de su impacto medioambiental) se encuentra a expensas de la oferta proveniente del gigante asiático.⁶⁸ Desde luego, un riesgo nada despreciable.

¿Quiere decir esto que las energías renovables pertenecen a un sector no invertible para Horos? Ni mucho menos. Sencillamente, al igual que sucede con el resto de los sectores cotizados, invertiremos exclusivamente en aquellas compañías que cumplan nuestros criterios de inversión. En el caso de las compañías renovables, nos parece que, en muchos casos, el mercado está siendo excesivamente complaciente con sus valoraciones, pagando múltiplos muy elevados por proyectos alejados en el tiempo y, por tanto, aún por desarrollar. No es el caso de la compañía española **Greenalia**, donde mantenemos una inversión, más o menos estable, desde los inicios de Horos. Tampoco el caso de **Elecnor**, compañía que nos da exposición a esta temática a través de su filial Enerfín (generación de energía eólica y fotovoltaica). Por otro lado, compañías como la minera de cobre **Atalaya Mining** ("Atalaya") o la empresa fabricante de carrocerías y chasis **Gestamp**, por citar dos ejemplos, son otra manera muy atractiva de invertir en esta transición energética. La primera de ellas, **Atalaya**, se ve beneficiada por las fuertes necesidades, presentes y futuras, de cobre de las energías renovables. Por su parte, **Gestamp** se encuentra muy bien posicionada para el crecimiento esperado del parque de vehículos eléctricos.

⁶⁷ Milne, R. (26 de enero de 2022). Vestas warns of further turbulence for wind turbine makers. *Financial Times*.

⁶⁸ Para profundizar sobre la geología y la industria de las tierras raras, recomendamos Bustillo Revuelta, M. y Ruiz Sánchez-Porro, J. (2019). *Tierras raras: geología, producción, aplicaciones y reciclado*. Fueyo Editores.

La gran olvidada ha regresado

Ten cuidado con lo que deseas, no vaya a ser que se haga realidad.

—Esopo

Antes de pasar a los movimientos más relevantes de nuestra cartera en el pasado trimestre, me parece muy relevante terminar esta primera parte de la presente carta, destacando cómo esta transición energética, alimentada por cuantiosos estímulos monetarios y fiscales, ha desencadenado una inflación no vista en décadas en muchas economías. Lo que inicialmente se etiquetaba como "transitorio", ahora se cataloga como "frustrante" y "persistente".⁶⁹ El temor a un enquistamiento de la inflación en la economía ha llevado a la Reserva Federal de Estados Unidos a terminar con el mayor periodo de expansión monetaria que ha existido, iniciando este 2022 un endurecimiento en su política monetaria. En concreto, el mercado descuenta cuatro subidas de tipos de interés de 25 puntos básicos cada uno para este ejercicio, aunque algunos analistas no descartan mayores subidas.⁷⁰

En Europa, el descontrol de los precios no es mucho más benigno. Sirva de dato que el alza interanual (diciembre de 2021) del índice de precios industriales de España es del 35,9% y el de Alemania del 24,2%. Pese a ello, el Banco Central Europeo descarta una subida de tipos este 2022 y confía en que la inflación se vaya corrigiendo, según se normalicen los cuellos de botella que muchas industrias están sufriendo tras la pandemia.⁷¹ Sin embargo, economistas de renombre, como el alemán Hans-Werner Sinn, defienden que el BCE terminará capitulando y subiendo los tipos de interés, ya que esta inflación puede durar mucho más de lo esperado.⁷² ¿Los motivos? Por un lado, Sinn alerta de que los precios soportados por las etapas intermedias de la cadena de producción terminarán impactando, de alguna manera, a los precios soportados por el consumidor de los productos finales. Por otro lado, la reducción del poder adquisitivo de los ciudadanos los llevará a reclamar subidas salariales que compensen esta inflación, lo que podrá desatar la temida espiral de precios y salarios, tan difícil de contener para un banco central. Adicionalmente, Sinn avisa sobre el encarecimiento de precios que puede causar la transición energética, al sustituir los (baratos) combustibles fósiles por un *mix*

⁶⁹ Cox, J. (29 de septiembre de 2021). Fed Chair Powell calls inflation 'frustrating' and sees it running into next year. *CNBC*.

⁷⁰ Abraham, T. (24 de enero de 2022). US Fed may raise rates more than 4 times this year due to inflation: Goldman Sachs. *CNBC TV18*.

⁷¹ Coniam, M. (22 de enero de 2022). ECB's Makhoul Sees Inflation Slowing, No Rate Hike in 2022. *Bloomberg*.

⁷² Sinn, H-W. (29 de noviembre de 2021). El fin del dinero gratis. *Project Syndicate*; Juan Ramón Rallo (7 de diciembre de 2021). *¿El fin de la era del dinero gratuito?* YouTube.

https://www.youtube.com/watch?v=5R_eCZir3oA

menos eficiente, como estamos viendo en la actualidad y hemos explicado en estas páginas. De hecho, algunos miembros del propio BCE ya alertan de que la inflación verde ("greenflation") es muy real y no va a ser transitoria.⁷³ En definitiva, y dado que el BCE tiene como único mandato legal la contención de la inflación (a diferencia del mandato dual de la Reserva Federal), no podemos descartar una subida de tipos de interés en Europa mucho antes de lo que esta entidad desea.

No hace falta demasiada imaginación para ver cómo Europa podría terminar de nuevo en un contexto de inflación persistente como el de los años 70.⁷⁴

¿Qué desencadenará esta subida de tipos de los bancos centrales? Es imposible de saber. Lo que sí está claro es que si la renta fija gubernamental de países como Estados Unidos, activo sin riesgo por antonomasia, empieza a arrojar rentabilidades más elevadas, el flujo que huyó de estos activos los últimos años en búsqueda de otros más atractivos (como empresas de calidad) puede revertirse. Por último, está por ver el impacto que tiene en la percepción que tiene la sociedad de las energías renovables (y de los combustibles fósiles) si la subida del precio de la electricidad se mantiene elevada y errática, como muchos nos tememos. Frente a todo ello, trataremos de protegernos invirtiendo nuestras carteras en aquellas compañías que puedan verse beneficiadas (o, al menos, no perjudicadas) por estas dinámicas inflacionistas que se nos pueden presentar los próximos ejercicios.

Movimientos más destacados

Para tener éxito en la inversión no necesitas acciones que estén de moda o mercados alcistas.

— John Neff

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

HOROS VALUE INTERNACIONAL

Reducciones/salidas:

MATERIAS PRIMAS (26,5%)

Posiciones comentadas: Teekay LNG (vendida) y Yellow Cake (vendida)

⁷³ Blas, J. (10 de enero de 2022). Greenflation Is Very Real and, Sorry, It's Not Transitory. *Bloomberg*.

⁷⁴ Sinn, H-W. (29 de noviembre de 2021). *Idem*.

Este trimestre hemos vendido toda nuestra posición en las compañías **Teekay LNG** y **Yellow Cake**. Sobre la primera, ya comentamos en la pasada carta que habíamos aprovechado la OPA lanzada por Stonepeak para liquidar nuestra inversión. En cuanto a **Yellow Cake**, el cambio se debe únicamente a una sustitución de esta inversión por un mayor peso en **Sprott Physical Uranium Trust**, el otro vehículo de inversión en uranio físico que tenemos en cartera. ¿El motivo? A igualdad de potencial, preferimos primar la mayor liquidez del vehículo de **Sprott**. Adicionalmente, el modelo de ampliación de capital para comprar uranio de **Sprott** (a mercado) nos parece mucho más adecuado para la generación de valor (o su no destrucción) que el utilizado por **Yellow Cake**, por lo que exigiremos un mayor descuento a esta última para volver a invertir en ella.

OTROS

Posiciones comentadas: MBIA (vendida), Kaisa Prosperity (3,4%) y Power REIT (2,3%)

Hemos desinvertido toda nuestra posición en **MBIA** tras su buen comportamiento en el periodo. Aunque pensamos que aún tiene potencial de revalorización y creemos que el movimiento corporativo terminará llegando (el propio equipo directivo así lo quiere), el tiempo va jugando en contra de sus accionistas, por lo que exigimos un mayor margen de seguridad a esta inversión. Por su parte, hemos reducido nuestro peso en las compañías **Kaisa Prosperity** y **Power REIT**. En el caso de la primera de ellas, aunque hemos aprovechado para incrementar nuestra inversión con las fuertes caídas de su cotización, su peor comportamiento relativo ha hecho que se reduzca el peso que mantenemos en la compañía. Adicionalmente, hemos aprovechado el desplome del sector de los servicios inmobiliarios de China para diversificar nuestra exposición, como veremos después, a través de la compañía **Aoyuan Healthy Life Group**. En cuanto a **Power REIT**, hemos reducido algo nuestra inversión tras la excelente marcha bursátil de la compañía dueña de invernaderos para el cultivo del cannabis.

Incrementos/entradas:

MATERIAS PRIMAS (26,5%)

Posiciones comentadas: Sprott Physical Uranium Trust (5,4%), Ramaco Resources (2,5%), Geo Energy Resources (1,8%) y Spartan Delta (1,8%)

Horos Value Internacional tiene dos nuevos nombres en la temática de materias primas. Por un lado, hemos iniciado una posición en **Geo Energy Resources** ("Geo Energy"). Ya he resumido en la primera parte de esta carta las dinámicas del

carbón térmico, por lo que me limitaré a describir los puntos de las tesis de inversión directamente atribuibles a la compañía. **Geo Energy** cotiza y tiene su sede en Singapur, dedicándose a la explotación de tres concesiones mineras a cielo abierto de carbón térmico en Indonesia. Adicionalmente, la compañía cuenta con un proyecto sin desarrollar. Una de las bondades de **Geo Energy** radica en contar con unos fundadores y un Consejo totalmente alineados con el resto de los accionistas, al controlar c. 44% del accionariado. Esto se ha traducido en una gestión de capital que ha generado enorme valor para sus accionistas los últimos dos años, aprovechando las tensiones financieras del sector para recomprar su deuda con un elevado descuento.

A nivel operativo, **Geo Energy** produce, principalmente, carbón con bajo contenido en azufre, lo que lo convierte en muy atractivo para su principal mercado (China). Así mismo, la compañía destaca por ser un productor de bajo coste que, además, cuenta con una parte de sus costes indexados al precio del carbón, lo que ha permitido a **Geo Energy** defender sus márgenes en entornos de mercado de precios bajos. Por todo ello, pese a asumir unos precios de venta normalizados muy inferiores a los actuales y los riesgos inherentes a una jurisdicción como la de Indonesia (con limitaciones, por ejemplo, a la exportación y la imposición de precios máximos de venta a nivel doméstico), pensamos que **Geo Energy** es una excelente manera de tener exposición al sector del carbón térmico.

Por otro lado, el otro nombre que se incorpora a nuestra cartera es **Spartan Delta**. Al igual que con **Geo Energy**, centraremos el comentario en los puntos más destacables de la compañía, ya que hemos explicado en profundidad la situación actual del mercado del petróleo y del gas (antes de continuar, aprovecho para agradecer a José Ruiz de Alda, gestor de CIMA Capital, por presentarnos esta idea de inversión).⁷⁵ **Spartan Delta** surge a finales de 2019, tras la recapitalización que dio entrada en la entidad al actual equipo directivo (hoy controlan el 10% del accionariado). Este equipo, liderado por Richard McHardy y Fotis Kalantzis, cuenta con una dilatada experiencia en operaciones dentro del sector del petróleo y del gas, generando fuertes rentabilidades a sus accionistas mediante la adquisición de activos, en términos muy atractivos, para su posterior venta (véanse los tres casos anteriores de Spartan Exploration, Spartan Oil y Spartan Energy).

En esta cuarta aventura de este equipo directivo, la fórmula sigue siendo la misma. Así, a lo largo de 2020 y 2021, **Spartan Delta** ha realizado varias adquisiciones transformacionales, haciéndose con activos de petróleo y gas natural, en varias

⁷⁵ Muy recomendable el resumen de su tesis de inversión en la compañía para MOI Global: CIMA Capital (13 de enero de 2022). CIMA Capital Tesis de inversión en Spartan. YouTube <https://www.youtube.com/watch?v=CUYJQB-ON4s> (ver [aquí](#)).

ocasiones pertenecientes a vendedores forzados, localizados en las formaciones de Deep Basin Alberta y Montney (Canadá), áreas de especialidad del "equipo Spartan". Tras estos movimientos, la compañía espera producir 84.000 barriles de petróleo equivalentes diarios en 2024, desde los 225 que producía en 2019, lo que da muestra de la profunda transformación vivida por la compañía. Con todo, siendo conservadores con nuestras estimaciones para el precio futuro del petróleo y del gas natural, pensamos que la compañía arroja un atractivo potencial de revalorización, con posibles sorpresas positivas a futuro, derivadas de ir de la mano de McHardy y Kalantzis.

Por último, con respecto a los incrementos de peso más destacables, ya comentamos la sustitución de **Yellow Cake** por una mayor inversión en el vehículo de uranio de **Sprott**. Por su parte, hemos aprovechado las correcciones que vivió **Ramaco Resources**, tras su excelente comportamiento previo, para aumentar nuestra exposición a esta compañía americana productora de carbón metalúrgico. Este es un ejemplo claro de cómo podemos aportar mayor rentabilidad a nuestros fondos de inversión con el rebalanceo de nuestras posiciones (en función de su comportamiento y, por tanto, de su potencial relativo frente al resto de la cartera). **Ramaco Resources** multiplicó por varias veces su cotización desde nuestra inversión inicial, por lo que fuimos vendiendo acciones conforme su potencial de revalorización iba menguando hasta salir completamente del valor. Posteriormente, a lo largo de este último trimestre, hemos realizado la operación contraria, aprovechando su peor comportamiento bursátil y volviendo así a invertir en la compañía.

OTROS

Posiciones comentadas: Millenium Investment and Acquisition (1,9%) y Aoyuan Healthy Life Group (1,6%)

La tercera incorporación a la cartera del fondo, como adelantábamos hace un momento, corresponde a **Aoyuan Healthy Life Group** ("Aoyuan Healthy"). Se trata de una compañía china, cotizada en Hong Kong, de servicios inmobiliarios a clientes residenciales y no residenciales, así como de servicios operativos a centros comerciales. En concreto, **Aoyuan Healthy** cuenta con cuatro divisiones: servicios a la gestión de propiedades, servicios de ingeniería inteligente, servicios de salud y bienestar general y servicios operativos a centros comerciales. Al igual que sucede con **Kaisa Prosperity**, de la que somos también accionistas, y con la mayoría de los jugadores del sector, **Aoyuan Healthy** salió a cotizar a bolsa recientemente (2019) y, desde ese momento, ha realizado continuas adquisiciones para incrementar su escala, ganar exposición a negocios donde ven mayor potencial futuro y reducir la

dependencia de su matriz (la promotora inmobiliaria **Aoyuan Group**). También, como el resto del sector, la compañía ha vivido un auténtico calvario bursátil los últimos meses, generado por la huida masiva de inversores de todo lo que pueda estar relacionado con el sector inmobiliario de China, lo que ha dejado a **Aoyuan Healthy, Kaisa Prosperity** y otras entidades, cotizando a valoraciones aparentemente irrisorias.

Dicho esto, hay que tener claro que, al menos a medio plazo, podemos descartar una fuerte recuperación en el crecimiento de negocio que estas compañías de servicios estaban presentando, dada la precaria situación del sector promotor y, por ende, de sus matrices. Así mismo, es más que probable que estas entidades de servicios sean utilizadas para mejorar la liquidez (y solvencia) de sus matrices, con lo que buscarán su venta (a precios que pueden no ser atractivos) o, incluso, tratarán de exprimir las para obtener efectivo (operaciones vinculadas, tensionamiento en el fondo de maniobra, etcétera). Pese a todo, asumiendo un impacto de estos escenarios más negativos, las valoraciones nos parecen excesivamente atractivas para poder ignorarlas, por lo que hemos decidido incorporar a **Aoyuan Healthy** a nuestra cartera.

En el caso de **Millenium Investment and Acquisition**, hemos continuado construyendo nuestra posición en la compañía, iniciada a finales del tercer trimestre de 2021.

HOROS VALUE IBERIA

Reducciones/salidas:

OTROS

Posiciones comentadas: **Sonae** (4,9%) y **Renta Corporación** (3,9%)

La reducción de nuestra inversión en **Sonae** responde únicamente a la buena evolución bursátil de la compañía. La excelente marcha de su negocio de distribución **Sonae MC**, así como los movimientos corporativos y otras decisiones operativas tomadas por el equipo que lidera **Claudia Azevedo**, están contribuyendo a destapar el valor de este holding, reduciendo paulatinamente su potencial de revalorización.

En cuanto a **Renta Corporación**, el peso de nuestra inversión se ha minorado por el peor comportamiento relativo de la acción en relación con el resto de la cartera y ocasionado por unas peores previsiones para su negocio. Aunque hemos reducido, en consecuencia, nuestra valoración de la compañía, pensamos el margen de

seguridad de esta inversión sigue siendo muy elevado, por lo que mantenemos un peso relevante invertido en ella.

Incrementos/entradas:

OTROS

Posiciones comentadas: Atalaya Mining (4,8%), Aperam (3,2%) y The Navigator Company (2,0%)

Atalaya Mining ha vivido un excelente comportamiento bursátil que ha llevado su cotización a presentar una mejor evolución relativa que el resto de nuestra cartera, incrementándose así nuestra exposición a esta compañía. Esta evolución responde a la excelente marcha operativa de la compañía y los persistentes precios elevados del cobre, lo que nos ha animado a incrementar nuestra valoración de la misma. A destacar el reciente anuncio de la minera de invertir 12 millones de euros en una primera fase de desarrollo de su nueva planta industrial en Riotinto, en la que probarán la tecnología E-LIX (desarrollada por Lain Technologies) para la producción de metales de alto valor añadido a partir de concentrados mixtos de sulfuros primarios de cobre y de zinc.

En cuanto a **Aperam** y **The Navigator Company**, hemos aprovechado momentos de debilidad de su cotización para incrementar el peso en dos compañías que están viviendo un momento de rentabilidad (y generación de caja) excepcional, lo que ha contribuido a que elevemos nuestra valoración en ambas compañías.

Actualidad

En cuanto a la actualidad más relevante de Horos, este pasado trimestre celebramos nuestra **III Conferencia Anual de Inversores**, en la que profundizamos sobre la marcha de los fondos, comentamos los focos actuales de incertidumbre de los mercados, explicamos cómo tratamos de aportar valor con nuestras decisiones de gestión y presentamos nuestra tesis de inversión en la compañía alemana fabricante de automóviles BMW. Adicionalmente, respondimos a las preguntas que nos llegaron a través de los canales habituales de comunicación (ver [aquí](#)).

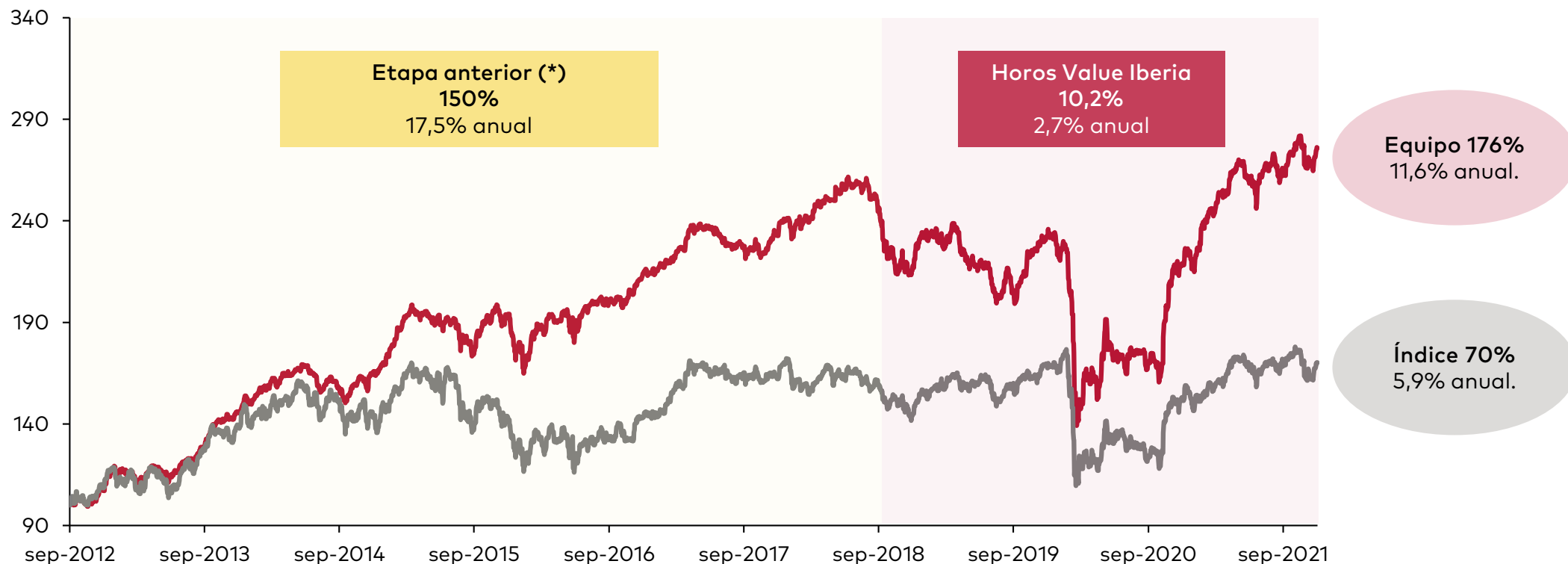
Por otro lado, el periódico **El Economista** entrevistó recientemente al equipo gestor de Horos, tras finalizar nuestro fondo Horos Value Iberia en primera posición de la "**Liga de la gestión activa**" de este medio (ver [aquí](#)). Me gustaría también

compartir las entrevistas realizadas a Alejandro y Miguel por el equipo de **El Bazar de la Bolsa** (ver [aquí](#)), a Alejandro por **El nuevo lunes** (ver [aquí](#)) y a nuestro consejero delegado, José María Concejo, por **Capital Radio** (ver [aquí](#)).

Por último, tuve el placer de participar en el evento **XTB Opportunities**, en el que presenté nuestra tesis de inversión en Power REIT (ver [aquí](#)), así como en el canal de podcast **Alfa Positivo**, de Sergio Falla, en el que hablamos de "La inversión a través del ciclo de capital" (ver [aquí](#)).

Rentabilidades

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



Los datos engloban el periodo 30 de septiembre de 2012 a 31 de diciembre de 2021.

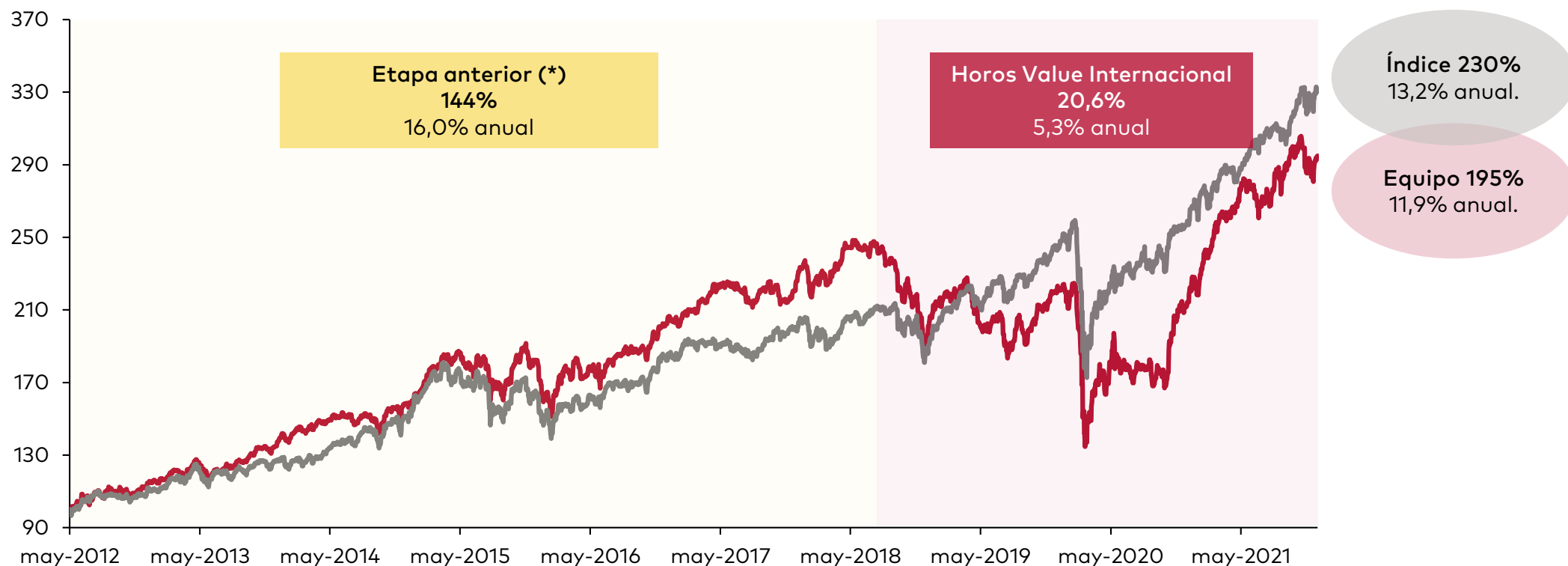
Las rentabilidades "etapa anterior" corresponden a las obtenidas por el equipo gestor de Horos en su etapa profesional previa, en la que trabajaban en otra gestora de fondos de inversión diferente. Esta "etapa anterior" engloba el periodo que va desde el 30 de septiembre de 2012, hasta el 22 de mayo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

Rentabilidades

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



Los datos engloban el periodo 31 de mayo de 2012 a 31 de diciembre de 2021.

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

Top 10 posiciones
Horos Value Iberia

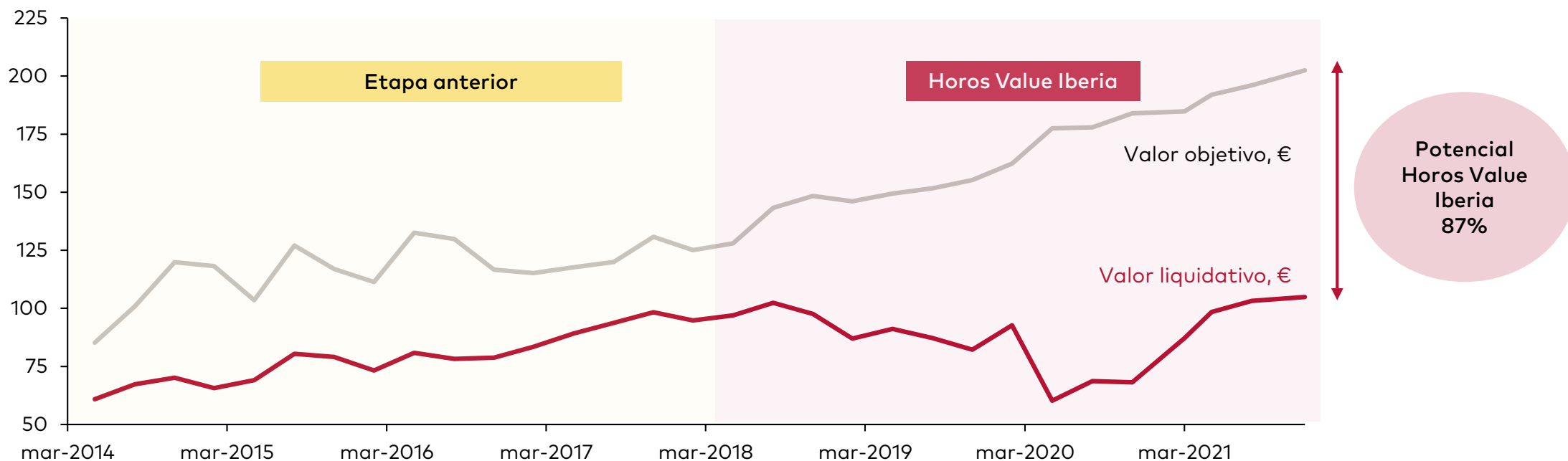
Posición	Peso	Sector
Semapa	7,0%	Financiero
Horos Value Internacional	6,6%	Financiero
Merlin Properties	6,3%	Inmobiliario y construcción
Catalana Occidente	5,1%	Financiero
Sonae SGPS	4,9%	Distribución
Gestamp	4,8%	Industrial
Atalaya Mining	4,8%	Materias primas
Iberpapel	4,4%	Industrial
Elecnor	4,4%	Ingeniería
Talgo	4,1%	Ingeniería

Top 10 posiciones
Horos Value Internacional

Posición	Peso	Sector
Sprott Physical Uranium Trust	5,4%	Materias primas
Aercap Holdings	5,2%	Financiero
Semapa	4,2%	Financiero
Sonae SGPS	3,7%	Distribución
Fairfax India	3,7%	Financiero
Teekay Corp.	3,6%	Petróleo y gas
Catalana Occidente	3,4%	Financiero
Kaisa Prosperity Holdings	3,4%	Inmobiliario y construcción
Sun Hung Kai And Co	3,3%	Financiero
BMW	3,0%	Consumo cíclico

Valor objetivo

Valores objetivos/liquidativos del equipo gestor



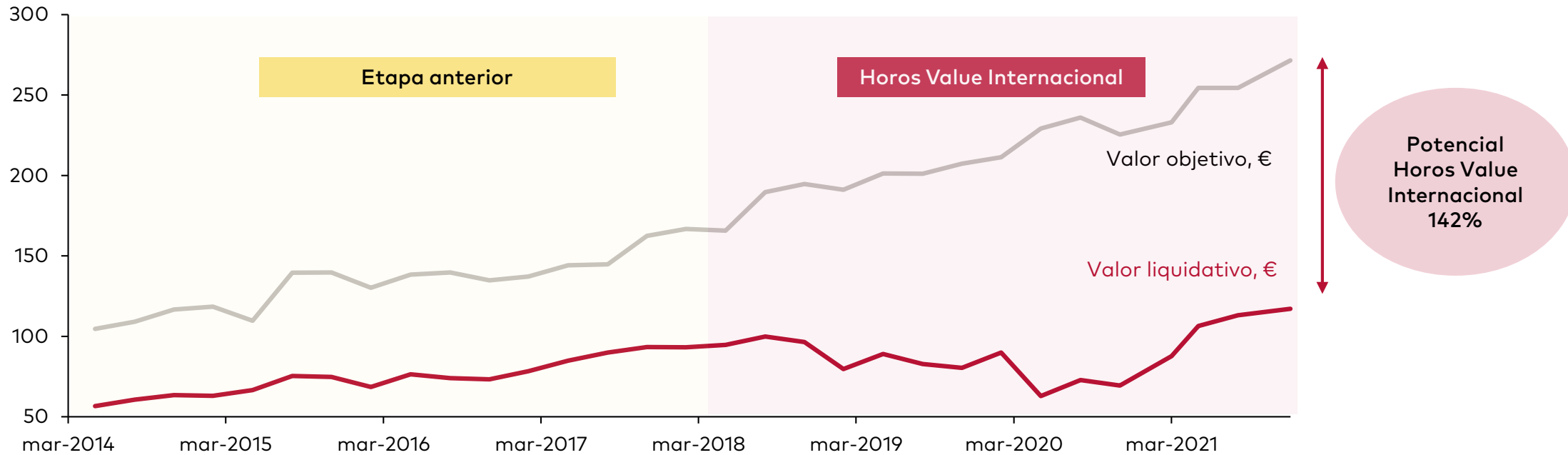
Los datos engloban el periodo 31 de marzo de 2014 a 31 de diciembre de 2021.

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 diciembre de 2021.

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.