

RENDIMIENTOS DEL CAPITAL

La inversión a lo largo del ciclo del capital:
informes de un gestor de fondos (2002-2015)

Editado por

EDWARD
CHANCELLOR

Prólogo a la edición española de

JAVIER RIBAS

Cofundador y director de Vadevalor



DEUSTO

Rendimientos del capital

La inversión a lo largo del ciclo del capital:
informes de un gestor de fondos (2002-2015)

Edición e introducción de
EDWARD CHANCELLOR

Traducción de Cristina de Olano



EDICIONES DEUSTO

Título original: *Capital Returns*

© Marathan Asset Management LLP 2016

© Intoduction Edward Chancellor 2016

Esta edición se ha traducido y publicado por acuerdo con Springer Nature Limited.
Springer Nature Limited no se hace responsable de la exactitud de la traducción.

© de la traducción: Cristina de Olano, 2020

Value School agradece especialmente la contribución de las siguientes personas a la edición de esta obra: Nicolás Albert, Joaquín Aranzábal y Mercedes Catalá, Carmen Bouzas, Francisco Cano, Federico Castro Rial-Schuler, Mario Esteban Martínez, Carlos Galán, José Luis Gómez Corchero, Joaquín Grech, Pablo Martínez Bernal, Miguel Ángel Martín, Antonio Ortega, Javier Placer, Buy & Hold Capital, y Cluster Family Office

© Editorial Planeta, S.A., 2020

© de esta edición: Centro de Libros PAPF, SLU. / Value School, 2020

Deusto es un sello editorial de Centro de Libros PAPF, SLU.

Av. Diagonal, 662-664

08034 Barcelona

www.planetadelibros.com

ISBN: 978-84-234-3187-8

Depósito legal: B. 15.140-2020

Primera edición: octubre de 2020

Preimpresión: pleka, sl

Impreso por Romanyà Valls, S. A.

Impreso en España - *Printed in Spain*

El papel utilizado para la impresión de este libro está calificado como **papel ecológico** y procede de bosques gestionados de manera **sostenible**.

No se permite la reproducción total o parcial de este libro, ni su incorporación a un sistema informático, ni su transmisión en cualquier forma o por cualquier medio, sea éste electrónico, mecánico, por fotocopia, por grabación u otros métodos, sin el permiso previo y por escrito del editor. La infracción de los derechos mencionados puede ser constitutiva de delito contra la propiedad intelectual (Art. 270 y siguientes del Código Penal).

Diríjase a CEDRO (Centro Español de Derechos Reprográficos) si necesita fotocopiar o escanear algún fragmento de esta obra. Puede contactar con CEDRO a través de la web www.conlicencia.com o por teléfono en el 91 702 19 70 / 93 272 04 47.

Sumario

Listado de gráficos, ilustraciones y tablas	11
Prólogo a la edición española	13
Prólogo	17
Prefacio	21
Introducción	23
Un ciclo del capital estilizado	24
Ciclos de capital recientes	28
El superciclo de las <i>commodities</i>	31
La anomalía del ciclo del capital	34
Reversión a la media	36
Explicaciones para la anomalía del ciclo del capital	38
Exceso de confianza	39
Negligencia competitiva	39
Visión interna	41
Extrapolación	42
Incentivos sesgados	44
El dilema del prisionero	45
Límites al arbitraje	46
Fundamentos del análisis del ciclo del capital	47
Es mejor centrarse en la oferta que en la demanda	47
Analiza las condiciones competitivas de una industria	48

A riesgo de la banca de inversión	49
Seleccionando a los gerentes empresariales adecuados	50
Los generalistas son los mejores analistas del ciclo del capital	51
Adopta un enfoque a largo plazo	51
Fallos en el ciclo del capital	52
Los principios del análisis del ciclo del capital	52
Un breve resumen del libro	53

PARTE I

LA FILOSOFÍA DE INVERSIÓN

1. La revolución del ciclo del capital	59
1.1 La evolución de la cooperación (febrero de 2004)	60
1.2 La filosofía del bacalao (agosto de 2004)	63
1.3 Esta vez no es diferente (mayo de 2006)	68
1.4 Problemas del superciclo (mayo de 2011)	72
1.5 La cerveza no es moco de pavo (febrero de 2010)	77
1.6 Cenit del petróleo (febrero de 2012)	81
1.7 Principales preocupaciones (marzo de 2014)	86
1.8 Una revolución en el ciclo del capital (marzo de 2014)	89
1.9 La paradoja del crecimiento (septiembre de 2014)	94
2. El valor del crecimiento	99
2.1 Señales de aviso (septiembre de 2002)	100
2.2 La jugada a largo plazo (marzo de 2003)	104
2.3 Agentes dobles (junio de 2004)	108
2.4 Fosos digitales (agosto de 2007)	112
2.5 Tiempo de calidad (agosto de 2011)	115
2.6 Escapando del ciclo de los semiconductores (febrero de 2013)	118
2.7 El valor del crecimiento (agosto de 2013)	123
2.8 Control de calidad (mayo de 2014)	126
2.9 Sin llamar la atención (febrero de 2015)	130
3. Asuntos de gestión	135
3.1 Momento para la reflexión (septiembre de 2003)	136
3.2 Traspies cíclicos (agosto de 2010)	141
3.3 Un asignador de capitales (septiembre de 2010)	145

3.4 Estrellas del norte (marzo de 2011)	149
3.5 Derecho de voto en la retribución (febrero de 2012)	154
3.6 Familias felices (marzo de 2012)	158
3.7 El ingenio y la sabiduría de Johann Rupert (junio de 2013)	165
3.8 El encuentro de las mentes (junio de 2014)	169
3.9 Amantes de la cultura (febrero de 2015)	174

PARTE II

GRANDES ALTIBAJOS

4. Accidentes previsibles	181
4.1 Accidentes previsibles: las reuniones con Anglo Irish Bank (2002–2006)	182
4.2 El banco de los constructores (mayo de 2004)	196
4.3 Destitución (noviembre de 2002)	201
4.4 Incentivos del capital privado (diciembre de 2004)	205
4.5 Creando burbujas (mayo de 2006)	211
4.6 Pasa la pelota (febrero de 2007)	217
4.7 La fiesta de las propiedades (febrero de 2007)	221
4.8 <i>Conduit street</i> (agosto de 2007)	225
4.9 Contra las rocas (septiembre de 2007)	230
4.10 Los siete pecados capitales (noviembre de 2009)	233
5. Los muertos vivientes	241
5.1 Derecho a comprar (noviembre de 2008)	242
5.2 Deconstrucción española (noviembre de 2010)	246
5.3 Los cerdos (PIIGS) sí pueden volar (noviembre de 2011) .	250
5.4 Bancos arruinados (septiembre de 2012)	255
5.5 Tinieblas (noviembre de 2012)	258
5.6 Pena capital (marzo de 2013)	262
5.7 Muertos vivientes (noviembre de 2013)	265
5.8 Tranquílcese, señor Piketty (agosto de 2014)	269
6. El síndrome de China	275
6.1 Trucos orientales (febrero de 2003)	276
6.2 Maquillaje para deslumbrar (noviembre de 2003)	280
6.3 Juego de créditos (marzo de 2005)	285
6.4 Lo que la verdad esconde (febrero de 2014)	288

6.5	Trampas de valor (septiembre de 2014)	293
6.6	Que gane el mejor (mayo de 2015)	297
7.	Dentro de la mente de Wall Street	301
7.1	Una queja (diciembre de 2003)	303
7.2	Fiesta privada (diciembre de 2005)	307
7.3	Espíritu navideño (diciembre de 2008)	312
7.4	Antiguo jefe de Greedspin huye de China (diciembre de 2010)	315
7.5	Ocupemos el Bundestag (diciembre de 2011)	319
7.6	¡Felices fiestas! (diciembre de 2012)	324
7.7	Almuerzo con <i>GIR</i> (diciembre de 2013)	329

La revolución del ciclo del capital

Los siguientes ensayos describen el funcionamiento del ciclo del capital en diversas industrias, desde la pesca del bacalao hasta las multinacionales cerveceras, pasando por los fabricantes de turbinas eólicas. El tema que tienen en común es la importancia de entender cómo la competencia —o el lado de la oferta— evoluciona con el tiempo y su papel a la hora de determinar el rendimiento sobre el capital de una industria y de una empresa en particular. Además, en algunos de estos ensayos se pone de manifiesto la maligna influencia de la regulación y el efecto potencialmente desestabilizador de la tecnología sobre el ciclo del capital de una determinada industria. Entender el ciclo del capital nos ayuda a identificar y a evitar burbujas especulativas. Con demasiada frecuencia, un rendimiento elevado atrae capital, lo que genera unos niveles de competencia y de inversión exacerbados. En los últimos años, por ejemplo, se ha producido una enorme explosión de las inversiones de capital en el campo de la extracción de recursos. Cuatro de los artículos que siguen a continuación ponen de relieve los peligros que el incremento del nivel de inversión en el sector minero, del gas y del petróleo en la última década han generado a los accionistas.

1.1 La evolución de la cooperación (febrero de 2004)

La inestabilidad en una industria puede crear las condiciones para que los rendimientos futuros mejoren

En la década de 1980, Robert Axelrod, politólogo estadounidense y autor de *La evolución de la cooperación* (Alianza Editorial, 1996), invitó a expertos en la teoría de juegos a participar en repetidas partidas para resolver el problema más famoso dentro de su campo: el juego del dilema del prisionero.³⁹ Axelrod descubrió que la política del «ojo por ojo», o de la reciprocidad, era la estrategia más exitosa a largo plazo. Destacó un ejemplo intrigante del «ojo por ojo» sucedido en las trincheras durante la Primera Guerra Mundial. Cuando los ejércitos se apostaban uno enfrente del otro durante mucho tiempo, una especie de tregua tácita se materializaba de manera espontánea entre las tropas británicas y germanas. Si alguna de las partes incumplía el convenio, la parte afectada se cobraba su venganza, después de lo cual la tregua se retomaba.

Desde la perspectiva de un inversor, es crucial que haya una colaboración similar en las industrias básicas para crear valor al accionista. El truco está en identificar las condiciones en las que una actitud colaboradora pueda existir o pueda evolucionar, a la vez que se evitan las industrias en las que es bastante improbable que algo así suceda. Para los inversores contrarios, el que una industria haya registrado históricamente un bajo nivel de rentabilidad puede llegar a representar una oportunidad, ya que es

39. El «dilema del prisionero» habla de dos prisioneros, alejados el uno del otro, a los que, de forma separada, se les ofrece una serie de incentivos para delatarse mutuamente. Si uno delata al otro y ese otro se queda callado, el chivato es liberado y el que ha permanecido en silencio recibe un duro castigo. Si los dos prisioneros se delatan mutuamente, ambos son duramente castigados. Si los dos prisioneros se quedan callados, ambos reciben una sanción menor. La solución racional si sólo se juega una partida es que los dos prisioneros se traicionen entre sí. Si se juega repetidas veces, la exitosa estrategia del «ojo por ojo» evoluciona a otra en la que las traiciones son provocadas por la sed de venganza.

más probable que se produzca un comportamiento colaborador si las empresas se ven obligadas a sanear sus balances. Hyman Minsky, economista estadounidense y autor del libro *Stabilizing an Unstable Economy*, observó que la estabilidad financiera es desestabilizadora, ya que fomenta todo tipo de comportamientos exagerados. Dicho lo cual, la inestabilidad puede, desde el punto de vista del ciclo del capital, crear las condiciones necesarias para generar estabilidad.

Para nosotros, la oportunidad ideal del ciclo del capital ha sido con frecuencia aquella en la que un pequeño número de grandes actores evolucionan a partir de una situación de exceso de competencia y logran imponer lo que, de manera eufemística, se conoce como «disciplina de precios». Es importante contar con un número reducido de actores, ya que la represalia (en forma de recorte en los precios) suele ser un arma más poderosa en posesión de un fijador de precios dominante, aunque también son necesarias barreras de entrada para impedir la aparición de oportunistas que quieran aprovecharse de los precios sombra.

Algunas de las industrias que han evolucionado a situaciones de oligopolio poseen un ciclo del capital potencialmente favorable, y, sin embargo, continúan rindiendo por debajo de lo esperado. En parte, esto es debido a que el «ojo por ojo» sólo funciona cuando la estrategia se puede distinguir adecuadamente. Por ejemplo, en el sector automovilístico hay demasiado jaleo en la batalla competitiva diaria. Los fabricantes de coches no sólo deciden los precios, sino también las especificaciones, las condiciones de los créditos al consumidor, los lanzamientos de nuevos modelos, los términos del servicio y de la garantía, etcétera, lo que nos lleva a la paradójica conclusión de que la diferenciación de producto puede llegar a ser un impedimento a la hora de generar un rendimiento por encima de lo normal. Esto contrasta con los productores de acero o de papel, cuyo producto posee un bajo nivel de diferenciación.

Los políticos también pueden interferir en el funcionamiento del ciclo del capital. Por ejemplo, en la industria automovilística europea, el fabricante Volkswagen ha seguido durante muchos

años una estrategia para incrementar su cuota de mercado. En Volkswagen, el estado federado de Baja Sajonia (accionista mayoritario con el 18,2 por ciento de la compañía) asume un rol más de partícipe que de accionista, supervisando de forma constante las condiciones laborales locales. En el mundo de las aerolíneas, el hábito de proteger a los «referentes nacionales» sigue estando vigente en Europa.

La frecuencia de las transacciones es otro de los aspectos que puede llevar a confusión, al igual que sucede en el sector aéreo, donde las decisiones sobre los precios se han transferido a los gerentes de primer nivel, creando un campo de batalla competitivo parecido a la muerte por mil cortes. De nuevo, esto contrasta con una industria como la de las lunas para automóviles en Europa, donde los tres operadores restantes disfrutaban de acuerdos de suministro a largo plazo y redimensionan su capacidad con poca frecuencia, indicándolo con antelación.

Axelrod atribuye el éxito de la estrategia del «ojo por ojo» en las partidas repetidas del dilema del prisionero a lo que él llama la «sombra del futuro», un factor que influiría en la toma de decisiones de la partida en curso. Los participantes son menos proclives a desertar durante la partida en curso si creen que uno de los contendientes ejercerá algún tipo de represalia en la siguiente. Los generales de la Primera Guerra Mundial, enfurecidos por la política del «vive y deja vivir» adoptada por sus tropas, se dieron cuenta de que debían eliminar la «sombra del futuro» para que cambiaran de actitud. Para conseguirlo, redujeron el tiempo de servicio de las tropas en las trincheras, de tal manera que a los soldados les resultara más difícil establecer normas de cooperación con el oponente para (no) entablar combate. Por lo tanto, las industrias en las que los gerentes extienden la «sombra del futuro» indicando cómo responderán al comportamiento de los competidores, son totalmente bienvenidas.

La evolución biológica funciona por selección natural, y lo mismo ocurre con la evolución de la cooperación. Las preocupaciones en materia de empleo o de defensa de la competencia menoscaban la eficacia de este proceso, especialmente a través de la protección frente a la quiebra descrita en el capítulo 11. Una vez

más, hemos sido testigos en el pasado de cómo la imposición de barreras de salida puede conducir a la «supervivencia de los más ineptos». Asimismo, en un nivel macroeconómico más amplio, la política de tipos bajos de la Reserva Federal —reemplazando una burbuja de inversión y tecnología con una de crédito e inmobiliaria— ha bloqueado (hasta ahora) el desarrollo de numerosas fuerzas evolutivas naturales. Pero ésa es otra historia...

Una industria básica con un número reducido de operadores y una gestión racional, con barreras de entrada y sin barreras de salida, y con unas reglas del juego sencillas, es el escenario ideal para que las empresas adopten una actitud colaboradora. Identificar las industrias donde estas condiciones están presentes es relativamente fácil (sólo hace falta echar un vistazo a los rendimientos del capital existentes), y es por esta razón que las rentabilidades realmente jugosas se encuentran en los sectores que están evolucionando en esa dirección. La alegría, desde el punto de vista del ciclo del capital, es que la mayoría de los inversores —por diferentes motivos de comportamiento— son cogidos por sorpresa. A través de numerosos frentes de batalla competitivos, siempre estamos atentos al próximo resurgimiento de la paz.

1.2 La filosofía del bacalao (agosto de 2004)

La industria de la pesca del bacalao proporcionó un magnífico ejemplo de cómo funciona el ciclo del capital hasta que los diferentes Gobiernos intervinieron

Los gestores de inversión de carácter reflexivo probablemente se lleven este año el libro de Charles Ellis titulado *Capital: The Story of Long-Term Investment Excellence* a la playa. No obstante, nuestra lectura recomendada para estas vacaciones es *El bacalao: biografía del pez que cambió el mundo* (Ediciones Península, 1999), de Mark Kurlansky. En este maravilloso libro, que adopta la forma de un cuaderno de viaje culinario aderezado con recetas, Kurlansky narra el auge y caída de la industria pesquera y procesadora de bacalao desde el punto de vista de un histo-

riador social y gastrónomo. A pesar de que las recetas tienen un aspecto apetecible, nosotros aconsejamos leer el libro desde la perspectiva del ciclo del capital, ya que es entonces cuando el auge y caída de la industria se vuelve todavía más interesante.

Aunque siempre ha habido abundante bacalao en el mar, por así decirlo, la identidad de los beneficiarios del intercambio comercial ha cambiado constantemente. Lo que sigue a continuación es un resumen del libro desde el punto de vista del inversor, pero primero quiero disculparme ante Kurlansky por esta reinterpretación de su excelente trabajo.

El bacalao es apreciado por su alto contenido en proteínas y baja proporción de materias grasas. En estado fresco, la carne se separa fácilmente de las espinas y resulta fácil de preparar. Cuando se seca, el agua se evapora y lo que queda contiene más de un 80 por ciento de proteínas. De este pescado se aprovecha casi todo: en Islandia, los órganos internos se usan como fertilizante, e incluso las espinas se reblandecen con leche para dárselas de comer a los niños. El bacalao es un pez grande y fácil de capturar, tan fácil que carece de interés para los pescadores deportivos. El mercado de este pescado se extiende por toda Norteamérica, Europa y el Caribe. Hay un viejo dicho islandés que dice que «el bacalao es dinero» (o, al menos, solía serlo).

A principios del siglo XVI, el bacalao era tan apreciado que los pescadores portugueses navegaban hasta Terranova para capturarlo y luego venderlo en el mercado vasco, en España. Éste no era un viaje fácil, y Kurlansky señala que «la ambición europea iba muy por delante de la tecnología, y hasta que no se construyeron mejores barcos y se mejoraron los sistemas de navegación, los naufragios y las desapariciones de navíos formaban parte habitual de esta nueva aventura». Es probable que el precio del bacalao reflejara estas dificultades, lo suficiente al menos como para financiar el desarrollo de la industria, ya que, a mediados del siglo XVI, más del 60 por ciento del pescado que se consumía en Europa era bacalao, un porcentaje que permaneció prácticamente inalterado a lo largo de casi dos siglos.

Para aguantar el largo viaje hasta la lonja, el pescado se evisceraba, se secaba al sol y se salaba. Como el espacio en los pe-

queños arrastreros de vela era limitado, este proceso se llevaba a cabo en el puerto. Los puertos con rocas en forma de losa donde secar el bacalao, situados cerca de los bancos de bacalao en las costas de Terranova, Nueva Inglaterra e Islandia, se convirtieron en el punto de embotellamiento natural entre la abundancia de pescado en el mar y los hogares en Europa. El resultado fue un *boom* en el procesado del bacalao, donde «hombres sin ninguna habilidad en particular y con muy poco capital, amasaron fortunas». Sin embargo, este punto de embotellamiento del sistema, del que se obtuvieron enormes beneficios, no permaneció en los puertos de pesca durante mucho tiempo, ya que eran demasiado pequeños para albergar a buques mercantes transatlánticos. En su lugar, el punto de encuentro se trasladó al puerto más cercano y con un mercado central importante, puerto que, en Nueva Inglaterra, era Boston.

Hasta la guerra de la Independencia de Estados Unidos (o Revolución americana), el monopolio comercial de Gran Bretaña con Massachusetts obligaba a la colonia a vender bacalao salado de Boston a determinados puertos británicos. Pero Inglaterra tenía su propia industria del bacalao y prefería el pescado fresco al salado. El comercio del bacalao de Nueva Inglaterra se mantuvo en la Europa continental, con mayor relevancia en el País Vasco y Portugal. Así que las autoridades británicas hicieron la vista gorda ante el comercio ilegal, y los empresarios de Nueva Inglaterra siguieron vendiendo bacalao salado a los europeos a cambio de divisas y materiales, mientras que los trozos de pescado de menor calidad eran intercambiados por melaza en las plantaciones de azúcar del Caribe.

Se desarrolló una actividad comercial a tres bandas: los barcos llevaban bacalao salado de Nueva Inglaterra a Europa, esclavos africanos a las plantaciones de azúcar del Caribe y melaza del Caribe a las recién inauguradas destilerías de ron de Nueva Inglaterra. En el siglo XVIII, el comercio a tres bandas impulsado por el bacalao hizo que una colonia lejana llena de gente hambrienta como Nueva Inglaterra se convirtiera en una potencia del comercio internacional con una «aristocracia del bacalao» con todas las de la ley.

Esta fase duró hasta que la tecnología o, mejor dicho, una combinación de tres tecnologías, se perfeccionó lo suficiente. La primera de ellas fue desarrollada en la década de 1920 por Clarence Birdseye (¿quién si no?), quien, después de una serie de experimentos caseros entre los que se incluían enervar a su esposa al mantener lucios jóvenes vivos en la bañera, dio con la clave para congelar comida con éxito. La segunda vino con la introducción de los arrastreros de vapor, más grandes y eficientes que sus antecesores de vela y que podían, en teoría, dejar el océano vacío de contenido. La tercera fue el sonar, una técnica novedosa capaz de localizar con precisión bancos de bacalao y que se convirtió en norma en los buques británicos durante la década de los treinta. Una vez que los nuevos arrastreros de vapor incorporaron la tecnología de congelación de alimentos, se eliminó la necesidad de atracar en los viejos puertos para curar el pescado o de pagar comisiones al mercado de Boston. En su lugar, los navíos españoles faenaban en la costa de Terranova y descargaban el pescado fresco en La Rochelle (Francia). Los viejos puertos y el mercado de Boston entraron en declive.

No obstante, el nuevo equipamiento era caro; por supuesto, a los «hombres sin capital» se les impidió entrar en la industria, y los que se quedaron tuvieron que endeudarse fuertemente para seguir siendo competitivos. El incentivo financiero de cada pescador era atrapar más peces para pagar las deudas, por lo que la sobrepesca se convirtió en algo habitual. Mientras el precio del pescado descendía, los pescadores se vieron atrapados en un «dilema del prisionero» y optaron por aumentar las capturas. Estallaron las «guerras del bacalao» por el derecho a pescar, y la industria entró en crisis.

El primer Gobierno en intervenir en la guerra del bacalao fue el de Islandia, quien declaró de forma unilateral el límite jurisdiccional sobre sus costas en una milla náutica, luego lo amplió a cincuenta y, por último, en 1973, a doscientas millas náuticas. El fin era nacionalizar sus aguas para ayudar a la industria local y expulsar a los barcos extranjeros. Los Gobiernos de Canadá, Estados Unidos y la Unión Europea no tuvieron más remedio que seguir su ejemplo, y pronto el océano Atlántico se dividió en

cuatro áreas delimitadas, con cuotas de pesca para que las distintas especies no se viesen amenazadas.

Desde la perspectiva del ciclo del capital, la intervención fue un desastre. Lo normal hubiera sido que el capital hubiese abandonado el sector, que la capacidad productiva hubiese disminuido y que los precios hubiesen aumentado hacia una tasa de rentabilidad económica. En su lugar, la ayuda del Gobierno —financiado, cómo no, con impuestos— mantuvo la capacidad de la industria en un nivel alto y el precio del pescado en un nivel bajo. Y lo que es peor, el sistema de cuotas es complejo de administrar, difícil de hacer cumplir y, a menudo, ignorado. El Gobierno canadiense, que declaró haber invertido tres dólares por cada dólar que ganaban las empresas pesqueras, puso el listón muy alto en cuanto a ineficiencia burocrática.

En aproximadamente ciento cincuenta años, la pesca y el procesado de bacalao ha pasado de ser una industria donde primero los puertos, luego el mercado y por último las procesadoras de alimentos obtenían beneficios extraordinarios, a otra donde los mayores beneficiarios son los consumidores de pescado. El principal responsable de esta evolución ha sido el descenso en los costes tecnológicos, que ha eliminado los beneficios extraordinarios que se obtenían en los puntos críticos del proceso industrial.

Por esta razón, los análisis de Marathon no se centran sólo en la magnitud del rendimiento de una compañía (el tamaño del punto de embotellamiento —¿qué capacidad tiene el puerto de Boston?—), sino que también lo hacen en la sostenibilidad (¿por qué hay que atracar en Boston?). Cuanto más tiempo se mantienen las acciones en cartera, más importante se vuelve el factor sostenibilidad. Por eso nos dirigimos a empresas que controlan sus propios cuellos de botella. ¿Es el presupuesto de medios de mil millones de dólares de Nike lo bastante alto? ¿Es suficiente el gasto en publicidad de Ethan Allen? ¿Es la investigación y el desarrollo de Invensys de su propiedad? Y en aquellas compañías con un menor control de sus resultados nos centramos en el lado de la oferta en busca de señales que indiquen una creciente competencia. ¿Está la industria cementera en Tailandia expandién-

dose de nuevo? ¿Es Shimano cada vez más vulnerable al ataque de competidores de nicho?

El mismo proceso del ciclo del capital que hizo desaparecer los beneficios en la industria del bacalao se puede observar en toda la economía: han sido necesarios cerca de setenta años desde la introducción del procedimiento de Bessemer para llegar a la mercantilización de la industria siderúrgica integrada, principalmente a través de la competencia de miniaceras que operan sin grandes inversiones en activos. En treinta años, los grandes almacenes han sido mercantilizados por las grandes superficies. En el sector de los semiconductores, los beneficios extraordinarios se agotan en menos de dos años. La pregunta que se deberían hacer los inversores hoy en día es: ¿cuánto tiempo tardará este mismo proceso en transformar la distribución de medios, las telecomunicaciones o las subastas en línea? ¿Cuál de estas industrias acabará convirtiéndose en el equivalente en el siglo XXI de los puertos de Terranova o de la lonja de pescado de Boston?

1.3 Esta vez no es diferente (mayo de 2006)

Los altos precios de las commodities están provocando una respuesta del lado de la oferta

Éstos no son buenos tiempos para los guardavías del transporte ferroviario francés, si nos atenemos a lo que dicen los periódicos. Están teniendo que hacer frente a un nivel de robo de cables de señalización de cobre sin precedentes, tanto en las instalaciones aéreas como en las soterradas, ya que el reciente aumento en el precio del cobre ha atraído la atención de los amigos de lo ajeno. Solamente en un tramo de vía se han sustraído siete toneladas de cobre. Entretanto, en el Reino Unido, la Royal Mint (la casa de la moneda estatal) ha advertido a la población que no fundan sus peniques, ya que hay personas que piensan que su contenido en cobre vale más que la moneda. Estos extraños hechos son el resultado del incremento generalizado en los precios de las materias primas de los últimos años. El precio del cobre se ha mul-

tiplicado por seis desde finales de 2001, y los precios de diversos metales —incluidos el hierro, el cinc, el aluminio y, por supuesto, el oro— también han aumentado.

Uno de los motivos de este *boom* reside en la demanda de los países emergentes, sobre todo China y la India, cuyas economías están creciendo rápidamente con una gran actividad constructora y una producción relativamente ineficiente. Se dice que hay un «superciclo» de *commodities* a las puertas.⁴⁰ La oferta se vio limitada por el bajo nivel de inversión desde mediados hasta finales de la década de 1990, cuando los precios de las materias primas y los productos básicos eran más bajos. Los que apuestan por un mercado de *commodities* al alza dicen que este ciclo será diferente a los anteriores porque hay una mayor disciplina de inversión que supuestamente está manteniendo el nivel de la oferta a raya. Además, hay escasez de equipos mineros (una queja habitual de las compañías mineras estos días). En un informe bursátil publicado recientemente se afirma que el incremento en los costes de extracción —costes que según parece han subido cerca de un 30 por ciento en los dos últimos años— conllevaría un constante aumento en el precio de las materias primas, ya que los mineros podrían seguir cobrando precios cada vez más altos. Éste es el razonamiento circular de los mercados alcistas.

Como es natural, el aumento en el precio de las *commodities* ha despertado el interés de Wall Street. Según los expertos en asignación de activos, este tipo de productos deberían ser parte fundamental en toda cartera de inversión. Los fondos de alto riesgo (*hedge funds*) son ahora expertos en *commodities*. Los bancos se están planteando doblar el número de empleados dedicados a estos productos; existen informes que dejan sin aliento y que hablan de contratos de siete cifras más incentivos para los operadores bursátiles especializados en *commodities* (quienes probablemente unos años atrás estaban sin empleo). Varios bancos de inversión han desarrollado sus propios índices de *com-*

40. La expresión «superciclo de las *commodities*» hizo su primera aparición en un informe de Morgan Stanley publicado en marzo de 2004, justo cuando la fase alcista de estos derivados estaba empezando.

modities que sin duda utilizan para vender productos derivados a sus clientes. En Marathon nos bombardean con invitaciones para asistir a exóticas conferencias sobre áreas especializadas en *commodities* (junto con invitaciones a conferencias sobre energía eólica, energía solar y emisiones de carbono). La creciente popularidad de los fondos relacionados con estos derivados hace pensar que ese conocido seguidor de tendencias llamado inversor particular está subiéndose al carro.

Un sencillo análisis económico sugiere que el rápido aumento del precio en una serie de *commodities* es insostenible. Tomemos como ejemplo el cobre. El actual coste de producción se mueve entre 0,35-0,40 dólares por kilo, con un coste de producción marginal algo superior, digamos 0,55 dólares por kilo. No obstante, el precio actual es de 1,6 dólares por kilo, tres veces el coste de producción (hace cinco años, el cobre sólo costaba 27 céntimos). Es difícil no ver el efecto de la especulación detrás de esto, ya que los fondos de alto riesgo, junto con otros compradores no industriales, empujan los precios al alza con la esperanza de poder vender la posición justo antes de que el precio vuelva a cambiar.

Los alcistas del mercado de las *commodities* atribuyen los elevados precios a la escasez de la oferta y argumentan que los altos precios son necesarios para incentivar la inversión en producción. De todos modos, podemos estar seguros de que en algún momento la oferta será mayor.⁴¹ De hecho, las compañías mineras han respondido a la problemática de los precios de la manera que cabría esperar: al principio se mostraron escépticos ante los aumentos de precio, pero luego empezaron a invertir fuertemente para aumentar la producción. Los costes de exploración minera se duplicaron entre 2003 y 2005. Gran parte se debió a que la industria tuvo que absorber mayores costes de producción, aunque no todos. De hecho, algunas empresas mineras creen que la oferta de cobre se está desarrollando de tal forma que en un par de años generará un importante superávit en el mercado. Los cuellos de botella en la oferta no son eternos.

41. Según la Asociación Mundial del Acero, la producción global de hierro se duplicó entre 2002 y 2013.

La demanda también forma parte de la ecuación. La demanda china está creciendo a un ritmo muy fuerte, pero es muy complicado extrapolar esta tendencia a futuro. Lo que sí podemos decir es que, generalmente, los países aprenden a hacer un uso más eficiente de las materias primas a medida que sus economías avanzan, así que no deberíamos sorprendernos si esto se hace gradualmente extensible a China. De hecho, el Gobierno chino ha expresado su deseo de evolucionar en el futuro hacia una economía basada en servicios. Los intentos de frenar al gigante chino podrían tener el mismo impacto en la demanda, pero de forma más rápida. También parece razonable pensar que si los precios de las *commodities* permanecen elevados por un período prolongado esto tenga un impacto negativo en la demanda, del mismo modo que los altos precios del crudo en 1970 obligaron a mejorar la eficiencia del petróleo en la industria. Esto es lo que parece estar pasando en Alemania, país en el que la demanda de tuberías de cobre se ha reducido a la mitad —de 90.000 toneladas a 45.000 toneladas en el pasado ejercicio—, a medida que el sector de la construcción se ha ido decantando por el uso de plásticos de PVC más baratos.

En cuanto a cómo se desarrollará el ciclo del capital en el sector de las *commodities*, tal vez sea importante mencionar la reciente aparición de una pequeña burbuja en la industria del transporte marítimo de carga. Aquí también nos prometieron hace unos cuantos años un «superciclo», ya que se juntaron la escasez de barcos nuevos provocada por la falta de inversión anterior con el fuerte crecimiento económico chino, que estaba generando unos aumentos anuales de dos dígitos en la demanda de transporte por mar. Llegamos incluso a recibir una invitación a una extraña conferencia de especialistas en transporte marítimo de carga. Alentadas por estas condiciones que sólo ocurren «una vez en la vida», las compañías navieras se embarcaron a mediados de 2005 en una ola de fusiones y adquisiciones. Los astilleros recibieron tal volumen de pedidos que no aceptan más encargos hasta dentro de unos años. Como era de esperar, este frenesí marcó el punto álgido del ciclo, y las tarifas de envío (y los precios de las acciones de las empresas de transporte) han caído en pi-

cado desde entonces, mientras que la oferta no para de crecer.⁴²
¿Una señal de lo que le espera al mundo de las *commodities*?

1.4 Problemas del superciclo (mayo de 2011)

El sector de las commodities está mostrando las típicas señales que apuntan a que el ciclo del capital ha tocado techo

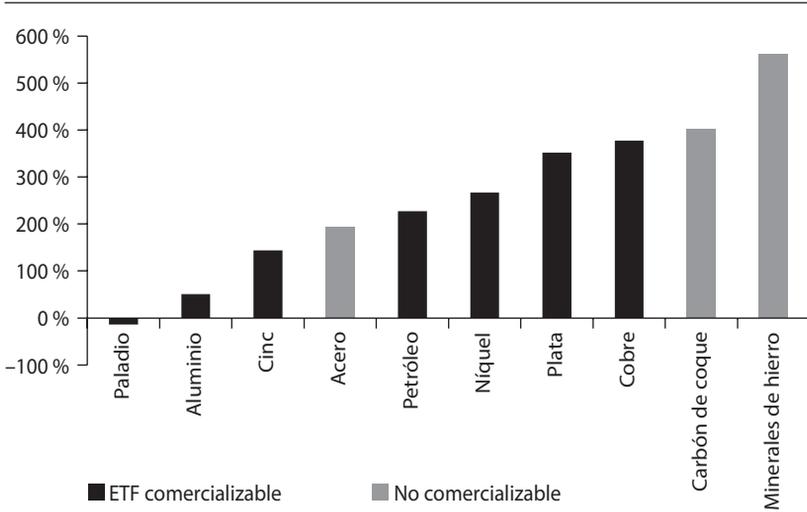
Un rápido análisis del ciclo del capital en la industria de las *commodities* —con especial atención al enorme aumento en el gasto de capital de los últimos años y a la precaria naturaleza de la demanda de materias primas en China— sugiere que el tantas veces anunciado «superciclo» está entrando en una fase negativa.

El ciclo del capital comenzó hace algunos años, justo después de que el repunte en el precio de las materias primas condujera a una sustancial mejora del rendimiento del capital de las empresas mineras. Al principio, la respuesta de la minería a las mejoras experimentadas por la industria pareció bastante controlada, el gasto de capital relativo al flujo de caja disminuyó un poco a principios de 2000, cuando los precios de las *commodities* empezaron a subir. Tampoco había ninguna burbuja bursátil. Las acciones mineras rendían bien porque sus fundamentales nunca habían sido mejores.

El aspecto negativo es que la industria de las materias primas está mostrando las clásicas señales de haber tocado techo, la alta rentabilidad del capital invertido está atrayendo más capital y disparando los precios de las acciones, lo que conduce a más fusiones y adquisiciones y salidas a bolsa.

42. Según Clarksons Research, los nuevos pedidos de construcción de buques de carga seca a granel aumentaron de 33 millones de toneladas de capacidad de carga en 2004 a un máximo de 164 millones de toneladas en 2007, para volver a caer a 31 millones en 2009. En mayo de 2008, el Índice Báltico (Baltic Dry Index, BDI), una medida compuesta del coste de transportar por mar las principales materias primas, registró un máximo de casi 12.000 dólares. Seis meses más tarde caía un 94 por ciento hasta los 663 dólares y, a finales de 2014, superaba ligeramente los 782 dólares.

Gráfico 1.1 **Cambios en el precio nominal de las *commodities* (2001-2010)**

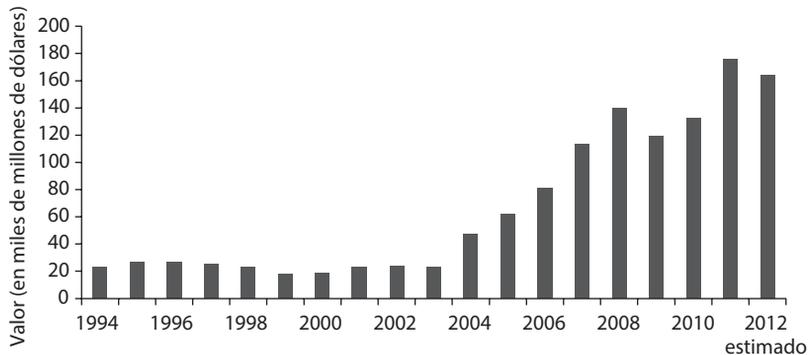


Fuente: Macquarie.

Se prevé que el total de inversiones mineras de 124 empresas del índice MSCI All Country World aumente desde una cifra algo menor a los 30.000 millones de dólares registrados hace diez años hasta una abultada cifra de 180.000 millones de dólares en 2011, un incremento de seis veces la cantidad de partida (véase el gráfico 1.2).

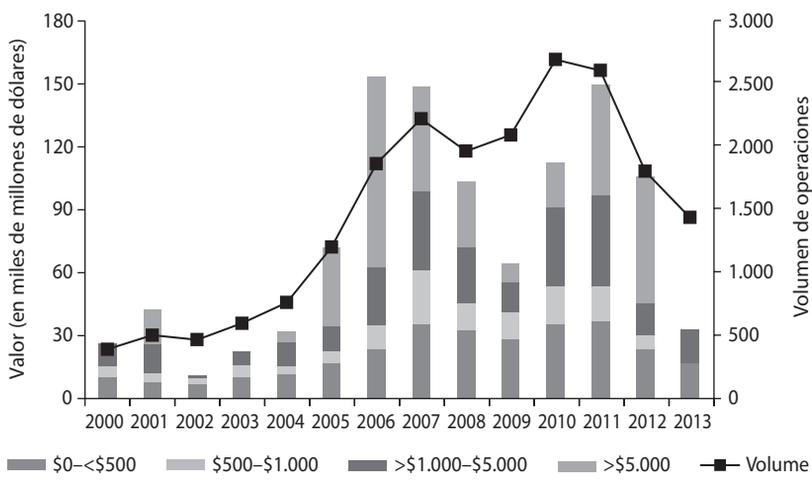
El impacto de toda esta inversión se ha demorado. Después de un retraso de varios años, el aumento de la inversión en actividades mineras ha impulsado los volúmenes de producción a nuevos máximos. Merrill Lynch calcula que, entre 2000 y 2014, la producción mundial de níquel escalará de unas 1.000 a cerca de 2.000 toneladas métricas (un aumento del ciento por ciento); el cobre, de unas 15.000 a más de 20.000 toneladas métricas (33 por ciento de incremento); el aluminio, de aproximadamente 25.000 a más de 50.000 toneladas métricas (ciento por ciento de incremento); y, lo más impresionante, estima que la producción mundial de hierro ascenderá de 1.000 millones de toneladas

Gráfico 1.2 **Gasto de capital del sector minero en el índice MSCI World**



Fuente: Factset, Bloomberg, Marathon.

Gráfico 1.3 **Operaciones de fusiones y adquisiciones en el sector minero a escala mundial**



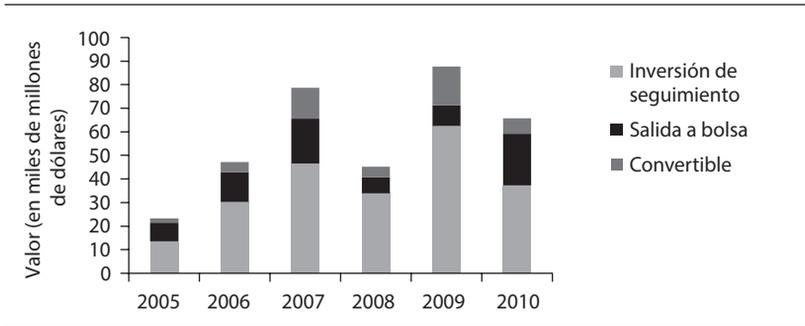
Fuentes: PricewaterhouseCoopers.

métricas a principios de siglo a cerca de 2.250 millones en 2014, un incremento del 125 por ciento en poco más de una década.

Este cambio de suerte del sector minero ha tenido su reflejo en la banca de inversión, quien, fiel a su costumbre, ha impulsado

una serie de salidas a bolsa de temática *commodity* absolutamente tentadoras. Entre 2005 y 2010, el número de salidas a bolsa en la industria de los metales y minerales aumentó un 50 por ciento. La banca también ha empujado a sus clientes mineros a un frenesí de fusiones y adquisiciones, ya que las operaciones en el sector se han hecho cada vez más grandes. Un número elevado de salidas a bolsa y una actividad intensa en operaciones de fusiones y adquisiciones suelen ser indicativos de que un sector se encuentra en las últimas etapas de un ciclo del capital.

Gráfico 1.4 **Financiación de la industria de los metales y minerales en los mercados de capitales**



Fuentes: Dealogic y Credit Suisse.

Por eso, cada vez entra más cantidad de capital en el sector en un momento en que los precios de las *commodities* están muy por encima de los costes de producción marginales, incluso para los productores de alto coste. Cuando este superciclo cambie por fin de fase, hay un gran potencial de caída de los precios antes de que éstos alcancen el coste de sustitución. Esto podría suponer un problema para los inversores en gestión pasiva e indexada, ya que el sector metalúrgico y minero está hoy cerca de su máximo histórico —más de tres veces su mínimo de 1999— en el índice FTSE World.⁴³

43 Entre el 1 de enero de 2012 y el 31 de diciembre de 2014, el índice MSCI Metals & Mining rindió unos 79 puntos porcentuales por debajo del índice MSCI World.

Muchos analistas se muestran entusiasmados con el «nuevo paradigma» de las *commodities* asociado con el crecimiento de China. Casi todo el aumento que ha registrado la demanda de estos derivados se debe al insaciable apetito chino por las materias primas. China, el «imperio del centro», consume actualmente la mitad de la producción global de hierro, níquel, cobre y cinc. Los que apuestan por la tendencia alcista en el mercado de las materias primas parecen haber pasado por alto algunas señales inquietantes. La más obvia es el inexorable ascenso de la inversión china en activos fijos a cerca del 50 por ciento del PIB —incluso en Japón, con su afición a construir carreteras que no conducen a ninguna parte, la inversión sólo ha llegado a representar un 30 por ciento de su PIB—. No es de extrañar que gran parte de este capital esté siendo malgastado. El rendimiento de los activos operativos netos en los sectores industriales chinos es bajo, y todo apunta a que seguirá bajando. No obstante, la baja rentabilidad no impide a las empresas públicas chinas seguir invirtiendo. En el sector energético, por ejemplo, el gasto de capital representa más del ciento por ciento del flujo de caja operativo (el capex en relación con el EBITDA en el sector del cemento y del acero sólo está a un nivel ligeramente inferior). Para empeorar aún más las cosas, todas las industrias mencionadas están también sobreendeudadas. Los más optimistas esperan que Pekín estimule la consolidación industrial y reduzca la capacidad. Pero, incluso si esto ocurre, ralentizar el crecimiento de la inversión en estas industrias no será beneficioso para la demanda global de materias primas.

Los inversores están ignorando las señales que apuntan a que la economía china está sobrecalentada, y se muestran fascinados por un sector de derivados que no para de atraer enormes cantidades de capital y en el que la oferta aumenta inexorablemente. Para nosotros, todo esto no son más que evidencias de que nos encontramos en un capítulo de la historia de las *commodities* que está mucho más cerca del final que del principio.

1.5 La cerveza no es moco de pavo (febrero de 2010)

La consolidación ha mejorado el poder de fijación de precios de la industria cervecera mundial

Para empezar, a mucha gente no le gusta el sabor de la cerveza; sin embargo, eso no es más que un prejuicio que muchos han podido superar.

Sir WINSTON CHURCHILL

Durante una serie de años, la única exposición a la industria cervecera en las carteras europeas de Marathon (y por supuesto nos referimos a la exposición de la inversión, ino a haber obtenido la inspiración para comprar acciones por su consumo!) se limitó a una participación en Heineken. Nuestra experiencia como accionistas en esta cervecera holandesa desde 2002 —cuando hicimos nuestra primera adquisición— hasta 2008 no fue particularmente gratificante, ya que durante ese período de tiempo las acciones rindieron cerca de un 30 por ciento menos que el mercado europeo, aunque luego se recuperaron un poco en 2009.

El pobre rendimiento de Heineken se debió en parte a una serie de deficientes y sobrevaloradas adquisiciones en las que la compañía invirtió unos 9.500 millones de dólares entre 2000 y 2009, un intervalo en el que el rendimiento del capital descendió del 20 al 10 por ciento. Esta actividad culminó con la inoportuna adquisición de los activos británicos de Scottish & Newcastle en 2008, justo cuando el país entraba en recesión y el cambio de divisa jugaba en su contra. Aunque a otras cerveceras no les fue tan mal, el rendimiento del capital a escala global en el sector disminuyó de forma progresiva, y cayó del 13 por ciento al 9 por ciento entre 2000 y 2008. En vista de todo esto, puede que alguien se sorprenda al saber que hemos superado nuestros prejuicios y aumentado nuestra exposición a la industria cervecera, y ahora tenemos en nuestras carteras europeas posiciones abiertas en tres de las cuatro empresas cotizadas (Heineken, Carlsberg y AB InBev) y, sólo en las carteras del Reino Unido, posiciones en la cervecera restante (SABMiller).

Las numerosas adquisiciones, causantes de una fuerte caída del rendimiento en los últimos años, han formado parte de un proceso de consolidación de la industria más amplio. Ese proceso comenzó en 2002, cuando la fábrica de cerveza sudafricana SAB compró la estadounidense Miller; luego vinieron otras operaciones de fusiones y adquisiciones, que incluyen la fusión entre la brasileña AmBev y la belga Interbrew en 2004, la creación de la filial conjunta (*joint venture*) estadounidense entre SABMiller y Molson Coors en 2007, la compra de S&N por parte de Heineken y Carlsberg en 2008, seguida de la descomunal adquisición (160.000 millones de dólares!) de InBev por el líder del mercado estadounidense Anheuser-Bush (AB) ese mismo año. Recientemente, Heineken ha ofrecido 7.600 millones de dólares por la mexicana FEMSA, número dos en su mercado de origen y número cuatro en Brasil.

Además de proporcionar infinitas comisiones a la banca de inversión y de confundir a los inversores con algunos de los nombres generados a partir de las fusiones, este dilatado período de acuerdos y pactos desembocó en la situación ilustrada en el gráfico 1.5: el mercado mundial de cerveza está dominado por cuatro operadores principales (que cotizan en Europa) con una cuota de cerca del 50 por ciento del volumen de cerveza global entre todos ellos.

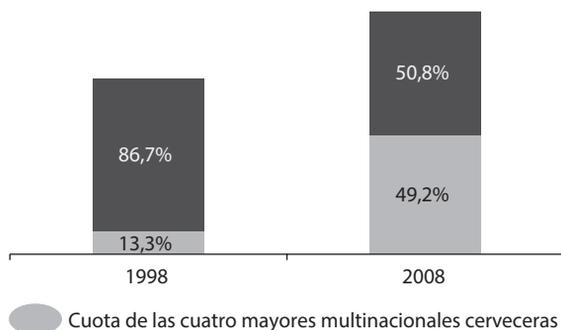
Este proceso ha sido más pronunciado en unos mercados que en otros y extraordinariamente intenso en unos pocos. Por ejemplo, en Estados Unidos, el mayor mercado mundial de cerveza en términos de valor, el 80 por ciento está en manos de dos empresas, AB InBev y la filial conjunta de Miller Coors, mientras que en el quinto mercado a escala mundial (el Reino Unido), las tres principales empresas —Heineken, Molson Coors y AB InBev— poseen el 67 por ciento del mercado. El panorama es similar en el sexto mayor mercado, donde AB InBev tiene, en exclusiva, el 70 por ciento de cuota de mercado, mientras que, en el séptimo mercado, el ruso, Carlsberg, AB InBev y Heineken se reparten el 70 por ciento del mercado.

Aparte de la enorme magnitud de la consolidación, el otro punto a favor es que cada uno de los cuatro principales operadores ha

puesto el foco en un área de rentabilidad diferente y que —como cabría esperar— la mayor parte de los beneficios provienen de las áreas en las que poseen mayores cuotas de mercado.

Entonces, ¿cuáles fueron las consecuencias sobre la rentabilidad? Los volúmenes mundiales de cerveza crecieron a un ritmo bastante estable del 4 por ciento entre 2005 y 2010. Este crecimiento vino de los mercados emergentes, principalmente China (9 por ciento de crecimiento anual) y Brasil (5 por ciento), países cada vez más prósperos y con niveles iniciales de consumo de cerveza per cápita más bajos. En cambio, los mercados occidentales experimentaron un estancamiento en los volúmenes, llegando incluso a descender en algunos casos. Así que fue interesante observar cómo Estados Unidos y los mercados europeos occidentales registraban incrementos de precio bastante respetables durante ese mismo período.

Gráfico 1.5 **Cuota de mercado a escala mundial de las cuatro mayores cerveceras (volumen)**



Fuentes: Bernstein y Eurostat.

Si bien es cierto que en estas cifras hay un factor que «empuja el coste» —la materia prima de mayor coste es la cebada y su precio subió en torno al 60 por ciento entre 2005 y 2007—, también es un indicativo de cómo las principales cerveceras fueron capaces de utilizar su gran tamaño para enfrentarse a la distribución minorista sin mostrar prácticamente ningún miedo a la intromisión de un tercero.