

Qué es el Ciclo de Capital y caso de estudio

NOTA DEL EDITOR: El siguiente texto escrito por Javier Ruiz, CFA, es un extracto de una carta trimestral de Horos Asset Management.

* * *

El equipo que formamos Alejandro, Miguel y yo, hemos mantenido, como bien saben los co-inversores que llevan más tiempo con nosotros, un perfil generalista a la hora de aproximarnos a la inversión. Con esto me refiero a nuestra voluntad de invertir en cualquier sector o geografía, siempre y cuando la compañía cumpla los requisitos que exigimos para poder entrar en nuestros fondos. Así, a lo largo de nuestra carrera profesional, han pasado por nuestras carteras valores pertenecientes a sectores tan dispares como el tecnológico, el inmobiliario, el financiero, la distribución o las materias primas y geografías tan lejanas como Japón (cuando nadie quería saber nada de su bolsa, allá por 2012), Estados Unidos, Hong Kong, Rusia o, incluso, Colombia.

Para poder abarcar este vasto universo de inversión, resulta vital contar con herramientas o modelos mentales que nos ayuden a comprender el funcionamiento de los mercados y a identificar ineficiencias potencialmente explotables. Ya hablamos sobre los [modelos mentales](#) más relevantes que utilizamos en Horos y, en concreto, nos apoyamos en los sistemas adaptativos complejos para entender los mecanismos que hay detrás de los excesos de los mercados, así como de la abrupta caída (y futura recuperación) de estos, a raíz de la incertidumbre asociada a la pandemia del coronavirus y su impacto en las economías del mundo. En esta ocasión, me gustaría ahondar en otro modelo mental, esencial en nuestro trabajo, que le ayudará a comprender nuestra fuerte exposición los últimos tiempos al sector de las materias primas: **el análisis del ciclo del capital**.

El análisis del ciclo del capital es el marco conceptual que nos puede servir de guía en nuestro estudio de las industrias con negocios y productos, en general, poco diferenciables y, por tanto, más proclives a sufrir importantes ciclos. De ahí que sea una herramienta muy útil para invertir en compañías relacionadas con las materias primas. Este análisis, popularizado los últimos años por la gestora Marathon Asset Management en el estupendo (¿el mejor?) libro de inversión *Capital Returns*¹, se centra, particularmente, en el estudio del comportamiento de la oferta de cada sector, al ser esta la fuerza predominante en las distintas fases del ciclo del capital.

El análisis del ciclo del capital, sin embargo, se centra en la oferta en vez de en la demanda. Las perspectivas sobre la oferta son mucho menos inciertas que las de la demanda y, por tanto, más sencillas de pronosticar.²

Para comprenderlo mejor, vamos a ver, a continuación, las **cuatro fases que componen estos ciclos del capital en el sector de las materias primas**:

- **Auge:** la situación de mercado es favorable para los productores (oferta) de la industria, al existir una demanda insatisfecha en el mercado, lo que origina una subida de precios de las materias primas y unas rentabilidades sobre el capital invertido de los productores superiores al coste de este. La fase de auge suele coincidir con importantes subidas bursátiles de las compañías del sector.

- **Optimismo inversor:** la perspectiva de grandes retornos alimenta la entrada de nuevo capital, incrementando la oferta actual, al explotar zonas con mayores costes de extracción (en el caso de la

minería, por ejemplo, produciendo los yacimientos con menor ley, ahora rentables), y futura (desarrollando nuevos proyectos que entrarán en producción años después) en la industria, perdiéndose la disciplina. En esta fase, habitualmente, las compañías cotizan con valoraciones muy exigentes, descontando todo lo bueno y muy poco de lo malo que esté por venir.

- **Depresión:** el optimismo y la falta de disciplina llevan a un exceso de oferta (y de competencia), acrecentado, normalmente, por una demanda inferior a las expectativas iniciales. Este desequilibrio desencadena un desplome en los precios de las materias primas y una caída de los retornos del capital por debajo de su coste. La fase de depresión viene acompañada de fuertes caídas bursátiles para las compañías cotizadas, como no puede ser de otra manera.

- **Pesimismo inversor:** los bajos retornos llevan a una reducción drástica de las inversiones en oferta actual (cierre de yacimientos/minas menos eficientes) y futura (cero euros destinados a la búsqueda y al desarrollo de nuevos proyectos), así como a una consolidación sectorial. Al contrario que en la fase de optimismo inversor, en esta etapa las compañías cotizan con valoraciones de derribo, descontando todo lo malo (escenarios de precios de materia prima permanentemente deprimidos, con retornos de capital consecuentemente destructores de valor) y nada de lo bueno (la disciplina de capital siembra la semilla de la futura recuperación). La falta de inversiones en oferta suele alargarse hasta el punto de desencadenar un desequilibrio favorable a esta, empezando, nuevamente, el ciclo con su fase de auge.

Por tanto, vemos claramente el poder que tiene la oferta en la formación de estos ciclos y lo vital que resulta saber en qué fase se encuentra el sector, para intentar aprovechar los momentos de pesimismo inversor y auge del ciclo.

Nótese, adicionalmente, la relevancia de otros modelos mentales que nos pueden ayudar a complementar el análisis anterior, pertenecientes al campo de la economía conductual. El exceso de confianza (especialmente, a la hora de pronosticar precios o los tiempos de desarrollo de un proyecto), el optimismo (alimentando con positivismo el exceso de confianza anterior), el sesgo de anclaje (utilizando la actual situación del mercado como referencia para el futuro, sin hacer un análisis de las dinámicas esperables de oferta y demanda), la disonancia cognitiva que lleva a racionalizar creencias irracionales (los precios no van a bajar) ante una evidencia contraria (incremento de competencia y exceso de oferta futuros) o la visión interna (pensando, por ejemplo, que mi proyecto minero verá la luz en 5 años, cuando la historia de otros proyectos de la industria dice que el tiempo medio es de 8 años)³, entre otros muchos, nos pueden ayudar a comprender (y anticipar) la irracionalidad en la que, continuamente, incurren la mayoría de los directivos de las empresas de estos sectores, así como los inversores, inyectando capital en los peores momentos (cuando todo va bien y solo puede ir a peor) y drenándolo en los mejores momentos (cuando todo va mal y solo puede ir a mejor).

La rentabilidad elevada relaja la disciplina de capital de una industria. Cuando los retornos son altos, las compañías tienden a disparar las inversiones.⁴

Sin embargo, aunque el análisis del ciclo del capital que hemos descrito, apoyado por la economía conductual, nos sería de gran ayuda para navegar con ciertas garantías de éxito los vaivenes de las industrias, la realidad es que contamos con

otro marco teórico más global para entender la formación de los ciclos del capital, tanto a nivel de industrias, como a nivel de economías: **la Teoría Austríaca del Ciclo Económico**.

¹ Chancellor, Edward (editor) y Marathon Asset Management (2016): *Capital Returns: Investing Through the*

Capital Cycle. A Money Manager's Reports: 2002-15. Palgrave Macmillan. El libro ha sido recientemente traducido al español, con el título *Rendimientos de Capital*, para la excelente Colección de Libros de Inversión Value School-Deusto.

² Idem.

³ Para profundizar sobre los sesgos y heurísticas descritos por la economía conductual, recomiendo la lectura de Kahneman, Daniel (2012): *Pensar rápido, pensar despacio*. DEBATE.

⁴ Chancellor, Edward (ibidem).