

Tipos de catalizadores de inversiones en bolsa

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

* * *

El pasado mes de noviembre falleció, cuando estaba a punto de cumplir los 100 años, [Charlie Munger](#). El socio y amigo de Warren Buffett fue, sin ningún género de duda, uno de los principales factores detrás del éxito del holding de inversión Berkshire Hathaway. Sin embargo, la comunidad inversora le recordará siempre por su aproximación al conocimiento general a través de los modelos mentales: herramientas o conceptos originados en distintas disciplinas académicas y que pueden utilizarse para mejorar nuestra comprensión del mundo, incluyendo el ámbito de la inversión.¹ Precisamente, el concepto de catalizador es un modelo mental perteneciente a los ámbitos de la física y de la química. Pensemos, por ejemplo, en la reacción de fisión nuclear en cadena o en la reacción química autocatalítica. En ambos casos, un catalizador inicia (y, en ocasiones, sostiene) esa reacción. En el mundo social, es decir, en todo ámbito donde se relacionan las personas, también los catalizadores juegan un papel determinante, como muestran las grandes revoluciones y los conflictos bélicos. Si aplicamos esta idea al mundo de la inversión, el catalizador será aquello que induzca un cambio que lleve a cerrar la ineficiencia que hemos detectado en el mercado. Por tanto, pueden jugar un papel determinante en nuestro devenir como inversores.

A nuestro entender, los catalizadores que contribuyen a destapar el valor de una inversión pueden ser de dos tipos, en función de dónde se originan: **externos** e **internos**. Los catalizadores externos son aquellos factores que no dependen, de manera directa, de las empresas en las que estamos invertidos. Por tanto, vienen dados desde fuera. Un ejemplo de ello podrían ser las decisiones de política monetaria por parte de los bancos centrales, ya que los niveles de los tipos de interés o las expansiones (y contracciones) de sus balances impactan más directamente a determinados sectores y, en especial, a los negocios financieros. Pensemos en el caso del sector asegurador. Estas entidades invierten los ingresos de las primas cobradas a los asegurados, fundamentalmente, en activos de renta fija generando, históricamente, un beneficio financiero nada desdeñable con ello. No obstante, durante muchos años, la política de “tipos cero” y la expansión de balance seguida por los bancos centrales hicieron que la rentabilidad de estos activos fuera paupérrima, deprimiendo enormemente el beneficio financiero de las aseguradoras.

Catalizadores externos

Pues bien, la subida de tipos de interés de los últimos trimestres ha devuelto el atractivo a la renta fija, lo que, previsiblemente, tendrá un impacto muy positivo en esta pata de su negocio. Desde luego, así lo recoge la evolución relativa del sector asegurador en su conjunto los últimos dos años, con la salvedad de aquellas entidades más dependientes del ramo del automóvil, donde la inflación ha hecho estragos los últimos tiempos. Como sabe, nosotros somos accionistas, desde hace años, de la aseguradora española **GCO (Grupo Catalana Occidente)**. Aunque en nuestra tesis de inversión no contemplamos, para ser conservadores, grandes alegrías en el resultado financiero que pueda conseguir los próximos años, la realidad es que este factor podría abaratar aún más su valoración bursátil al elevar sus beneficios. Pese a que me encantaría poder decir que la cotización de GCO empieza a recoger esta potencial mejora, la realidad es que la comunidad inversora sigue ignorando esta compañía tan bien gestionada. Lo que nos lleva a la conclusión de que la intensidad del catalizador también puede influir en el cierre de una ineficiencia.

Precisamente la intensidad del catalizador es un factor muy relevante en otro ejemplo de catalizador externo: los **movimientos corporativos**. En concreto, en aquellas situaciones en las que existe una oferta de adquisición por algunos negocios o activos de una empresa o, directamente, por la totalidad de la compañía. Un caso de lo primero sería la venta de las franquicias de Burger King realizada por parte de Ibersol, la compañía portuguesa de restauración, a Restaurant Brands Iberia, tras las distintas ofertas negociadas a lo largo del ejercicio 2022. Como ya tuvimos la oportunidad de explicar el pasado año, en nuestra IV Conferencia Anual para Inversores, este movimiento contribuía a destapar mucho valor, al poner en precio esos activos y dejar en evidencia el tremendo atractivo del resto de Ibersol. En esta ocasión, el catalizador sí surtió efecto y la cotización de la compañía, incluyendo dividendos, se ha llegado a apreciar hasta en un 60% desde que se hicieron públicas las primeras negociaciones. Por otro lado, un claro caso de lo segundo serían las ofertas de compra sucesivas que recibió Pendragon a lo largo del tercer trimestre de 2023, contribuyendo a destapar todo el potencial de revalorización que veíamos a esta inversión en escasos días.

Catalizadores internos

Sin embargo, esperar a que aparezca un catalizador externo puede llevar mucho tiempo, elevando el coste de oportunidad de una inversión. De ahí que sea importante intentar ser accionistas de aquellas compañías donde existan más probabilidades de que aparezcan los **catalizadores internos**. En general, hablamos de aquellos dependientes de las actuaciones del equipo directivo de una compañía y, más en concreto, de las relacionadas con su gestión de capital. No voy a explayarme en este punto, ya que [dedicamos](#) una carta trimestral en 2022 a incidir sobre su relevancia, por lo que expondré un par de ejemplos recientes muy esclarecedores. El primero sería el catalizador derivado de un movimiento corporativo originado internamente. Al contrario de lo comentado en los casos de **Ibersol** y **Pendragon**, en ocasiones es el propio equipo directivo el que intenta poner en valor algún activo de la compañía, como demuestra lo sucedido con la española **Elecnor** a lo largo de 2023. Como sabemos, su equipo directivo anunció en 2022 la búsqueda de un socio minoritario (posteriormente, a primeros de 2023, ampliaría su búsqueda a un socio mayoritario) para su filial de energías renovables Enerfin. Desde el anuncio de este proceso (ya ejecutado) hasta hoy, la cotización de esta compañía, que llevaba languideciendo varios años, se ha revalorizado alrededor de un 80%, evidenciando, una vez más, que el mercado puede ser muy ineficiente y que el equipo directivo de una compañía juega un papel muy relevante en nuestra rentabilidad como accionistas.

El segundo caso resulta tanto o más flagrante, ya que hablamos de una situación atípica en la que se juntan catalizadores externos (no tan obvios) con catalizadores internos. Efectivamente, estoy hablando de **AerCap**, el líder mundial en el negocio de leasing de aviones y cuya tesis de inversión hemos comentado en varias ocasiones. Pues bien, desde hace un tiempo, nos estamos viendo beneficiados como accionistas de dos dinámicas que el mercado no termina de reconocer. Por un lado, el sector de leasing de aviones está viviendo una favorable inflación de activos, merced a un sostenido cuello de botella en la producción por parte de los dos mayores fabricantes: **Airbus** y **Boeing**. ¿Los motivos? Una capacidad productiva incapaz de recuperarse tras los parones realizados durante la pandemia, amén de todos los problemas que está sufriendo Boeing con el diseño de su modelo 737 MAX. Esta oferta restringida, unida a una demanda prácticamente recuperada del impacto de la COVID-19, está propiciando una continua revalorización en los aviones que hoy están operativos. Esto se traduce, por un lado, en un mayor poder de fijación de precios (alquileres) por parte de las compañías de leasing y, por otro lado, en un mayor valor de su flota.

Precisamente, este segundo impacto es el más relevante en nuestra tesis de inversión, ya que el mercado no está recogiendo este mayor valor de los activos en las acciones de AerCap, generando una importante ineficiencia. Por tanto, el catalizador externo no está surtiendo efecto y se hace necesario un catalizador interno. Aquí es donde entra en juego el equipo directivo de la compañía,

contribuyendo a aprovecharse de esta ineficiencia y a destapar valor. En concreto, el equipo liderado por su consejero delegado Gus Kelly está vendiendo aviones que no encajan en la estrategia de largo plazo de la compañía a precios de mercado (inflacionados por los cuellos de botella), anotándose importantísimas plusvalías con estas ventas. No solo eso, en vez de repartir un dividendo o adquirir más aviones con ese efectivo generado, el equipo directivo está aprovechando que su cotización no refleja el valor de su flota para recomprar acciones propias (lo que equivale a comprar los aviones de la compañía con descuento) de manera muy agresiva. En concreto, a lo largo de 2023, AerCap recompró cerca de un 20% de sus acciones en circulación, incrementando el valor para los accionistas y contribuyendo a su buena evolución bursátil.

Conclusión

Con todo, para terminar, es importante que tengamos siempre presente que el contexto juega un papel esencial en el impacto más inmediato de un catalizador, sea del tipo que sea. Nos guste o no, el comportamiento de una acción o de un mercado depende de los flujos de dinero de la comunidad inversora. Por tanto, como comenté en el apartado anterior, el sentimiento juega un papel fundamental en esta ecuación. Pensemos en el caso de la bolsa española, ¿cómo podemos esperar una rápida reacción en la cotización del **Grupo Catalana Occidente** ante la mejora del resultado financiero, cuando el sentimiento negativo sobre el mercado español sigue siendo extremo? Sin ir más lejos, **Bank of America** destacaba en su conocida encuesta a gestores europeos realizada en enero, que España era el segundo mercado con peor atractivo de Europa (nuestro consuelo es que en octubre era el primero).² O la situación de la Bolsa de Hong Kong, un mercado que acumula cuatro años consecutivos de caídas y que ha comenzado el 2024 desplomándose más de un -10%, situándose en niveles no vistos desde hace casi 20 años.³ ¿Los motivos? Aunque las últimas caídas puedan estar explicadas por los efectos “bola de nieve” en exposiciones al mercado con estructuras apalancadas a través de derivados financieros, al menos en el caso de los índices chinos, la realidad es que el sentimiento negativo inunda este mercado como pocas veces se ha visto en ningún otro momento.⁴ Como comentaba, recientemente, el Estratega Jefe en China de Bank of America Securities:

Casi todos los días de este año la gente nos pregunta: ¿por qué cae China de nuevo?⁵

Por tanto, hablamos de situaciones en las que, salvo que sea de elevada intensidad y envergadura, el catalizador tendrá un papel más residual en el corto plazo para destapar el valor en algunas de nuestras inversiones. Sin embargo, no podemos perder de vista que, incluso en estos contextos tan extremos, los mercados terminarán reflejando su valor y la paciencia acabará dando sus frutos, como refleja esta conversación de 1955 entre Benjamin Graham (fundador del *value investing*) y el Senador Fulbright:

Fulbright: Cuando se topa con una situación especial y decide, por ejemplo, que puede comprar por 10 algo que vale 30 e invierte y, entonces, no puede realizar ese valor hasta que muchos inversores deciden que vale 30, ¿cómo funciona ese proceso [de destapar el valor]? ¿Publicidad o qué es lo que pasa?

Graham: Ese es uno de los misterios de nuestro negocio y es un misterio, tanto para mí como para el resto del mundo. Sabemos por experiencia que, al final, el mercado alcanzará su valor. Sucederá de un modo u otro.⁶

¹ Mental Models: The Best Way to Make Intelligent Decisions (~100 Models Explained), *Farnam Street*.

² Carvajal, A. (20 de enero de 2024). [La encuesta de Bank of America infrapondera a España y la sitúa como segundo peor destino de inversión tras Italia](#). Vozpópuli.

³ (22 de enero de 2024). [China Stock Selloff Worsens as Hong Kong Index Nears 19-Year Low](#). *Bloomberg News*.

⁴ Shidong, Z. (19 de enero de 2024). [China stocks rout exposes risk from US\\$30 billion of little-known leveraged 'snowball' derivatives](#). *South China Morning Post*.

⁵ Li, J. (19 de enero de 2024). ['Why is China down again?' Bewildered Hong Kong-based funds ask BofA Securities to explain stock losses](#). *South China Morning Post*.

⁶ (13 de enero de 2016). [Graham: The Mysteries of the Stock Market](#). *Novel Investor*. Corchetes añadidos como aclaración.