

**Carta interin a co-inversores del BrightGate Focus
1er semestre de 2026**

7 de julio, 2026, Madrid

*“In order to confuse your enemies, first confuse yourself.”
Don Tzu, plataforma X (anteriormente Twitter), circa 2026.*

Queridos co-inversores,

El Fondo cerró el 30 de junio con un NAV (clase institucional) de 2.400,7, lo que representa un 12,6% de rentabilidad durante el semestre, frente al 10,2% del S&P500, al 9,7% del MSCI World y al 1,9% del BofA US High Yield Index – en todos los casos, incluyendo la reinversión de dividendos o cupones, pero sin tener en cuenta el coste de cobertura de la divisa. Aunque el Fondo no tiene ningún índice de referencia, considero a los tres índices anteriores como un grupo representativo del universo de activos, acciones y bonos de alto rendimiento, en los que invierte la estrategia.

Como he venido mencionando reiteradamente en cartas anteriores, los resultados semestrales deben interpretarse con cautela. Aunque hasta ahora el comportamiento del Fondo ha sido superior a los objetivos marcados cuando se lanzó (Euribor más 700 puntos básicos), las oscilaciones del valor liquidativo a corto plazo, tanto al alza como a la baja, *pueden ser en gran medida aleatorias y no ser representativas de la creación (o destrucción) de valor* acaecida en cada una de nuestras empresas.

El Fondo ha mostrado un desempeño similar al de los índices de renta variable mencionados anteriormente durante el semestre, y muy superior al del índice de HY. A modo de sonar repetitivo, conviene señalar que el Fondo ha seguido con una exposición nula a toda la temática en general de la inteligencia artificial (IA), que es la que a nivel tanto de Estados Unidos como de los países emergentes (gracias a Corea del Sur y Taiwán) ha liderado las ganancias en dichos índices. Las empresas que componen nuestra cartera siguen cotizando a valoraciones que deberían producir retornos futuros razonables y siguen teniendo sólidos retornos sobre sus activos – a diferencia de muchas de las empresas más especulativas de hoy en día que, junto con las empresas de semiconductores, han liderado las ganancias en los índices recientemente.

La frase con la que encabezó esta carta (*“In order to confuse your enemies, first confuse yourself”*) empezó a circular como meme en las redes sociales chinas al poco del comienzo del conflicto en Oriente Medio. Para la población china y, semanas más tarde, para el resto del mundo fuera de Estados Unidos, la frase ha pasado a ejemplificar el enorme deterioro de las instituciones democráticas estadounidenses, caracterizado por la nula planificación y la aparente arbitrariedad en la forma en que se toman las decisiones – tanto las de política nacional como las de política internacional.

Sin embargo, y para nuestros propósitos, no solo es la administración estadounidense la que parece estar profundamente confundida, sino también los mercados financieros, los cuáles parecen haber metabolizado el caos que reina en la política nacional y han adaptado la

filosofía de “todo vale”. Creo firmemente que no exagero cuando digo que *el primer semestre de este año pasará a los libros de historia financiera como uno de los más absurdos en la historia de los mercados*.

Por un lado, y como detallaré en la siguiente sección, hemos presenciado, desde el cierre del Estrecho de Ormuz a principios de marzo, la mayor disrupción física de la historia en los mercados de energía, aunque sin ningún impacto aparente (todavía) en los precios del petróleo, gas natural, carbón térmico o electricidad. A pesar de que los precios del petróleo y del gas natural subieron fuertemente durante las primeras semanas del conflicto, han corregido gran parte de las subidas y, de hecho, según escribo estas líneas, el precio del petróleo está por debajo de los niveles a los que cotizaba justamente antes del comienzo del conflicto.

En paralelo, la burbuja relacionada con todo el ecosistema de la IA se ha seguido inflando de manera imparable. Si en la carta anterior ya advertía sobre las elevadas valoraciones de los índices en su conjunto (especialmente los estadounidenses), en estos seis meses los precios de las acciones tecnológicas han seguido su inevitable ascenso, convirtiendo a la burbuja actual como la mayor de la historia, por encima de las burbujas de 1929, del 1973-’74 y la del 2000. Las narrativas futuristas imperan por doquier y, cuánto más disparatadas, mejor, ya que así imposibilitan poder calcular ningún beneficio a corto o medio plazo – lo cuál anclaría la valoración a niveles más mundanos. Tenemos ya desde empresas que prometen enviar centros de datos al espacio con valoraciones superiores a los dos billones de dólares, hasta varias empresas de centros de datos terrestres que valen cientos de miles de millones con elevados volúmenes de deuda y con un apetito insaciable para obtener más capital, pasando por empresas sin modelos de negocio, pero cuyas valoraciones se han disparado porque “se dedican a la inteligencia artificial”. Finalmente, como no podía ser de otro modo, también tenemos los siempre clásicos ejemplos de empresas cíclicas que van a dejar de serlo (*esta vez es diferente*), ya que por lo visto han convertido sus negocios en algo más similar a “infraestructura necesaria”, posibilitando así fuertes ampliaciones en los múltiplos a los que cotizan.

No solo las valoraciones bursátiles se han ido alejando más y más de la realidad en estos últimos meses. Adicionalmente, hemos ido conociendo *nuevos detalles que cuestionan seriamente la sostenibilidad a corto plazo de todo el modelo de negocio actual de la IA*.

Recientemente, Anthropic y OpenAI han movido su modelo de negocio desde una tarifa basada en una suscripción plana a una basada en el número de tokens gastados. Inevitablemente, los clientes han ido descubriendo que los costes de los LLMs habían estado siendo fuertemente subvencionados por estas empresas, siendo el coste real mucho más alto. Desde clientes que “accidentalmente” han [gastado en un mes 500 millones de dólares de presupuesto](#), hasta el director de operaciones de Uber, afirmando que la empresa se gastó [su presupuesto anual de tokens en solo cuatro meses](#), pasando por Meta, que recientemente ha [restringido el uso de la IA](#) a sus empleados tras ver sus elevados costes.

En otras palabras, según las empresas corten las subvenciones actuales, *los usos actuales de la IA van a quedar muy reducidos en clientes que puedan asumir los elevados costes de la operación* – es decir, clientes de empresa que lo necesiten para tareas muy concretas. Para el resto de la gente, la IA es claramente hoy en día un producto con [rentabilidades sobre la inversión negativas](#).

Todo lo anterior es patente cuando se miran los números de OpenAI, que fueron publicados hace unas semanas por el [Financial Times](#) y [Ed Zitron](#). En ellos, podíamos comprobar cómo las pérdidas de OpenAI se disparaban desde los 5.000 mil millones de dólares en el 2024 hasta casi los 40.000 mil millones (sí, es correcto, *no* he puesto un cero de más), como consecuencia de una estrategia de querer obtener clientes adicionales e ingresos a todo coste, sin importar la sostenibilidad del negocio. Aunque todavía no disponemos de suficiente detalle adicional de las cuentas, no sería de extrañar que OpenAI (y, probablemente, Anthropic) estén moviendo una gran parte de sus costes de la partida de coste de ventas, mejorando así sus márgenes brutos, hacia otras partidas de costes fijos como gastos de investigación y desarrollo. ¿Con qué propósito? Con la idea de poder afirmar que el modelo de negocio es ya rentable en la parte de inferencia (en donde una gran parte de los costes son variables), mientras que la parte cara del proceso es el entrenamiento de nuevos modelos, que está por debajo de la línea de margen bruto. Dario Amodei [ha afirmado](#) que, si no fuese por el entrenamiento de los nuevos modelos, el negocio sería ya rentable – una afirmación, que obviamente, no podemos confirmar y que es dudosa en el mejor de los casos.

Con independencia de la importancia que puedan tener estos juegos contables, la realidad es que el modelo de negocio de todas estas empresas es bien diferente al de las de software, que es el modelo con el que se comparan y las valoraciones a las que les gustaría cotizar en una potencial salida a bolsa. Mientras que en el caso de las empresas de software la estructura de costes cuenta con una gran parte de costes fijos y un coste mínimo para servir a un cliente adicional, las empresas de IA cuentan con costes fijos aún mayores y un porcentaje importante de costes variables, ya que el coste de los tokens está directamente ligado al uso.

Otros hechos como que OpenAI haya [pospuesto su salida a bolsa](#), que esté considerando [recortes en los precios](#) (cuando en teoría la demanda es infinita), que se nos intente impresionar [con nombres como Mythos](#) diciendo que los [modelos ya son muy poderosos](#) como para que anden por ahí sueltos, o directamente [presentaciones que nos enseñan a cómo valorar empresas](#) utilizando gansos y huevos de oro, son claros síntomas, en mi opinión, de que el sector todavía está intentando resolver la pregunta existencial de cómo van a poder rentabilizar todo la inversión que el sector privado está acometiendo. Como explicaré más tarde, y esta es probablemente *la dinámica a corto plazo más importante a entender*, la inversión genera automáticamente beneficios en el corto plazo; sin embargo, según los volúmenes de inversión disminuyan por cualquier motivo es entonces cuando quedará patente que el objetivo de rentabilizar todas estas inversiones de cara al 2030 es, simplemente, una quimera.

El resto de la carta de este semestre está estructurado como sigue. En primer lugar, me gustaría ofrecer algunas observaciones sobre la crisis energética actual y sus potenciales implicaciones tanto para los mercados como para nombres individuales. A continuación, explicaré un aspecto de la ecuación de Levy-Kalecki que dejé sin explorar en la carta de hace seis meses, pero que creo que es crucial para entender las dinámicas a corto plazo que está teniendo el boom de inversión privada del negocio de la IA sobre la generación de beneficios en la economía estadounidense. Finalmente, como en años anteriores, explicaré las principales incorporaciones y desinversiones que he realizado en el Fondo estos meses, así como unas breves actualizaciones de las principales compañías que forman nuestra cartera.

Confesiones de un contador de barriles

Sin duda, el mayor evento en los mercados este semestre ha sido el cierre del Estrecho de Ormuz. Considerada la principal arteria del comercio de petróleo del mundo, el Estrecho se cerró a principios de marzo y, desde entonces, ha estado completa o parcialmente cerrado. Para muchos analistas de geopolítica o de los mercados de la energía, no solo un cierre tan largo era tradicionalmente considerado impensable, sino simplemente el hecho de que se cerrase por un corto período de tiempo. En el resto de la sección explicaremos nuestra visión sobre el impacto del cierre sobre los mercados de la energía, sin aventurarnos en evaluar ni las razones por las que Estados Unidos ha entrado en el conflicto ni, tampoco, los posibles impactos geopolíticos de largo plazo que dejará ni tampoco qué tipo de acuerdo se alcanzará en las próximas semanas – si es que finalmente se alcanza uno.

Para dar una magnitud del impacto del cierre del Estrecho, desde el inicio del conflicto se han perdido diariamente unos 12-13 millones de barriles de producción (Mbpd) entre Arabia Saudí, los Emiratos, Kuwait e Irak. Conviene señalar que esta cifra ya tiene en cuenta las rutas alternativas que se han habilitado hacia el Mar Rojo y Fujairah; sin ellas, las pérdidas de producción habrían alcanzado los 19-20 Mbpd, ya que tanto Arabia Saudí como los Emiratos se hubiesen quedado rápidamente sin capacidad de almacenamiento y, al igual que sus vecinos, hubiesen tenido que parar la producción en todos sus campos.

Dado que la demanda mundial de petróleo antes del conflicto eran 104 Mbpd, la producción media perdida diaria representa el 12% del total, un impacto sin precedentes en la historia del petróleo.

Si el impacto ha sido tan elevado, ¿por qué los precios del Brent se sitúan hoy en unos 73 dólares, los mismo a los que cotizaba justo antes del inicio de la guerra? En el mundillo de la energía, los analistas encargados de estudiar si los mercados están en equilibrio o no tienen básicamente como tarea estimar cuántos barriles se producen en un momento determinado y cuántos se demandan, para que una vez que se entienden ambas variables poder encontrar finalmente la evolución de los inventarios, que son en última instancia los que determinan los precios de la materia prima a medio plazo. Tradicionalmente, a estos analistas se les conoce en la industria, de manera un poco despectiva, como “contadores de barriles”, y son de las personas más informadas en el mundo para poder opinar sobre la evolución esperada de los precios de una materia prima en particular.

Según hemos seguido la evolución del conflicto estos tres últimos meses, no diría que nos hemos convertidos en contadores de barriles al cien por ciento de nuestro tiempo, pero casi. Y, al igual que la mayoría de los contadores de barriles más reputados del mundo, *nos hemos quedado francamente sorprendidos por el poco impacto que ha tenido el conflicto sobre los precios de la energía* – con la excepción de los márgenes de refino, como explicaré más adelante.

El consenso general entre los contadores de barriles ahora mismo es que los dos mayores contrapesos a las pérdidas de producción han sido, respectivamente, la flexibilidad que ha demostrado la economía china y la liberación de barriles de reservas estratégicas por parte de varios gobiernos del mundo desarrollado. Dado que este segundo factor ha sido ampliamente analizado, y que previsiblemente perderá peso en las siguientes semanas dado que el calendario original estipulaba menores flujos de salida a partir de ahora (a menos que acuerden otro anuncio conjunto para liberar más barriles en las próximas semanas), me

centraré en las siguientes línea en dar una explicación sobre lo que está sucediendo en la economía china.

En primer lugar, China ha reducido con fuerza las importaciones de crudo desde marzo, con una disminución que ha llegado alcanzar los 5 Mbpd en las primeras semanas de junio. Dado que las importaciones chinas han estado en el rango de los 10-12 Mbpd en los últimos años, dicha caída representa un 40% respecto a los volúmenes previos al conflicto. Para dar una idea a los lectores de lo insustituible que es la demanda de petróleo a corto plazo, durante los cierres del Covid durante los primeros meses del 2020, la mayor caída a nivel global que se registró fue del 25-30% de la demanda, que se produjo en abril. En otras palabras, pensar que China ha destruido en estos meses una cantidad de demanda mayor en un espacio de tiempo tan reducido y, sobre todo, sin haber sido incentivada por precios altos durante un período de tiempo prolongado, es claramente irrealista.

La caída de las importaciones se ha reflejado también en el volumen de productos refinados. Durante estos meses, las refinerías han reducido drásticamente la utilización de sus capacidad, operando en muchos casos en los mínimos operacionales que pueden aguantar las refinerías – en torno al 50-60%. Como veremos más adelante, la reducción de capacidad efectiva china está teniendo impactos de largo alcance en los márgenes de refino mundiales.

La explicación más plausible es que dicha caída en las importaciones (y en los volúmenes refinados) ha sido cubierta en parte por una pequeña cantidad de destrucción de demanda, que los analistas cifran en el entorno de 1-2 Mbpd (derivada principalmente de la caída en productos petroquímicos y, en mucha menor medida, de un menor volumen de tráfico aéreo¹), y el resto por inventarios estratégicos que, desgraciadamente, al estar bajo tierra, no son observables. Durante estos últimos años, varios analistas ya habían advertido sobre la [aparente arbitrariedad de los datos de importaciones de petróleo chinas](#), sugiriendo que los elevados volúmenes registrados en el 2023 eran más fruto de una acumulación de inventarios que de una demanda final robusta. De hecho, la desaceleración económica producida desde el pinchazo de la burbuja inmobiliaria en el 2022 ha debido tener un impacto importante sobre la demanda de productos de petróleo – especialmente el diésel.

Pero volviendo a la actualidad, dado que desconocemos el tamaño total de las reservas estratégicas chinas, es difícil saber cuánto tiempo más puede China estar usando sus inventarios estratégicos para rebalancear los mercados energéticos globales. Lo que sí podemos aventurar es que *si quieren volver a construir sus inventarios estratégicos una vez finalice el conflicto, la demanda china adicional de barriles se convertirá en un viento de cola para los próximos trimestres*, al igual que ha ocurrido hace unos años.

Una conclusión similar podemos avanzar en el caso de los inventarios, tanto estratégicos como comerciales, del resto del mundo. En este caso, dado que conocemos los números, es más fácil valorar el impacto que ha tenido el conflicto sobre estos inventarios. En la mayoría de estos casos, y a diferencia de China, los volúmenes de inventarios están muy por debajo de sus medias históricas, y en algunos casos es muy probable que estén cerca de sus mínimos operacionales. Aunque creemos que hemos pasado lo peor del conflicto en cuanto a pérdidas

¹ Otro factor que se suele mencionar ha sido el impacto de la flota de coches eléctricos sobre el consumo de la gasolina. Sin embargo, aunque la penetración que están teniendo los coches eléctricos en China es de las más altas del mundo (si tenemos en cuenta los vehículos eléctricos puros más los híbridos enchufables, dicha cuota fue algo superior al 50% en el 2025), como porcentaje del parque automovilístico siguen estando ligeramente por encima del 10%. Aunque no es un número desdeñable, no es claramente la razón por la reducción de las importaciones en China.

de producción, si las negociaciones se alargan o directamente se rompen podríamos presenciar caídas aceleradas adicionales de inventarios y, esta vez, a diferencia de finales de febrero, los niveles de inventarios ofrecen poco colchón – el volumen de inventarios perdidos estos tres meses ha ascendido a aproximadamente mil millones de barriles.

Si nos movemos en la cadena de valor desde la producción del crudo al proceso de refino, la historia no podría ser más distinta. Aunque el impacto del conflicto en la industria del refino en términos de volúmenes ha sido algo menor que en el caso de la producción (como detallaré, la capacidad de refino del Golfo Pérsico asciende a unos 10Mbpd), los márgenes de refino según escribo estas líneas siguen cerca de máximos históricos, mientras que el crudo sigue en los niveles previos al conflicto. Si se quiere entender el impacto de la crisis energética sobre la economía mundial, uno no debería considerar a la industria del refino como una mera nota a pie de página: dado que los márgenes actuales de refino (dependiendo del área geográfica) se sitúan en una amplia horquilla de entre 50 y 80 dólares por barril, eso significa que para llegar al precio de los productos refinados (ej. gasolina), uno tiene que sumarle estos márgenes elevados al precio del crudo. Dado que los márgenes de refino no han dado respiro, los precios de los productos siguen en niveles muy elevados, con potenciales ramificaciones en los índices de precio y actividad económica.

Los titulares de la prensa han quedado acaparados por la caída en la producción de crudo, la más grave de la historia. Menos comentado ha sido el hecho de que tras el Estrecho hay también una capacidad de refino sustancial. La capacidad se desglosa como sigue: Arabia Saudí (3,3 Mbpd), Irán (2,4), Kuwait (1,5), Emiratos (1,4), Irak (0,4) y Catar y Baréin (ambos con 0,4). Para despejar dudas, parte de esa capacidad no se ha visto afectada: la refinería YASREF de Aramco, por ejemplo, está situada en Yanbu y tiene acceso a las rutas del Mar Rojo. Aun así, creo que la cifra agregada del Golfo Pérsico ofrece una idea del impacto que ha tenido el cierre del Estrecho sobre la capacidad mundial. Por otro lado, el alcance del daño en muchas refinerías (Ras Tanura, Samref, Ruwais, Mina al-Ahmadi y Mina Abdullah han sido atacadas en algún momento durante el conflicto) no está claro, pero es probable que provoque un retraso de varias semanas o meses incluso en el caso de que los flujos se normalicen finalmente.

A la pérdida de capacidad en el Estrecho se suma el hecho explicado más arriba: las refinerías asiáticas, y muy en especial las chinas, han venido operando en los últimos meses muy por debajo de su capacidad máxima. Finalmente, los ataques ucranianos de los últimos meses han hecho mella también en la capacidad de Rusia para refinar productos, con estimaciones que circulan situando las pérdidas en un 20% de la capacidad total del país – alrededor de 1Mbpd en pérdidas.

En cualquier caso, dando un paso atrás, *lo esencial es comprender que la demanda mundial de productos apenas ha disminuido, mientras que la oferta (la capacidad de refino) se ha contraído de forma severa*, dando lugar a caídas sin precedentes en los inventarios de productos. Estas caídas, que continuarán a corto plazo hasta que el flujo del Estrecho esté normalizado, se han traducido en márgenes de refino estadounidenses cercanos a máximos históricos. De cara al futuro, el factor relevante para las empresas de refino no es tanto si llegaremos a nuevos niveles récord, sino cuánto durará el entorno actual de márgenes elevados. Aunque dichos márgenes fueron muy elevados en 2022, el impacto de la guerra de Ucrania fue relativamente superficial en términos de capacidad perdida – y, aun así,

proporcionó a las refinerías un impulso importante que se extendió un par de años. Estoy convencido que la crisis actual es mucho más profunda que la anterior.

No me gustaría concluir esta sección sin al menos mencionar que, aunque soy optimista a corto plazo tanto con las empresas de producción como de refino, *a medio plazo deberíamos ser más cautos*. El cierre del Estrecho ha abierto la caja de Pandora con varias dinámicas de largo alcance que se irán manifestando en los próximos años. La principal dinámica positiva ya la he comentado: la necesidad de recuperar los volúmenes de inventarios perdidos con el fin de estar preparados para otra eventualidad. Las negativas, por otra parte, son al menos dos. La primera, que muchos países seguirán empujando, de una manera acelerada ahora, sus agendas de independencia energética, las cuáles implicarán, en mayor o menor medida, más peso de las renovables, la nuclear y los coches eléctricos en el mix energético. La segunda es que, tras la salida de los Emiratos de la OPEP, así como las recientes amenazas de Iraq de seguir el mismo camino, la disciplina productora del grupo va a ser más cuestionable. Aunque hasta que no se normalicen completamente los flujos es difícil saber cuánto podrán llegar a producir los Emiratos, varias estimaciones apuntan a que podrían llegar a los 5 Mbpd – una cantidad adicional considerable.

En cualquier caso, las inversiones en renta fija en productoras de petróleo y de refino deberían funcionar bien, ya que en muchos casos solo hacen falta unos pocos trimestres de beneficios extraordinarios para poder repagar la deuda anticipadamente. En el caso de las inversiones en renta variable, como explicaré más adelante, he sido más cauto con nuestra exposición a estos nombres, especialmente en el caso de las productoras, prefiriendo tener exposición a empresas de fertilizantes y, en menor medida, a refino.

Una breve observación adicional sobre los beneficios de la economía estadounidense y la ecuación de beneficios Levy-Kalecki

En la carta de hace seis meses expuse el funcionamiento de la ecuación de beneficios Levy-Kalecki y su aplicación al caso de la economía estadounidense. Como argumenté, la proporción de los beneficios corporativos respecto al PIB (o lo que es igual, el margen agregado de beneficios) ha venido ampliándose paulatinamente a lo largo de este siglo, hasta situarse actualmente en máximos históricos, en torno al 13-14%. Defendí que la mejor explicación para este ascenso residía en el fuerte aumento de los déficits fiscales, habiendo pasado de aproximadamente un presupuesto equilibrado durante la administración Clinton a los recientes déficits elevados, en niveles del 5-7%. La conclusión con la que cerraba la sección es que el mercado estaba aplicando múltiplos sin precedentes sobre una corriente de beneficios que, a su vez, se encontraba también en niveles récord.

Pasé por alto, sin embargo, explorar a fondo la que probablemente sea ahora la aplicación más relevante de la ecuación de los beneficios, y no es otra que *el impacto que están teniendo los elevados volúmenes de inversión en el ecosistema de la IA sobre los beneficios del sector corporativo*.

Dicho de otro modo, la pregunta que seguramente muchos lectores se han estado haciendo últimamente es la siguiente: ¿cómo puede coexistir una inversión tan colosal en centros de datos, que sabemos que está abocada a no ser rentable, con un crecimiento tan rápido de los beneficios de las compañías del S&P? Es una pregunta absolutamente legítima que, de

hecho, se está [formulando a diario la prensa financiera](#) – aunque, de momento, con respuestas poco satisfactorias.

Dando un paso atrás, a modo de recordatorio, la ecuación de los beneficios es la siguiente:

$$\text{Beneficios después de impuestos} = \text{Inversión neta} - \text{Ahorro de los hogares} \\ + \text{Déficit fiscal} - \text{Déficit sector exterior} + \text{Dividendos}$$

Como se puede comprobar, el primer término de la expresión sostiene que unos mayores volúmenes de inversión se corresponden con unos mayores beneficios. Aunque dicha relación pueda parecer a primera vista paradójica, se vuelve intuitiva una vez que se entiende cómo funciona la contabilidad a nivel individual de las empresas. Por un lado, las inversiones en capital fijo son simplemente una salida de caja para la empresa que las realiza, sin ningún impacto a corto plazo en su cuenta de resultados – y, por lo tanto, sin ningún impacto en sus beneficios. Por otro lado, la empresa que vende las inversiones en capital fijo registra en su cuenta de resultados una venta de (digamos) maquinaria y, por lo tanto, un beneficio. Al consolidar las cuentas de resultados de este sencillo sector empresarial compuesto por dos empresas, *resulta evidente que los beneficios han aumentado como consecuencia del aumento de la inversión*.

Naturalmente, en períodos sucesivos, y salvo que ocurran otras transacciones, la depreciación de la maquinaria comenzará a reflejarse en la cuenta de resultados de la empresa que lo adquirió, pero es un efecto que no se manifiesta de inmediato, sino diferido (y de manera lineal) en el tiempo.

En suma, todos los fuertes incrementos de beneficios empresariales que han acompañado a todas las grandes burbujas del capitalismo no se han derivado del impacto de las nuevas tecnologías, sino de una explicación mucho más prosaica: *las propias reglas contables bajo las que hemos organizado los sistemas capitalistas modernos encierran en su seno, por definición, estas propias dinámicas*.

La siguiente tabla, [procedente de S&P Global](#), ilustra uno de estos episodios, los años inmediatamente anteriores a la burbuja de las puntocom y las telecomunicaciones. En ella pueden apreciarse, en la primera columna, la evolución de los beneficios operativos por acción, desde el segundo trimestre de 1998 hasta el mismo trimestre de 2001:

Fecha	Beneficios trimestrales operativos por acción (\$)	Precio del S&P500 (\$)
2Q'01	9,02	1.224,4
1Q'01	10,73	1.160,3
4Q'00	13,11	1.320,3
3Q'00	14,17	1.436,5
2Q'00	14,88	1.454,8
1Q'00	13,97	1.498,6
4Q'99	13,77	1.469,2
3Q'99	12,97	1.282,7
2Q'99	13,21	1.372,7
1Q'99	11,73	1.286,4
4Q'98	11,45	1.229,2
3Q'98	10,45	1.017,0
2Q'98	11,43	1.133,84

Beneficios trimestrales operativos por acción (no anualizados) y cotización del S&P500, respectivamente, 2Q'98-2Q'01. Fuente: [S&P Global](#).

Los beneficios por acción eran de 10,4 en el tercer trimestre de 1998 y, a partir de ahí, tuvieron una subida imparable hasta alcanzar los 14,9 en el segundo trimestre de 2000 – cerca de un 43% de subida en menos dos años. Durante todo ese período, la inversión en fibra y en el resto de equipamiento necesario para vertebrar la era digital, como rúters y semiconductores, fluyeron directamente como beneficios hacia empresas como Cisco e Intel. Resulta relevador que la burbuja pinchara precisamente en el momento más álgido de los beneficios. A partir de ahí, el desplome de la cotización de estas acciones durante esos meses fue uno de los detonantes de la dinámica inversa: precios más bajos, que desencadenaron menores órdenes de inversión en capital fijo, que a su vez desencadenaron menores beneficios que, a su vez, acababan retroalimentando precios aún más bajos como consecuencia de la revisión de las expectativas. Para cuando se completaron varias rondas de este círculo vicioso, *los beneficios operativos se habían desplomado en menos de un año hasta los 9 dólares*, alcanzando la friolera caída de casi el 40%. Fue una contracción comparable a la que sufrió el sector corporativo estadounidense durante la Crisis Financiera Global, un episodio mucho más dramático en sus consecuencias económicas que el pinchazo de la burbuja puntocom. Aun así, el ciclo de retroalimentación inversión-beneficios-precios había sido tan poderoso durante los años previos al estallido que bastó para propiciar un desenlace similar al de una de las peores crisis financieras en la historia de Estados Unidos.

Las dinámicas actuales son exactamente idénticas a las de aquella burbuja. La diferencia es que esta vez los volúmenes de inversión están fluyendo como beneficios hacia un grupo más reducido de empresas: las de semiconductores. Por lo demás, una vez comprendida esta dinámica, *no debería sorprendernos que los beneficios operativos del S&P sigan creciendo a tasas elevadas*, incluso en un contexto de crecimiento económico mediocre. Basta con que la inversión de las grandes empresas y del resto del ecosistema se empiece a enfriar por cualquier motivo (bien sea por falta de apetito por nuevas emisiones de deuda o fondos propios o, lo que será más probable, por una divergencia en la cotización entre las empresas que realizan la inversión y las que la reciben como beneficios) para que toda la dinámica ascendente tome el rumbo inverso. Aunque intentar acotar plazos es una tarea fútil en el mundo de las inversiones, no me extrañaría que ocurriese en los próximos trimestres, dados los elevadísimos volúmenes de inversión de los que estamos hablando.

Kalecki concluyó sus reflexiones sobre la ecuación de los beneficios con un famoso aforismo escrito en su habitual estilo, elegante y lacónico: “[l]a tragedia de la inversión es que provoca crisis porque es útil. Sin duda mucha gente considerará que esto es paradójico. Pero no es la teoría la que es paradójica, sino su realidad – la economía capitalista.” Lo que jamás pudo sospechar ni una mente tan brillante como la suya es que, un siglo más tarde desde que formulase su ecuación, la paradoja no sería que “la tragedia” de la inversión que estamos acometiendo es que fuese útil, *sino completamente inútil*, dada la depreciación acelerada y el riesgo de obsolescencia tecnológica a la que se verán sometidos estos activos.

Estructura de la cartera y novedades del semestre en nuestras principales inversiones

A cierre de junio, la estructura de la cartera es la siguiente. Tenemos un 74,9% invertido en renta variable a largo plazo, un 12,4% en situaciones especiales (a través de nuestra posición en Liquidia), un 3,6% en renta fija a través únicamente de nuestra posición en los bonos de MC Brazil, alrededor de un 2% en preferentes a través de nuestra posición en Freddie Mac y un 7,4% en efectivo y equivalentes.

Respecto a la composición sectorial, los principales sectores en los que estamos invertidos son: consumo cíclico con un 17,1%, financiero 24,4%, consumo no cíclico 21,5%, energía 20,8% y materias primas 7%. Las compañías que tenemos en cada uno de estos sectores son muy diversas y, con la excepción de nuestra exposición al sector del refino en Estados Unidos, en el cual tenemos un 8% del Fondo invertido en esta temática, el resto de la cartera está moderadamente diversificado en industrias muy diversas, con negocios que van desde la salud, a distribución de piezas de automóviles en Europa, pasando por bancos regionales en Estados Unidos o empresas de construcción residencial.

A continuación, comentaré los desarrollos más notables de nuestras tres principales inversiones de renta variable a largo plazo que han ocurrido durante el semestre. Entre las tres, representan aproximadamente el 25% de los activos totales del Fondo. Para aquellos inversores menos familiarizados con alguna de estas posiciones, en las cartas de años anteriores he explicado algunas de estas tesis en detalle:

Liquidia Corporation (LQDA:US)

Adquirimos nuestras primeras acciones en Liquidia allá por el año 2021 y, desde entonces, creo poder afirmar por primera vez que, tras numerosos altibajos a lo largo de todo este tiempo, nos aproximamos muy rápidamente al desenlace de este largo trayecto; un desenlace que, además, debería culminar con una cotización muy superior a la actual.

¿Cuál es el último escollo para una resolución favorable? Que el juez Andrews se pronuncie, tras un año estudiando el caso, sobre la patente '327, cuyas implicaciones afectan a la capacidad de Liquidia para atender a los pacientes con hipertensión pulmonar asociada a enfermedad pulmonar intersticial (PH-ILD), una indicación que abarca a un número de pacientes mayor que la indicación de hipertensión pulmonar clásica (PAH) y, lo que es más importante, carente de un tratamiento efectivo tras los malos resultados de Tyvaso en estos estudios. Un fallo adverso del juez, algo que considero sumamente improbable ya que privaría del acceso a la terapia a pacientes que la reciben desde el año pasado (algo sin precedentes en la historia de patentes farmacéuticas en Estados Unidos), supondría un revés temporal para Liquidia, ya que le restringiría el acceso al mercado del PH-ILD – o, lo más probable, seguiría vendiendo Yutrepia para PH-ILD bajo un etiquetado limitado.

Incluso en ese supuesto, la posibilidad de tratar a pacientes PAH no solo por vía respiratoria, sino también a aquellos que están migrando desde terapias orales y parenterales hacia Yutrepia, justificaría un precio de la acción en línea con los niveles actuales. Ahora bien, como mencionaba al principio, el escenario más probable es una victoria limpia, lo que debería impulsar la cotización de la acción al terreno de los tres dígitos y, en poco tiempo, abrir la puerta a la adquisición de la empresa por una gran farmacéutica deseosa de hacerse con el medicamento de referencia en su especialidad durante los próximos años. Dado que

el mercado potencial asciende a unos 5.000 millones de ventas al año (contando los pacientes PAH orales, las transiciones y los pacientes de PH-ILD, pero sin incluir indicaciones que están actualmente en estudio, como la fibrosis pulmonar), no sería descabellado pensar que la compañía termine vendiéndose en una horquilla de 13 a 17 mil millones, lo que implicaría duplicar desde los niveles actuales.

Northeast Bank (NBN:US)

Un semestre más, Northeast Bank (NBN:US) se mantiene como una de las posiciones de mayor peso del Fondo. El comportamiento de la acción durante este período ha sido notable, recuperando buena parte del terreno perdido en el semestre anterior. Aun así, las acciones siguen cotizando a un PER de unas 10 veces y a un P/BV de 1,8x, valoraciones que considero muy poco exigentes para uno de los mejores bancos de los últimos quince años en todo Estados Unidos, dirigido por un equipo que comprende a la perfección como maximizar las decisiones de asignación de capital en favor de los accionistas.

En términos operativos, el banco siguió funcionando como de costumbre – es decir, con resultados sencillamente extraordinarios. En el último trimestre publicado, Rick y su equipo lograron un ROA del 2,4% (del 2,2% en los últimos doce meses) y un ROE del 21,7% (18,4%). Cabría pensar que se trata de cifras fruto de alguna casualidad o de factores irrepetibles, pero lo cierto es que se han alcanzado incluso con algún viento de cara, ya que el negocio de SBA sigue con volúmenes bajos y, además, el banco no ha logrado todavía invertir los 1.000 millones de dólares de capacidad que aún conserva para adquirir nuevos préstamos. En otras palabras, *el balance tiene poco apalancamiento*. No tengo ninguna duda de que eventualmente el equipo hallará ideas atractivas en las que desplegar todo ese capital, lo que acelerará el crecimiento del valor en libros cuando suceda.

A principios de mayo tuve la suerte de visitar sus oficinas en Boston en compañía de unos amigos, y pude constatar de primera mano su filosofía de gestión: simple, consistente, sin estridencias ni los consabidos mensajes vacuos que proliferan en la mayoría de los consejos de administración. No solo los resultados del banco han sido extraordinarios hasta la fecha, sino que el riesgo asumido para obtenerlos ha sido, a mi juicio, reducido. Esta filosofía refuerza mi convicción de que estamos ante un negocio de calidad “blue chip” (por emplear una etiqueta muy manida) disfrazado de banco regional a ojos externos, capaz de seguir batiendo con holgura a los índices en los próximos años.

Molina Healthcare (MOH:US)

Adquirimos Molina a finales del año pasado y expuse la tesis de esta empresa en la última carta. Desde entonces, la acción ha tenido un buen comportamiento, si bien ello obedece más al azar que a cambios en el negocio, pues en este reducido período de tiempo las novedades han sido escasas.

El equipo directivo organizó un día del inversor a comienzos de mayo, en el que detalló los objetivos para el negocio de aquí a 2029. Fieles a la filosofía histórica de este equipo, los objetivos fueron prudentes, asumiendo una normalización muy lenta de los MCRs del negocio de Medicaid. Esta recuperación tan lenta implica que la mayoría de los competidores de Molina seguirán perdiendo dinero durante los próximos dos años, algo que

para muchos estados resultará insostenible si pretenden conservar una cobertura aceptable para sus miembros. Aunque los próximos trimestres serán, como siempre, inciertos, la ajustada estructura de costes de Molina le permitirá seguir acumulando capital y ganando nuevos contratos de manera competitiva, como ha sido recientemente el caso con la adjudicación de uno de los contratos de Medicaid en Illinois.

Las cotizaciones de todo el sector han repuntado desde los mínimos de hace unos meses y acumulan ganancias en el año, a raíz de que los incrementos en sus costes se han moderado respecto a los dos últimos años. Si tal tendencia se consolida a corto plazo es, obviamente, un tema abierto a debate. Lo que sí parece más claro es que las mejoras en las primas de los planes, derivadas de las revisiones actuariales, deberían proporcionar un cierto alivio a los beneficios de estas empresas en los próximos trimestres.

Principales incorporaciones a la cartera

Durante la primera mitad del año, el Fondo incorporó las siguientes acciones, por orden alfabético: Bank7 (BSVN:US), Canadian Natural Resources (CNQ:CN), CF Industries (CF:US), Cheniere Energy (LNG:US), Daiwabo Holdings (3107:JP), Par Pacific (PARR:US) y PBF Energy (PBF:US). En la cartera de renta fija adquirimos en marzo los bonos de la refinera brasileña MC Brazil, con rentabilidades cercanas al 10% en euros – aunque dado el buen comportamiento del bono desde la compra, las rentabilidades a vencimiento se han comprimido y están hoy más cercanas al 7%.

Explicaré brevemente las tesis de CF Industries y de Daiwabo Holdings. En el caso de la empresas de refino dedico una sección entera a explicar el racional de la tesis en más detalle. Los bonos de MC Brazil caen también bajo este paraguas, aunque dado el riesgo sustancialmente menor que presentan, he optado por dejarlos fuera de la discusión.

CF Industries es una compañía estadounidense dedicada a la producción de fertilizantes nitrogenados – que pueden adoptar la forma de amoníaco, urea o nitratos. El nitrógeno es uno de los tres macronutrientes principales de todos los principales cultivos del mundo, junto con el potasio y el fósforo. Aunque por volúmenes totales de aplicación el nitrógeno es el fertilizante más importante (con volúmenes semejantes a los de los otros dos combinados), los tres tienen la misma importancia. Para maximizar el crecimiento de una planta, los nutrientes han de guardar una proporción relativamente fija, el principio conocido en el sector como la Ley del Mínimo de Liebig, que establece que el crecimiento no está determinado por la cantidad total de nutrientes disponibles, sino por el recurso más escaso en relación con sus necesidades. La industria del nitrógeno está altamente fragmentada, siendo CF Industries la primera empresa del mundo en términos de capacidad – y aun así su cuota de mercado es inferior al 10%. CF posee los mejores activos del sector, dada una combinación de modestas economías de escala y, lo que es más importante, los costes más bajos de la industria, fruto del reducido precio del gas natural en Estados Unidos frente al resto del mundo. El gas natural es uno de los insumos principales en la fabricación de fertilizantes nitrogenados mediante el célebre proceso Haber-Bosch. El gas natural (CH₄) no solo aporta la energía del proceso, sino que también suministra las moléculas de hidrógeno necesarias para sintetizar el amoníaco (NH₃). Dicha ventaja en costes (que, a mi juicio, durará muchos años), ha permitido a CF cosechar las rentabilidades más elevadas entre sus competidores y al mismo tiempo operar en los últimos años con un balance muy conservador. A nivel de valoración, CF cotiza a un EV/NOA inferior a 2,5x, una valoración

eminentemente razonable teniendo en cuenta el RNOA medio del 26% en los últimos cinco años. Asumiendo que los RNOAs de los próximos dos años superarán holgadamente ese nivel y que los beneficios residuales de la compañía alcanzarán máximos históricos (gracias a una mayor cantidad de capital empleado tras una adquisición reciente), CF debería ser una inversión con poco riesgo fundamental de negocio y que al mismo tiempo nos debería permitir alcanzar rentabilidades anualizadas superiores al 15% en los próximos tres años.

Daiwabo Holdings (3107:JP) es una compañía japonesa fundada en 1941 que se dedica fundamentalmente a la distribución mayorista de productos informáticos, tales como servidores, ordenadores y periféricos. Daiwabo ha ido ganando progresivamente cuota de mercado a sus competidores, hasta ostentar en la actualidad una cuota cercana al 40% del mercado. En los negocios de distribución, el tamaño confiere ciertas ventajas, como la posibilidad de diluir los costes fijos de la operación entre un mayor número de unidades vendidas, así como poder ofrecer una mayor variedad de inventarios a sus clientes, aumentando el valor para estos de tener como proveedor a Daiwabo. A pesar de ser una compañía japonesa, la tesis no descansa en una mejora del gobierno corporativo ni de la asignación de capital, ya que la empresa ha estado históricamente muy bien dirigida y ha operado con balances muy eficientes para los estándares japoneses. A precios actuales, Daiwabo cotiza a un P/BV en torno a los 1,8x, habiendo obtenidos ROEs del 20% en los últimos años. La empresa además no tiene deuda, con lo que el ROE no es fruto de un elevado apalancamiento financiero. Aunque a corto plazo los volúmenes del sector se verán presionados por los elevados precios de la memoria, a medio plazo la compañía debería seguir incrementando ingresos y beneficios gracias a su iniciativa en la nube (iKAZUCHI), a una estructura corporativa más limpia tras la desinversión del negocio de fibra, que era intensivo en capital y, aunque no es parte central de la tesis, a aumentos en los tipos de interés de la deuda japonesa – y del déficit público. Volviendo a la ecuación de beneficios Levy-Kalecki (¡una vez más!), ya sabemos que los beneficios agregados del sector corporativo se ven positivamente afectados por el déficit fiscal. Bajo este prisma, el aumento de los pagos de intereses por parte del sector gubernamental impulsará los beneficios del sector corporativo japonés, tal como sucedió con el estadounidense a partir de 2022. En el caso de Japón, el impacto debería ser mayor ya que, a diferencia del caso estadounidense, los tenedores de la deuda japonesa son mayoritariamente locales, evitando así que parte de estos pagos se fugue hacia inversores extranjeros – algo que aumentaría el déficit en la balanza de pagos y, por lo tanto, no repercutiría en los beneficios del sector corporativo.

Empresas de refino estadounidenses (PBF:US, PARR:US)

El sector del refino ha atravesado un período turbulento desde el inicio de la pandemia. Tras una etapa, entre 2021 y 2023, de márgenes de refino (también conocidos como *crack spreads*) elevados a raíz del cierre de capacidad de refino durante el 2020, la capacidad mundial registró aumentos muy importantes en 2023, unos 2,1 Mbpd de capacidad adicional, el mayor incremento jamás registrado. La capacidad siguió creciendo en 2024, si bien a menor ritmo. En ambos ejercicios, el grueso de la nueva capacidad entró en funcionamiento en Asia. En 2025, los aumentos netos de capacidad fueron cercanos a cero, los márgenes se empezaron a recuperar de manera gradual a lo largo del año y, en definitiva, la mayoría de los indicadores sugerían que el mercado del refino estaba en términos generales en equilibrio.

Actualmente, el panorama actual en la industria del refino es el que expliqué en la sección anterior sobre los mercados energéticos, y no me volveré a extender. En definitiva, *la industria está afectada por una poderosa trifecta de acontecimientos: los cierres de las refinerías en el Golfo Pérsico, la reducida utilización de las refinerías chinas y, finalmente, los cierres en la capacidad rusa.*

Hecha esta introducción, ¿por qué elegir refinerías en Estados Unidos y no en otras partes del mundo? Por dos razones bien sencillas. En primer lugar, las refinerías con acceso tanto al mercado del crudo como al de productos se beneficiarán de forma desproporcionada frente a sus comparables. En segundo lugar, las empresas estadounidenses son las únicas que cumplen estos criterios y que, además, cotizan en bolsa. Dentro del universo estadounidense, cada región presenta sus particularidades y, si bien creo que todas las refinerías se verán beneficiadas de la coyuntura actual, considero que la gran ganadora va a ser la Costa Oeste, por los motivos que expongo a continuación.

El mercado de la Costa Oeste, y el californiano en particular, encierra varias idiosincrasias que no están presentes en otras regiones. En primer lugar, las refinerías de California figuran entre las más complejas del mundo, configuradas con la posibilidad de procesar tanto el pesado crudo local como, más crucialmente, el crudo canadiense. En segundo lugar, según cifras de enero de 2026, la capacidad total de refino de California rondaba los 1,5 Mbpd, concentrada en doce refinerías y en un número aún menor de compañías. Esa cifra es hoy aún menor, pues la refinería Benicia de Valero (con una capacidad de 145 kbpd) ha sido clausurada hace poco. El desglose global por productor (sin contar el cierre de Benicia) es el siguiente:

Rank	Refiner with Gasoline	Total CA Crude	Share of Total CA	Cum. Share of CA
	Production Capacity	Refining Capacity (BPD)	Crude Refining Capacity	Crude Refining Capacity
1	Chevron Corp	530,271	33%	33%
2	Marathon Petroleum Corp	365,000	23%	56%
3	PBF Energy Co LLC	316,400	20%	75%
4	Valero Energy Corp	230,000	14%	90%
5	Phillips 66 Company	138,700	9%	98%
6	Kern Oil & Refining Co	26,000	2%	100%

Fuente: BIG Newsletter, 2026, [The Mystery Gasoline Surcharge](#).

En tercer lugar, por el lado de la demanda, California ha venido consumiendo alrededor de 1,8 Mbpd de productos, creando un déficit de al menos 400k barriles que debe cubrirse mediante importaciones por vía marítima – y ello suponiendo que las refinerías operen a plena capacidad durante todo el año, algo que, como es evidente, nunca ocurre. La mayor parte de esa demanda corresponde a gasolina y queroseno, que suelen importarse desde países asiáticos, los cuales están afrontando actualmente una producción reducida y, en algunos casos, restricciones para exportar los productos a otros países. En otras palabras, son los barriles marginales de Asia los que fijan el precio del barril de producto en California – el precio de los productos ha de ser lo suficientemente atractivo para incentivar que los barriles se muevan de Asia a California.

En cuarto lugar, hay consideraciones logísticas que determinan ciertas dinámicas del mercado californiana, que es además inusualmente estricto en términos regulatorios. Las normas sobre gasolina las establece la *California Air Resources Board* (CARB), una agencia estatal que regula la contaminación atmosférica y los estándares de combustibles para

vehículos. Buena parte de lo que se importa no es gasolina terminada, sino CARBOB (*California Reformulated Gasoline Blendstock for Oxygenate Blending*), que debe mezclarse, normalmente con etanol, para obtener una gasolina conforme a la normativa californiana. La gasolina convencional estadounidense (CBOB) que se emplea en otros lugares, por lo general, no es legal como carburante en California. De ahí que determinados activos logísticos (tales como tanques o terminales de importación) que hacen posible esa mezcla resulten tan valiosos y añadan restricciones logísticas adicionales al sistema.

Con todo lo anterior en mente, creo que tanto PBF Energy como Par Pacific son las dos compañías cuyos activos más se beneficiarán de la coyuntura actual. Más adelante describiré brevemente los activos de cada una, pero, a modo de resumen, decir que, en el caso de PBF, los siguientes factores deberían jugar a nuestro favor: i) mayor exposición a California y menor a los mercados interiores, a diferencia de otras empresas, ii) una posición más alta en la curva de costes de refino (históricamente, los márgenes brutos de PBF han sido menores que los de otras compañías como Valero, principalmente por problemas de fiabilidad operativa), lo que se traducirá en mayores incrementos relativos de beneficios, iii) refinerías más complejas, que brindan mayor flexibilidad en procesar crudos y destilar productos, y iv) exposición exclusiva al segmento de refino.

PBF Energy (PBF:US) es una refinera estadounidense con presencia en la Costa Este, la Costa del Golfo y California. Con una capacidad total de 1Mbpd, PBF es la sexta compañía más grande de EE.UU. La compañía nació de una de las campañas de adquisiciones contrarias más notables en la historia moderna de la industria del refino, con hitos como la compra de la refinería de Toledo en 2010, las de Chalmette y Torrance en 2015 y, por último, la de Martinez en 2019. En muchos de estos casos, especialmente en las primeras adquisiciones, PBF pagó solo una fracción del coste de reposición del activo subyacente. Finalmente, PBF absorbió por completo su MLP cotizada (PBF Logistics) en 2022, lo que le otorgó control total sobre las operaciones *midstream*. Desde 2023, posee además una participación del 50% en el proyecto St. Bernard Renewables (SBR), una planta de producción de diésel renovable contigua a la refinería de Chalmette.

A los precios actuales, las acciones de PBF cotizan por debajo de su valor en libros. Si tomamos como referencia el desempeño operativo y financiero de 2022, PBF podría alcanzar ROEs superiores al 50% en los próximos trimestres. Incluso sin asumir una expansión del múltiplo (hipótesis que me parece la más razonable, pues a largo plazo el negocio debería cotizar en torno a su valor en libros, dadas las rentabilidades históricas que ha cosechado), deberíamos esperar resultados razonables a medida que aumente el valor contable por acción y la compañía restablezca la retribución a sus accionistas – probablemente en forma de recompras de acciones. Si asumimos un horizonte de inversión de dos años y unos resultados operativos acordes con el escenario descrito, deberíamos obtener rendimientos anualizados cercanos al 20%.

Por su parte, Par Pacific (PARR:US) es, al igual que PBF, una empresa de reciente creación, pues sus orígenes se remontan al periodo inmediatamente posterior a la crisis financiera de 2008. Partiendo de una empresa productora de gas que se declaró en situación concursal por aquellos años, el nuevo equipo directivo aprovechó los escudos fiscales de la compañía y ejecutó una serie de adquisiciones disciplinadas, a múltiplos atractivos, hasta conformar el conjunto de activos que hoy posee. En total, opera cuatro refinerías con una capacidad combinada de unos 219k de barriles diarios, así como una red de unas 120 estaciones de

servicio. Finalmente, cuenta también con participaciones en empresas dedicadas a la producción de combustibles renovables (diésel y combustible de aviación).

Aunque a simple vista las refinerías de Par parezcan pequeñas y con índices de complejidad corrientes, lo que vuelve atractivos a sus activos (especialmente en la coyuntura actual) es que están localizados en geografías que las grandes refineras han abandonado y en las que hoy en día resulta imposible entrar, dado el escaso apetito por abrir nuevas refinerías, tanto por las trabas regulatorias como porque la demanda final ya no crece. En Hawái, Par posee la única refinería del estado (siendo además la más importante de las cuatro, al ser la de mayor capacidad), mientras que en Montana y en el estado de Washington (lugares en donde se sitúan las siguientes refinerías por capacidad) hay o bien limitaciones logísticas, como en Montana, o bien directamente escasez de suministro, como en la Costa Oeste. Tanto en Hawái como en Washington, Par se está viendo beneficiada de manera desproporcionada de la estrechez del mercado de refino en Asia.

Los rendimientos futuros anualizados que espero de la inversión en Par son ligeramente menores a los de PBF. La empresa cotiza a 1,7 veces su valor en libros, y sus rentabilidades históricas sobre los fondos propios han sido superiores a las de PBF. El negocio minorista de Par constituye también una fuente de beneficios más estable a lo largo del ciclo, lo que hace que el ROE de Par sea algo más predecible que el de PBF.

Para ser meridianamente claro, *la tesis de inversión en cualquier compañía de refino suele entrañar un nivel de riesgo superior al de los otros negocios que tenemos. El negocio del refino es, en promedio, poco atractivo a largo plazo.* Los principales riesgos que afrontamos son varios. Primero, las refinerías son activos complejos de operar y propensos a las averías; PBF, sin ir más lejos, ha tenido una de sus refinerías en California cerrada y en reparación durante cerca de un año a causa de un fallo imprevisto en una de sus unidades. Segundo, los márgenes de refino son altamente cíclicos a corto plazo. Aunque lo único que los determinan en última instancia es la oferta y demanda de capacidad en un momento determinado, ambas variables dependen a su vez de una multitud de variables secundarias que hacen que sea absolutamente imposible predecirlos a corto plazo. Por último, los márgenes de refino guardan una estrecha relación con la actividad económica, de modo que una desaceleración tendría un efecto muy negativo sobre ellos – paradójicamente, dicha desaceleración podría llegar de la mano de un crudo más caro.

Principales ventas durante el semestre

Las principales desinversiones realizadas durante el semestre han sido, por orden alfabético, Elevance Health, Garrett Motion, Kaspi.kz, SLM y Stella-Jones. Con la excepción de Kaspi.kz, todas ellas han sido vendidas con ganancias. A continuación, expondré las razones de la venta en los casos más relevantes.

Kaspi ha sido una de las inversiones más frustrantes en la historia del vehículo, a pesar de que el equipo directivo ha seguido ejecutando su plan de ruta y ha creado verticales completamente desde cero estos últimos años. El mal comportamiento de la acción estos tres últimos años se ha debido, fundamentalmente, a tres factores que han operado de manera conjunta. En primer lugar, los múltiplos a los que cotiza la acción se han comprimido significativamente desde nuestras primeras compras. En segundo lugar, el crecimiento de los beneficios se ha desacelerado de manera notable, más aún teniendo en

cuenta la depreciación de la moneda y de que el negocio, en teoría, podía pasar la inflación a sus consumidores – la mayoría de los ingresos de Kaspi vienen determinados como un porcentaje de los volúmenes totales. En tercer lugar, los negocios de marketplace y de fintech se vieron afectados el último año por factores totalmente ajenos al control del equipo directivo, penalizando adicionalmente la rentabilidad de la empresa a corto plazo.

En el caso de Elevance Health, la venta se reinvertió parcialmente en aumentar la posición que tenemos en Molina, manteniendo así una exposición similar a las aseguradoras de salud estadounidenses. Sin embargo, creo que Molina cotiza a una valoración más atractiva, tiene una historia más fácil de entender al tener solo un negocio y, después de haber seguido los resultados trimestrales de varias empresas durante algún tiempo, tengo más confianza en el equipo de Molina, el cuál ha demostrado mayor prudencia a la hora de fijar resultados y, en general, son más transparentes a la hora de explicar tanto los aspectos positivos como los negativos a los que se enfrenta la empresa.

Finalmente, Garrett Motion ha sido, según escribo estas líneas, la venta más temprana, ya que después de nuestra desinversión (habiendo más que doblado desde nuestro precio de compra original) la acción ha subido otro 70% adicional en el lapso de unas pocas semanas, habiéndonos dejado una rentabilidad sustancial por el camino. Tras la inclusión de la acción en los índices, que forzaron la compra por parte de varios ETFs, y una revalorización sustancial en el múltiplo, había juzgado que la oportunidad ya no era tan atractiva, más aún si se tiene en cuenta que las recompras de acciones se iban a hacer al doble de precio al que la empresa las estuvo realizando durante el 2025. Aunque la empresa ha anunciado una nueva línea de negocio de compresores destinados a aparatos de refrigeración para centros de datos, la oportunidad está todavía en sus inicios y el impacto que tendrá en los beneficios de Garrett está por ver. Adicionalmente, como mencionaba en una sección anterior, creo que el impacto del cierre del Estrecho de Ormuz va a acelerar a medio plazo algunas dinámicas ya existentes, como la aceleración de las ventas de coches eléctricos, impactando el principal negocio de Garrett. En cualquier caso, *la venta temprana de las acciones vuelve a ser un recordatorio de que, en general, la disciplina de venta es un proceso siempre a mejorar.*

Como siempre, les agradezco su confianza y apoyo, y estaré encantado de resolver cualquier pregunta que les haya podido surgir.

Nullius in verba,

Javier López Bernardo, Ph.D., CFA
Portfolio Manager

BrightGate Capital, SGIIC
c/ Génova, 11 – 28004 Madrid
Tel. +34 91 441 00 11
www.brightgatecapital.com

Aviso Legal

Este mensaje va dirigido, de manera exclusiva, a su destinatario y puede contener información confidencial y sujeta al secreto profesional, cuya divulgación no está permitida por la ley. En caso de haber recibido este mensaje por error, le rogamos que, de forma inmediata, nos lo comunique mediante correo electrónico remitido a brightgate@brightgatecapital.com o a través del teléfono (+34) 91 441 00 11 y proceda a su eliminación, así como a la de cualquier documento adjunto al mismo. Asimismo, le comunicamos que la distribución, copia o utilización de este mensaje, o de cualquier documento adjunto al mismo, cualquiera que fuera su finalidad, pueden estar prohibidas por la ley.

Le informamos, como destinatario de este mensaje, que el correo electrónico y las comunicaciones por medio de Internet no permiten asegurar ni garantizar la confidencialidad de los mensajes transmitidos, así como tampoco su integridad o su correcta recepción, por lo que BrightGate Capital SGIIC, S.A. no asume responsabilidad alguna por tales circunstancias. Si no consintiese en la utilización del correo electrónico o de las comunicaciones vía Internet le rogamos nos lo comunique y ponga en nuestro conocimiento de manera inmediata.

Este documento tiene carácter exclusivamente informativo y no debe ser considerado ni utilizado como una oferta de suscripción de Fondos. Este documento ha sido preparado utilizando fuentes de información consideradas fiables. Sin embargo, no se garantiza la exactitud ni el carácter completo de la información, ni se asume responsabilidad alguna al respecto. El retorno total de los fondos está sujeto a fluctuaciones de los mercados. Rendimientos pasados no son garantía o proyecciones de rendimientos futuros. Las opiniones y previsiones aquí reflejadas pueden no ser compartidas por todos los empleados de BrightGate Capital SGIIC, S.A. y pueden ser modificadas sin previo aviso. BrightGate Capital es marca comercial de BrightGate Capital SGIIC, S.A.

Información de Protección de Datos. Responsable: Brightgate Capital SGIIC SA (A85543239)

Le informamos que sus datos identificativos y los contenidos en los correos electrónicos y ficheros adjuntos pueden ser incorporados a nuestras bases de datos con la finalidad de mantener relaciones profesionales y/o comerciales y, que serán conservados mientras se mantenga la relación. Si lo desea, puede ejercer su derecho a acceder, rectificar y suprimir sus datos y demás reconocidos normativamente dirigiéndose al correo emisor o en protecciondedatos@brightgatecapital.com.

Este mensaje y cualquier documento que lleve adjunto, en su caso, puede ser confidencial y destinado únicamente a la persona o entidad a quien ha sido enviado.

Si desea darse de baja de nuestras publicaciones y envíos comerciales, responda este correo electrónico indicando en el asunto la palabra “BAJA”.

Información Protección de Datos de Brightgate Capital SGIIC SA (protecciondedatos@brightgatecapital.com):

FINALIDAD: Informarle de nuestros productos y servicios por medios electrónicos. **LEGITIMACIÓN:** Interés legítimo en mantenerle informado en su condición de cliente y/o usuario. **CESIONES:** No se contemplan. **CONSERVACIÓN:** Durante la relación contractual y/o hasta que nos solicite la baja comercial y, durante los plazos exigidos por ley para atender eventuales responsabilidades finalizada la relación. **DERECHOS:** Puede ejercer su derecho de acceso, rectificación, supresión, portabilidad de sus datos y la limitación u oposición en el correo electrónico del responsable. En caso de divergencias, puede presentar una reclamación ante la Agencia de Protección de Datos (www.aepd.es).