

HOROS



Head. Heart. Handcraft

Octubre 2026

OCTUBRE 2026

Estimado coinversor,

Este trimestre ha vuelto a poner sobre la mesa la persistente fortaleza de la bolsa estadounidense, favorecida por el gran flujo inversor y por la concentración de la temática de la inteligencia artificial en este mercado. Un movimiento alcista que no están acompañando muchos sectores y geografías, especialmente de la eurozona. No sabemos si esta dinámica persistirá en los próximos meses o si se revertirá mañana —los mercados son sistemas complejos y, como tales, impredecibles—, pero sí vemos factores que invitan a la cautela y a invertir en aquellas situaciones en las que percibimos un mayor margen de seguridad. En concreto, como trataré de explicar en esta carta, nos enfrentamos al riesgo evidente de unos precios energéticos elevados durante más tiempo, a una mayor inflación —en parte causada por ellos— y a una presión financiera sobre algunos Estados europeos no vista desde la crisis del euro de 2011-2012. A ello se suma, más recientemente, un claro enfriamiento de las expectativas de ingresos y de generación de caja de los grandes laboratorios de inteligencia artificial, así como las dudas sobre la sostenibilidad del modelo de negocio de los llamados *neoclouds*. Todo ello está generando una importante volatilidad y un sentimiento muy negativo —en muchos casos, en nuestra opinión, injustificado— que tratamos, como siempre, de aprovechar en nuestro favor con una visión de largo plazo. **No controlamos cuándo ni cómo se materializa el resultado, pero sí nuestro proceso de inversión.**

En este contexto, nuestros fondos han mostrado el siguiente comportamiento: **Horos Value Internacional** registró una rentabilidad del 0,1%; **Horos Value Iberia**, del -1,6%, y **Horos Patrimonio**, del -0,3%. Como recordamos habitualmente, estos resultados a corto plazo son poco significativos. Por ello, consideramos más representativo compartir también la rentabilidad acumulada que Alejandro Martín, Miguel Rodríguez y yo hemos logrado en nuestra trayectoria conjunta como equipo gestor: a lo largo de estos más de 14 años, las rentabilidades acumuladas alcanzan el 420% en la estrategia internacional y el 380% en la ibérica, lo que equivale a un 12,2% y un 11,8% anualizados, respectivamente.¹

Me despido, como siempre, agradeciéndole su confianza en Horos.

Reciba un cordial saludo,



Javier Ruiz, CFA
Director de Inversiones

¹ Información a 30 de septiembre de 2026. El dato incluye los resultados obtenidos por el equipo gestor en su anterior etapa profesional en otra gestora de fondos de inversión (desde el 31 de mayo de 2012 para la estrategia internacional y el 30 de septiembre de 2012 para la estrategia ibérica, hasta el 22 de mayo de 2018 en ambos casos, momento en el que el equipo se incorporó a Horos AM). Rentabilidades pasadas no son garantía de rentabilidades futuras.

Resumen ejecutivo

Las dos únicas variables que importan son el precio del petróleo y el tipo a 10 años, ninguna de las dos predecible.

STEVE EISMAN (INVERSOR QUE INSPIRÓ "LA GRAN APUESTA")

Trimestre de comportamiento divergente entre mercados, en el que, una vez más, ha destacado la bolsa estadounidense, impulsada por el constante flujo inversor y por su elevada exposición al desarrollo y despliegue de la inteligencia artificial. Sin embargo, en estos últimos meses han vuelto a la palestra varios factores que están generando una importante tensión financiera: el alza de los precios energéticos por los conflictos en Irán y Ucrania; una mayor inflación, en parte derivada de esas subidas; el aumento de la rentabilidad que se exige a muchos Estados para financiarse —especialmente visible en Francia—, fruto de su falta de disciplina presupuestaria y de su creciente endeudamiento, y, por último, las dudas sobre el crecimiento de los ingresos y la generación de caja de los grandes laboratorios de inteligencia artificial, así como sobre la sostenibilidad del negocio de los llamados *neoclouds*. En esta carta abordaremos todas estas cuestiones y reflexionaremos sobre cómo las afrontamos como inversores.

Como es habitual, comentaremos también los movimientos más relevantes de nuestras carteras durante el tercer trimestre del año. En Horos Value Internacional hemos incorporado **Yum China** y **Mobility Global**, y hemos completado la posición en **Becle**; por el lado de las desinversiones, hemos salido de **Ajisen China Holdings**. En Horos Value Iberia hemos invertido en **Laboratorios Farmacéuticos Rovi** y hemos vendido **Hotei Properties**, tras acudir a su opa, y **Cirsa**, tras el anuncio de su fusión con Lottomatica. Por último, en Horos Patrimonio cabe destacar la salida de la situación especial de **Hotei Properties**, así como las entradas en los bonos de **Panoro Energy**, **Forum Energy Technologies**, **Sampa** y **Virgin Media O2**.

¿Una vuelta a las andadas?

Cuanto más cambia, más es lo mismo.

ALPHONSE KARR (PERIODISTA FRANCÉS, SOBRE LA REVOLUCIÓN DE 1848)

En febrero de 1848, una nueva revolución derrocó a otro monarca francés —en esta ocasión, a Luis Felipe—, dando paso a la Segunda República. Sin embargo, apenas diez meses después, los franceses elegirían presidente a Luis Napoleón Bonaparte, que, al igual que su tío —el Napoleón que todos conocemos—, acabaría proclamándose emperador. Un periodista satírico de la época, Alphonse Karr, lo expresaría a la perfección en 1849 en su revista *Les Guêpes*: “cuanto más cambia, más es lo mismo”. Pues bien, casi dos siglos después, al repasar lo acontecido en los mercados este trimestre y los anteriores, cuesta no darle la razón.

En efecto, una vez más, los índices bursátiles estadounidenses han destacado por su mejor comportamiento frente al grueso de los mercados europeos y asiáticos. De julio a septiembre, el **S&P 500** subió un 2,3% y el **Nasdaq 100** un 0,6%, lo que eleva sus ganancias en los nueve primeros meses del año hasta cerca del 13% y del 21%, respectivamente. El **Stoxx 600**, por su parte, corrigió ligeramente y mantiene una subida acumulada en el año de alrededor del 10%. No obstante, como ya señalamos en cartas anteriores, más llamativa resulta la evolución divergente de los índices de las grandes economías europeas, y muy especialmente la del **CAC 40** francés, que retrocedió en torno a un -5% en el trimestre y se muestra prácticamente plano hasta el cierre de septiembre, reflejo de la incertidumbre política y económica del país galo, como veremos más adelante. En Asia, la divergencia fue incluso mayor: el **Hang Seng** hongkonés recuperó el terreno perdido a comienzos de año y se anotó un 8,6%, mientras que el **KOSPI** coreano corrigió un -19,2% tras las fuertes subidas —de más del 100% en el primer semestre— que ya comentamos en nuestra [carta a los inversores del segundo trimestre](#), impulsadas por los cuellos de botella que atraviesa el sector de fundición y fabricación de chips. Por último, el **Sensex** indio volvió a mostrar debilidad y se dejó cerca de un -5% en el periodo, con lo que acumula una caída aproximada del -14% en 2026.²

Por tanto, nos encontramos, por un lado, con unos mercados —Estados Unidos y los asiáticos más “tecnológicos”— que disfrutan este 2026 del viento de cola de la consabida revolución de la inteligencia artificial. Mención especial merece el mercado estadounidense, donde, además, los flujos hacia ETF siguen siendo masivos: en lo que va de año, los ETF centrados en esta bolsa han captado 655.000 millones de dólares.³ Un cóctel que mantiene a este mercado con una persistente prima de valoración —actualmente, de algo más del 55%— frente al resto del mundo, y que se refleja no solo en los múltiplos de las compañías vinculadas a la tecnología —como **Apple**, que cotiza ya a cerca de 11 veces ventas, un nivel nunca visto—, sino también en los de empresas globales más “tranquilas”.⁴ Es el caso de

² Todas las rentabilidades se muestran en divisa local y con dividendos incluidos.

³ Bartolini, M. (2026). US-listed ETF flows: The market's chemical makeup. *State Street Investment Management*

⁴ (Visitado el 15 de octubre de 2026). Forward P/E ratios: World MSCI. *Yardeni Research*; Charlie Bilello [@charliebilello] (13 de octubre de 2026). Apple is now trading at nearly 11x sales, the highest valuation level in company history. \$AAPL X. <https://x.com/charliebilello/status/2110125691228344331?s=20>

Coca-Cola, que, tras subir un 30% en lo que va de año, cotiza a cerca de 30 veces beneficios, o de **Johnson & Johnson**, que acumula una revalorización del 35% y cotiza a cerca de 40 veces sus beneficios.

Por otro lado, hay mercados que se ven perjudicados por la incertidumbre que rodea a sus economías. Una incertidumbre que, en muchos casos, deriva de las tensiones en la financiación a lo largo y ancho del globo, alimentadas en parte por el impacto persistente de las guerras en Irán y Ucrania y, en parte también, por la indisciplina presupuestaria que nos acompaña desde hace años y, muy especialmente, desde la pandemia. Dos factores que presionan al alza las expectativas de inflación y que se reflejan —como detallaremos más adelante— en las fuertes subidas de la rentabilidad de los bonos soberanos de la mayoría de las grandes economías, incluida la de Estados Unidos.

En definitiva, **energía, deuda e inteligencia artificial siguen siendo los tres factores más relevantes para los mercados y continúan provocando acusados vaivenes en sectores y geografías**. En esta carta repasaremos en qué punto se encuentra cada uno de ellos, por qué pensamos que la tensión bajo la superficie sigue creciendo y cómo estamos adaptando nuestras carteras para aprovechar estas incertidumbres e invertir en empresas en las que el castigo está siendo excesivo o en las que seguimos viendo un gran potencial de revalorización.

¿Hacia una crisis energética?

El petróleo y el gas siempre han sido mercancías políticas.

DANIEL YERGIN (VICEPRESIDENTE DE S&P GLOBAL Y PREMIO PULITZER POR “LA HISTORIA DEL PETRÓLEO”)

La cita superior del siempre recomendable Daniel Yergin procede de una entrevista de 2006 y, en realidad, decía así: **“El petróleo y el gas siempre han sido mercancías políticas. Pero, ahora mismo, lo son más que en muchos años”**.⁵ Pues bien, por motivos obvios, la frase cobra hoy plena vigencia. Y es que, como siempre destacamos, el sector del petróleo y el gas nos ha ido infundiendo con los años un respeto cada vez mayor a la hora de invertir, ya que en él existe siempre un componente geopolítico difícil de cuantificar que puede cambiar las reglas del juego en cualquier momento.⁶ Para ayudar a situar al lector, comenzaremos recordando cómo hemos llegado hasta aquí.

Hace seis meses, en la **carta a los inversores del primer trimestre de 2026**, explicamos cómo la incipiente guerra en Irán había provocado una de las mayores disrupciones del flujo mundial de petróleo de la historia. De hecho, los reputados inversores en materias primas Goehring & Rozencwajg la consideran “varias veces mayor que cualquiera de las vividas en los años setenta” y “con mucha diferencia, la mayor de la historia de la era del petróleo”.⁷

⁵ Jung, A. y Mascolo, G. (18 de julio de 2006). “Energy Security Will Be one of the Main Challenges of Foreign Policy”. *Der Spiegel*

⁶ Inversión Racional Podcast (23 de febrero de 2026). *Llevar 12 Años Sin Invertir en Petróleo y Se Acerca un Cuello de Botella Histórico*. YouTube. https://www.youtube.com/watch?v=4Z3q12L_14I

⁷ Goehring, L. R. y Rozencwajg, A. A. (28 de agosto de 2026). *Why the tanks have not (yet) run dry* [Second Quarter 2026 Natural Resource Market Commentary]. Goehring & Rozencwajg Associates

Esta disrupción vino desencadenada por el cierre del estrecho de Ormuz —por donde transitaban hasta entonces alrededor de 50 petroleros diarios, responsables de la cuarta parte del comercio marítimo mundial de crudo— y por los posteriores ataques de Irán a infraestructuras energéticas de la zona, lo que disparó los precios de las distintas referencias de petróleo, con una subida de hasta el 65% en el caso del Brent.

Tras un periodo en el que el mundo temía que el precio del petróleo alcanzase cotas mucho más elevadas, una serie de factores contribuyeron a una rápida —y aparente— relajación de la situación. Por un lado, el uso de las llamadas “**lanzaderas**”: petroleros de países del Golfo, como Emiratos Árabes Unidos, que atraviesan el estrecho por la ruta más próxima a la costa de Omán y bajo la supervisión de Estados Unidos. Ya en el golfo de Omán, las “lanzaderas” transfieren su carga a un gran petrolero internacional, que inicia su ruta, mientras estas regresan al estrecho para cargar de nuevo y repetir el proceso.⁸ Por otro lado, parte del petróleo que no puede atravesar el estrecho se desvía hacia dos **rutas terrestres alternativas**: el oleoducto Este-Oeste de Arabia Saudí y el que une Habshan con Fujairah, en la costa emiratí del golfo de Omán. Además, muchos gobiernos liberaron parte de sus **reservas estratégicas** y algunos países, como Rusia y Venezuela, incrementaron ligeramente su producción.⁹ Estas medidas, orientadas sobre todo a tapar el agujero de la oferta, contaron también con la ayuda —o esa fue la visión predominante durante un tiempo— de una caída del **consumo** de petróleo. Todo ello, unido al memorando de entendimiento anunciado a mediados de junio por Estados Unidos e Irán, relajó enormemente la presión sobre el precio del petróleo, que corrigió un -40% hasta volver a los 70 dólares aproximados en los que se encontraba justo antes del inicio del conflicto.¹⁰

Pronto, no obstante, se comenzaría a ver que esta relajación respondía a un delicado equilibrio que no era sostenible. Ya antes de que expirara el memorando entre Estados Unidos e Irán —a mediados de agosto—, el precio del petróleo recuperaba terreno y se acercaba a los 90 dólares. ¿Los motivos? Aunque siempre es complejo sacar conclusiones certeras en el mercado del petróleo, sí parece existir un consenso creciente en torno a los siguientes puntos. Por el lado de la oferta, la liberación de reservas estratégicas no puede repetirse, al menos no a la misma escala. Es más, lo lógico es que, en algún momento, esos **inventarios** tengan que reponerse, lo que incrementará la demanda de petróleo durante un tiempo. En cuanto a las soluciones logísticas de Oriente Medio, nos encontramos con dos problemas. De un lado, el parche de las “lanzaderas” tiene un **coste** muy elevado: las petroleras nacionales del Golfo están pagando alrededor de 50 millones de dólares por cada tránsito hasta las zonas de trasvase frente a Fujairah y Omán y, para asegurar sus ventas, ofrecen descuentos de hasta 35 dólares por barril sobre su precio oficial. En el caso del crudo del golfo Pérsico, el transporte ha pasado de suponer entre el 1% y el 3% de su coste a más del 25-30%. Pero el encarecimiento de los fletes va mucho más allá de Ormuz: llevar un cargamento de crudo en un gran petrolero desde la costa estadounidense del golfo de México hasta China cuesta ya cerca de 75 millones de dólares, frente a los entre 5 y

⁸ Tan, F. y Saul, J. (7 de mayo de 2026). Hungry to sell, UAE slips hidden oil tankers through Strait of Hormuz. *Reuters*

⁹ Sky News (14 de septiembre de 2026). *War, oil and interest rates: The chain reaction explained | Ed Conway analysis*. YouTube. <https://youtu.be/cuhNwc-E3IM>

¹⁰ Treene, A., Liptak, K. y Salem, M. (17 de junio de 2026). US releases official agreement with Iran. Read the 14-point text. *CNN*

10 millones habituales de los últimos años.¹¹ De otro lado, **Irán** tiene todavía mucho que “decir” y no se está quedando de brazos cruzados. Así, cuando le interesa presionar, él o sus aliados atacan los oleoductos antes mencionados, los buques que toman la ruta alternativa del estrecho de Bab al-Mandeb o, directamente, los que atraviesan el estrecho de Ormuz, lo que deja claro que esta es su mejor palanca negociadora frente a Estados Unidos.¹²

Por el lado de la demanda, su teórica caída escondía otras dinámicas que comienzan a aflorar de manera más evidente. Primero, gran parte de la supuesta contracción del consumo parece responder, más bien, a un cuello de botella en el último eslabón de la cadena de valor del petróleo. En efecto, al no llegar el crudo al mismo ritmo a las **refinerías**, el mercado ha ido recurriendo a los inventarios de productos refinados —como el diésel o la gasolina— para atender la demanda. El problema es que la demanda aparente de petróleo se calcula a partir del crudo que entra en las refinerías, con lo que se estimaba una caída del consumo que no era real.¹³ Un cuello de botella agravado por los ataques de Ucrania a la red de refinerías rusas. Esta tensión se refleja en los desorbitados precios del diésel en muchas economías. En Estados Unidos, el precio del diésel llegó a rozar en septiembre los 7 dólares por galón, casi el doble que antes del inicio de la guerra.¹⁴ Una situación compleja que podría pesar en las próximas elecciones de mitad de mandato en Estados Unidos, ya que los sondeos muestran una correlación inversa entre el precio del diésel y la intención de voto a Donald Trump.¹⁵ De ahí que el Gobierno estadounidense haya amenazado con prohibir las exportaciones de diésel, además de presionar a Ucrania para que cese en sus ataques a las refinerías rusas. Sin embargo, Volodímír Zelenski acaba de anunciar que retomará su ofensiva sobre las infraestructuras energéticas rusas, por lo que parece improbable un alivio por este lado.¹⁶

Segundo, el mayor importador de crudo del mundo parecía estar mostrando un comportamiento extraño que también ha contribuido a esta distorsión de la demanda. Así, la caída de las importaciones de petróleo de **China** —hasta mínimos de la última década, lo que ya de por sí no tenía demasiada lógica— tampoco reflejaba un descenso real del consumo, ya que el gigante asiático cuenta con amplias reservas estratégicas de petróleo, de tamaño desconocido, de las que ha hecho un uso parcial a lo largo de estos meses. Unas reservas que, tarde o temprano, habrá que reponer: de hecho, sus importaciones ya han comenzado a repuntar en los últimos meses.¹⁷ Por otro lado, la agencia estatal de noticias china Xinhua publicó recientemente un artículo en el que alababa la estrategia de seguridad energética desarrollada por el Gobierno chino en los últimos años, cuya eficacia, según el texto, ha quedado ahora demostrada.¹⁸ Más allá del evidente sesgo del artículo, no deja de

¹¹ VisualPolitik (6 de octubre de 2026). *IRÁN está perdiendo el control de ORMUZ* @VisualPolitik. YouTube. <https://youtu.be/Xnu-ltwLZ8w>; (12 de octubre de 2026). Tanker attacks spread beyond the Strait of Hormuz as Gulf freight costs soar. *Hellenic Shipping News*; Bousso, R. (21 de septiembre de 2026). Hormuz shuttles keep oil flowing, but at a high cost. *Reuters*; Onchain Insights [@OnchainIns5699]. The chart shows the Baltic TD22 US Gulf-to-China supertanker lump-sum rate spiking... X. <https://x.com/OnchainIns5699/status/2108580169992569209?s=20>

¹² The Kobeissi Letter [KobeissiLetter] (18 de septiembre de 2026). BREAKING: Saudi Arabia has informed European refiners that they will be allocated no crude oil. X. <https://x.com/KobeissiLetter/status/2100920542572265739?s=20>

¹³ Goehring, L. R. y Rozencwajg, A. A. (28 de agosto de 2026). *Why the tanks have not (yet) run dry* [Second Quarter 2026 Natural Resource Market Commentary]. Goehring & Rozencwajg Associates

¹⁴ (16 de octubre de 2026). *US Diesel Price* (HOPAUS01.CM) [Gráfico]. Barchart

¹⁵ Sky News (14 de septiembre de 2026). *Why diesel prices are existential for Donald Trump*. YouTube. <https://youtu.be/proNeKKwUio>

¹⁶ Noor Haq, S., Sciutto, J. y Magramo, K. (16 de octubre de 2026). Zelensky says Ukraine will resume strikes on Russian refineries as frustration with Trump mounts. *CNN*

¹⁷ BrightGate Capital (23 de septiembre de 2026). *BrightGate Global Income & BrightGate Focus Actualización de los fondos – septiembre 2026*. YouTube. <https://youtu.be/e724SKiZvPU>

¹⁸ (15 de octubre de 2026). *Reducing oil imports reflects a major power's energy responsibility*. Xinhua News Agency

ser cierto que la tensión actual ha puesto sobre la mesa precisamente eso: **la necesidad de replantearse qué se entiende por seguridad energética.**

En este sentido, cabe destacar el reciente anuncio de Arabia Saudí sobre su intención de ampliar la capacidad de bombeo del oleoducto Este-Oeste hasta los 10 millones de barriles diarios en dos o tres años, frente a los 7 millones actuales.¹⁹ Este incremento ayudaría a aliviar parte del riesgo que supone depender del estrecho de Ormuz. Pero, como comentábamos antes, Irán también lo sabe y, por eso, ataca esta infraestructura con drones, directamente o a través de sus aliados en la región.²⁰ Todo ello ha llevado al petróleo a situarse, a mediados de octubre, en niveles que ya vuelven a rondar los 110 dólares por barril. Y no solo eso: el Brent físico —conocido como “Dated Brent”, la referencia del crudo que se entrega de forma inmediata— vuelve a cotizar con una elevada prima sobre los futuros, y las entregas han llegado a cerrarse a precios cercanos a los 150 dólares por barril, reflejo de la enorme tensión que vive el mercado físico.²¹

Por tanto, mantener esta dependencia del petróleo de Oriente Medio puede no ser una estrategia viable ni segura de cara al futuro. Máxime cuando el petróleo de esquisto estadounidense, el colchón que ha dado aire al mundo todos estos años, parece estar cerca de entrar en una fase de madurez y declive. ¿La solución, entonces? Posiblemente, **incrementar la producción en zonas infrainvertidas y retomar la exploración en las llamadas “zonas frontera”**. El sector acumula más de una década sin dedicar apenas recursos a reponer reservas, y el paso del tiempo, unido a las evidentes amenazas sobre el suministro actual, comienza a pasar factura. Por eso, muchos directivos de grandes petroleras llevan meses alertando de la necesidad de volver a invertir y poner fin a este largo periodo de escasez inversora.

En resumen, el mercado del petróleo vuelve a estar tensionado, y una forma de protegernos es invertir en compañías en las que pensamos que existe un amplio margen de seguridad, como las que comentaremos en el último apartado de este comentario general. Empero, como adelantábamos al principio, este es solo el primero de los grandes focos de incertidumbre actuales. Nos toca ahora pasar a otro que ha ganado mucha relevancia en las últimas semanas.

¿Hacia una crisis de confianza?

No se pueden ignorar las leyes de la economía y esperar salir ganando.

HOWARD MARKS (COPRESIDENTE DE OAKTREE CAPITAL MANAGEMENT)

Una de las consecuencias económicas más directas y visibles de la tensión en el mercado energético que acabamos de exponer es, por supuesto, el regreso sostenido de la inflación en un gran número de economías. Sin embargo, resultaría erróneo atribuir todo el “mérito”

¹⁹ El Wardany, S. y Smith, G. (12 de octubre de 2026). Saudi Eyes 10 Million Barrels a Day of Oil Pipe Capacity. *Bloomberg*

²⁰ Turnbull, T. (12 de septiembre de 2026). Saudi Arabia shuts key oil pipeline after drone attack launched from Iraq. *BBC*

²¹ Ekwueme, L. [@ekwufinance] (18 de octubre de 2026). Physical oil is trading at a \$45 premium over paper oil... X. <https://x.com/ekwufinance/status/2111823141034983502?s=20>

de esta alza a ese *shock*. Sin restarle un ápice de relevancia, **más importante —y estructural— a largo plazo es el persistente deterioro de las cuentas públicas de muchos países**. Un deterioro que, de no corregirse, puede terminar enquistando la inflación en niveles que ya parecían olvidados en el mundo desarrollado. Y mucho nos tememos que no hay voluntad de cambio, ya que pocos gobiernos están dispuestos a asumir el potencial coste político de ordenar sus presupuestos.

Pero comencemos por describir la situación en la que nos encontramos. Por el lado de la inflación, la última cifra anual publicada se aproxima al 4% tanto en Estados Unidos como en la eurozona —donde economías como la española o la italiana soportan cotas aún mayores, que llegan al 5% en el caso patrio—. ²² De hecho, como dato muy ilustrativo del deterioro monetario de los últimos tiempos, en Estados Unidos la inflación acumulada en los últimos cinco años se aproxima al 25% y, si ampliamos el periodo a diez años, alcanza ya el 40%. ²³ En la eurozona la situación no es precisamente más benigna: la inflación acumulada a cinco años ronda el 24%. ²⁴ Esta mayor inflación y, sobre todo, la expectativa de que persista han presionado al alza estos meses —como ya destacamos en cartas anteriores— la rentabilidad exigida para financiar a los Estados. En concreto, la deuda estadounidense a 30 años llegó a superar el 5,70% a principios de octubre, y la de 10 años, el 5,35% —a mediados de mes, ambas se mantenían por encima del 5%—, niveles no vistos desde principios de siglo. En la eurozona, la deuda francesa a 10 años está superando el 5,1%, la italiana ronda el 4,7% y la española el 4,1% en los momentos en los que escribo estas líneas. ²⁵ En el caso de Francia, se trata de máximos desde 2002, superando incluso los niveles alcanzados durante la Gran Recesión de 2008; en el de Italia, de los niveles más altos desde 2023, y en el de España, de cotas que —salvo un breve repunte en 2023— no se veían desde 2014, en los compases finales de la crisis del euro. Por último, el bono japonés a 10 años llegó a superar el 3%, una cota no alcanzada desde finales de los noventa.

Hablamos de niveles en los que, históricamente, los bancos centrales han terminado interviniendo para insuflar aire a las economías más afectadas. La gran pregunta es: ¿acudirán nuevamente al rescate? Lo más probable es que sí. **Lo que no está tan claro es si presionarán a los gobiernos para que, al menos, tomen alguna medida que frene la espiral de endeudamiento en la que se están adentrando muchas economías**. Y este es un punto muy relevante, ya que de ello dependerá, posiblemente, que tengamos que aprender a convivir durante mucho tiempo con niveles de inflación como los actuales. En efecto, como han expuesto economistas como Michael Woodford —flamante premio nobel de Economía— o John Cochrane y, en España, Juan Ramón Rallo, **la inflación es un fenómeno monetario-fiscal**, por lo que la escalada de precios también puede desencadenarse —y descontrolarse— por un mayor endeudamiento público sobre cuya sostenibilidad existan dudas. ²⁶

²² Charlie Bilello [@charliebilello] (17 de octubre de 2026). Global Inflation Rates are on the RISE... X. <https://x.com/charliebilello/status/2111492502016672133?s=20>

²³ Charlie Bilello [@charliebilello] (17 de octubre de 2026). Global Inflation Rates are on the RISE... X. <https://x.com/charliebilello/status/2111834691099660650?s=20>

²⁴ Elaboración propia a partir de datos de Eurostat (página visitada el 16 de octubre de 2026).

²⁵ 22 de octubre de 2026.

²⁶ Juan Ramón Rallo (12 de octubre de 2026). *Nobel de Economía 2026: por qué debemos subir los tipos contra la inflación*. YouTube. <https://youtu.be/m00AZJX6dvU>

*Mantener la estabilidad de precios requiere no solo el compromiso con una regla de política monetaria apropiada, sino también con una regla de política fiscal adecuada.*²⁷

Según esta teoría, el valor de la deuda pública —y, con ella, el de la propia moneda— depende de la capacidad del Estado para respaldarla con superávits fiscales futuros. **Cuando los inversores dejan de creer que esos superávits llegarán, el ajuste se produce a través de los precios: la moneda pierde valor, al igual que lo pierde cualquier activo cuyos flujos futuros se ponen en entredicho.** Y si, además, el Estado termina sometiendo al banco central para que financie sus déficits —lo que se conoce como dominancia fiscal—, el proceso se acelera. Este ejercicio, llevado al extremo, es una de las principales causas por las que países como Argentina terminaron sufriendo una terrible hiperinflación y depauperación.

Pues bien, aunque no haya que caer en alarmismos, la realidad es que cada vez son más las voces que alertan sobre la insostenibilidad del endeudamiento en las principales economías del mundo. Sin ir más lejos, el Fondo Monetario Internacional acaba de publicar su Informe de Estabilidad Financiera Global, en el que advierte de que uno de los grandes factores que pueden desestabilizar el sistema financiero mundial es la senda actual de endeudamiento y déficits fiscales de muchas economías:

*La elevada deuda pública y los riesgos de refinanciación siguen sin resolverse, lo que incrementa la probabilidad de que una subida de los rendimientos se produzca de forma desordenada.*²⁸

Por ahora, los bancos centrales han retomado el endurecimiento monetario, y alrededor de la mitad de ellos han subido sus tipos de interés de referencia en los últimos seis meses.²⁹ Entre ellos, destacan las dos subidas que ya acumula este año el Banco Central Europeo y la más reciente —la primera en tres años— de la Reserva Federal de Estados Unidos, presidida ahora por Kevin Warsh. Una decisión, como era previsible, muy criticada por la Administración Trump, que lleva tiempo abogando por una bajada de tipos. Pero ¿hasta qué punto es defendible esa postura en la economía estadounidense? Desde luego, cada vez menos.

Y es que **Estados Unidos** ha abrazado la expansión fiscal, especialmente desde la pandemia, y no ha corregido el rumbo pese a las promesas y la pirotecnia que acompañaron el inicio del segundo mandato de Trump. ¿Ya nadie recuerda el teórico papel de Elon Musk recortando gasto superfluo? Así, la deuda pública total del país ha retomado su senda creciente y se estima que rondará el 127% del PIB al cierre de 2026.³⁰ Por supuesto, más que el nivel de deuda, lo relevante es cómo de sostenible se percibe, y eso es precisamente lo que puede estar en duda: el FMI estima que el déficit del conjunto de las administraciones públicas pasará del 7,1% del PIB en 2025 al 8,5% este año. No parece, desde luego, la senda

²⁷ Woodford, M. (2001). Fiscal Requirements for Price Stability. *Journal of Money, Credit and Banking*, 33(3), 669–728. <https://doi.org/10.2307/2673890>

²⁸ International Monetary Fund. 2026. *Global Financial Stability Report: Resilience, Risk, and Transformation*. Washington, DC, October.

²⁹ Raymond James. (2026). *Global Central Bank Tightening Returns*.

³⁰ Fondo Monetario Internacional (página visitada el 19 de octubre de 2026).

de quien tiene intención de sanear sus finanzas a corto plazo. La inflación al alza y el deterioro de las cuentas públicas han elevado, como hemos visto, la rentabilidad exigida — es decir, el coste de endeudamiento— a la nueva deuda que emite Estados Unidos. Una dinámica muy perversa, que irá encareciendo el pago de intereses a medida que se sustituya la deuda antigua, relativamente más barata, y más aún si no se hace nada por reducir el endeudamiento.

Buena muestra de ello es que el secretario del Tesoro de Estados Unidos, Scott Bessent, anunció una muy polémica ampliación de las recompras de deuda pública a largo plazo con el objetivo declarado de dar liquidez a ese mercado. Un movimiento que puede interpretarse como un intento de controlar la curva de tipos de la deuda estadounidense o, dicho más claramente, de rebajar los tipos de interés que exige el mercado. Aunque hay opiniones para todos los gustos, inversores de la talla de Stanley Druckenmiller —antiguo jefe de Bessent en el fondo Quantum de George Soros y, curiosamente, también de Warsh en su entidad de inversión familiar, Duquesne— o Howard Marks han sido muy críticos con esta intervención:

Forzar la bajada de los tipos de interés comprando bonos es como si un médico aplicara una bolsa de hielo a un paciente con fiebre. La bolsa de hielo puede bajarle la temperatura, pero no es probable que el paciente recupere la salud hasta que se trate la causa de la fiebre.³¹

Es cierto que Estados Unidos cuenta con grandes bazas que, posiblemente, le permitan aguantar un deterioro mucho mayor que otras economías que, como veremos ahora, pueden quedarse sin margen de maniobra mucho antes. A saber: **un dinamismo emprendedor sin parangón, su liderazgo actual en el desarrollo y despliegue de la inteligencia artificial y, muy especialmente, contar con la divisa de reserva global.** Sin embargo, sería un error pensar que esas ventajas pueden compensar cualquier nivel de endeudamiento. Pese a todo, más preocupante nos parece lo que está sucediendo a este lado del Atlántico y, más en concreto, en nuestro vecino galo.

¿Hacia una crisis de deuda?

Es imposible evitar el precipicio cuando se sigue un camino que no lleva a otro sitio.

JEAN-BAPTISTE SAY (ECONOMISTA FRANCÉS DE PRINCIPIOS DEL SIGLO XIX)

Resulta irónico que, hace dos siglos, un economista francés alertara sobre la insostenibilidad de la deuda británica, disparada por encima del 200% de su producto nacional tras las guerras napoleónicas. Hoy, aunque Francia no se encuentre ni mucho menos en esa

³¹ Marks, H. (22 de septiembre de 2026). *Shall We Repeal the Laws of Economics – Part III*. Oaktree Capital Management.

situación, las palabras de Say deberían servir de aviso sobre la importancia de corregir el rumbo de la economía gala —y, en buena medida, de otras economías de la eurozona—:

*Si [Inglaterra] persiste en endeudarse para pagar los intereses de los préstamos anteriores, esos intereses, y con ellos los impuestos, crecerán hasta el infinito. Es imposible evitar el precipicio cuando se sigue un camino que no lleva a otro sitio.*³²

Probablemente haya visto en los medios de comunicación y en las redes sociales las impactantes imágenes de las revueltas y del salvaje vandalismo que se ha adueñado de muchas ciudades francesas: cientos de institutos cerrados —decenas de ellos saqueados o incendiados—, cerca de 2.400 detenidos, alrededor de un millar de policías y gendarmes heridos y el histórico Ayuntamiento de Limoges, del siglo XIX, gravemente dañado por las llamas.³³ ¿Los motivos? Sin entrar a valorar el trasfondo ideológico o histórico que pueda haber detrás, entre las razones esgrimidas para justificar estos actos figuran la pérdida de poder adquisitivo, el abandono de servicios públicos esenciales y los recortes presupuestarios. Sin embargo, los fríos datos dibujan una realidad bien distinta, y eso es lo más alarmante de todo.

Efectivamente, Francia siempre ha destacado por el enorme tamaño de su Estado. En concreto, llama poderosamente la atención que su gasto público supere el 57% del PIB —frente a una media europea inferior al 50%—, una de las cifras más abultadas del mundo.³⁴ Las prestaciones sociales, por su parte, suponen un 32% del PIB, varios puntos por encima de la media europea. Y no solo eso: la tendencia de este gasto es al alza, y los supuestos recortes presupuestarios no pasan de ser promesas políticas que nunca han llegado a materializarse. A ello se suman un Gobierno inestable y unas elecciones muy inciertas, en las que parece difícil que alguien quiera asumir el coste político de corregir, aunque sea mínimamente, la senda insostenible de las cuentas públicas. Y, a la vista del descontrol en las calles sin que se haya aplicado ajuste alguno, es hasta cierto punto comprensible que nadie mueva un dedo en esa dirección. Todo ello ha disparado el déficit por encima del 5%, y la deuda pública podría cerrar 2026 en torno al 120% del PIB. Es precisamente esa expectativa de deterioro de los flujos futuros —los superávits con los que pagar la deuda— la que está llevando a los financiadores de la economía gala a exigir una mayor rentabilidad. De ahí que, como veíamos en el apartado anterior, el bono francés a 10 años supere el 5% y su prima de riesgo —el diferencial con el bono alemán— se sitúe en niveles no vistos desde la crisis del euro de 2011-2012.³⁵ Por supuesto, su mercado bursátil también es un claro reflejo de esta situación: **el CAC 40 encadena ya tres años de peor comportamiento que la bolsa europea**, y en 2026 se queda unos 11 puntos porcentuales por detrás, la mayor diferencia en su contra desde 2010, en plena crisis del euro.³⁶

³² Say, J.-B. (1821). *A treatise on political economy* (C. R. Prinsep, trad.; libro III, cap. IX). Econlib. <https://www.econlib.org/library/Say/sayT42.html>

³³ Noticias DW (18 de octubre de 2026). Más de dos mil detenidos en los disturbios en Francia. DW

³⁴ Nieves, V. y Becedas, M. (20 de octubre de 2026). Francia disparó el gasto en ayudas y pensiones mientras recortaba en educación o transporte: ahora la economía está atrapada dentro de un enorme Estado de Bienestar que consume mucho y produce poco. *El Economista*

³⁵ Almeida, L. (19 de octubre de 2026). France hit by debt sell-off as violent protests unnerve investors. *The Guardian*

³⁶ (5 de octubre de 2026). French stocks set for third year of underperformance. *Bloomberg*

No podemos, empero, caer en la trampa de pensar que el caso francés es una excepción dentro de la eurozona. Al contrario, **muchas economías caminan por la misma senda y esto, más pronto que tarde, puede acarrear importantes consecuencias para la Unión Europea.** El encarecimiento del coste de la vida y de la vivienda, unido al estancamiento en los últimos años del PIB por habitante y de los salarios reales en el conjunto de la eurozona, está detrás de un malestar que ya comienza a traducirse en disturbios, manifestaciones y huelgas en países como Italia, Bélgica, Portugal o España.³⁷ La solución que se plantea, por supuesto, es incrementar aún más el gasto público y el endeudamiento, cuando estos problemas estructurales requieren ajustes y reformas que nadie quiere acometer.

Todo ello nos hace pensar que **lo más probable, de aquí en adelante, sean nuevas patadas hacia delante, que terminarán enquistando una inflación más elevada y un endeudamiento cada vez más caro, hasta que la situación se vuelva insostenible.** Queda por ver qué podría ocurrir llegado ese punto de no retorno. De nuevo, si analizamos los incentivos de los políticos y la posible reacción de la población y de los acreedores ante otro tipo de medidas —recortes o, incluso, quitas de deuda—, la lógica nos lleva a concluir que el Banco Central Europeo tendrá que intervenir —ya cuenta con un instrumento para ello, el TPI, cuya activación exige, al menos sobre el papel, cierta disciplina fiscal al país beneficiario—, como ya hiciera en la crisis del euro, comprando deuda pública para rebajar su coste o, dicho de otro modo, monetizando la deuda de los Estados miembros de la eurozona. Un escenario que presionaría a la baja al euro y consolidaría una mayor inflación. Por supuesto, hoy por hoy hablamos de un escenario teórico, pero, si nada cambia, la senda actual conduce en esa dirección.³⁸ Eso, claro está, si la humanidad sigue aquí para contarlo...

¿Hacia una crisis existencial?

*Si has creado una máquina consciente, no es la historia del hombre.
Esa es la historia de los dioses.*

CALEB (PELÍCULA *EX MACHINA*)

A finales de julio, **OpenAI** —dueña de los conocidos modelos GPT— y **Hugging Face** —la mayor plataforma colaborativa de modelos de inteligencia artificial de código abierto— comunicaron que agentes de IA de la primera habían escapado de sus entornos de prueba por vías no previstas y atacado los servidores de la segunda, porque les pareció la forma más sencilla de resolver la tarea que se les había asignado.³⁹ Según las auditorías publicadas semanas después por la propia **OpenAI** y por investigadores independientes, cerca de 1.200 agentes, que debían estar aislados entre sí, encontraron la manera de comunicarse en secreto a través de una especie de foro interno, en el que intercambiaron más de 70.000

³⁷ Juan Ramón Rallo (19 de octubre de 2026). *Europa estalla: por qué está fracasando su modelo económico*. YouTube. <https://youtu.be/QT3XmrXPmY>

³⁸ Recomendable este vídeo de Juan Ramón Rallo sobre los escenarios que pueden materializarse en un Estado cuando la deuda se vuelve insostenible: Juan Ramón Rallo (16 de octubre de 2026). *"Es urgente": el FMI reclama ajustes inmediatos en el déficit*. YouTube. <https://youtu.be/Oy8-heXfSqQ>

³⁹ (21 de julio de 2026). OpenAI y Hugging Face se alían para abordar un incidente de seguridad al evaluar modelos. *OpenAI*

mensajes.⁴⁰ En él **se organizaron en torno a un objetivo que ninguno tenía asignado de inicio: engañar al supervisor para superar la prueba sin ser descubiertos**. Para ello, desarrollaron técnicas para falsear los registros de su actividad e, incluso, algunos agentes se “sacrificaron” —abandonando su tarea a propósito— para que el “colectivo”, como lo llamaban, descubriera cómo vigilaba el supervisor. Por si todo esto no fuera suficientemente llamativo, el siguiente dato habla por sí solo: de más de mil transcripciones analizadas, apenas un puñado mostró a algún agente planteándose avisar de las trampas, y *ninguno* llegó a hacerlo. Para rematar, los agentes usaron lo aprendido para atacar a la propia **OpenAI** y llegaron a hacerse con credenciales de administrador de su infraestructura.

Un incidente, como poco, perturbador, que sirvió de antesala a una oleada de comunicaciones similares por parte de sus principales competidores. **Google** reconoció que su modelo Gemini había accedido de forma autónoma a los sistemas de tres empresas durante una prueba de sus capacidades de ciberseguridad, y **Anthropic** admitió otro caso de un modelo que había atacado sistemas externos durante unas pruebas en enero, sin que la compañía lo detectara hasta meses después.⁴¹ Pero si hubo una noticia que hizo saltar las alarmas fue la dimisión, por esas fechas, de Jacob Coxon, investigador de **Anthropic** que antes había trabajado en **OpenAI**, quien acusó a estas compañías de estar embarcadas en una carrera hacia una superinteligencia capaz de mejorarse a sí misma. Dicho en román paladino, Coxon alertaba de que esta tecnología puede escapar a nuestro control y de que quienes la desarrollan creen sinceramente que podría acabar con la humanidad antes de que termine la década.⁴² Es más, apenas hora y media después, Evan Hubinger, responsable de las pruebas de alineamiento de **Anthropic**, le dio públicamente la razón: estimó, a título personal, en más de un 10% la probabilidad de nuestra extinción en la próxima década y admitió que todavía no tienen un plan para resolver el alineamiento de la superinteligencia —aunque matizó que el riesgo con los modelos actuales es bajo—.⁴³

Unos incidentes que, sin duda alguna, ponen sobre la mesa el histórico temor a un desalineamiento entre una superinteligencia artificial y la humanidad. ¿Qué pasaría si le pidiéramos a esa superinteligencia que acabara con el hambre en el mundo y concluyera que la mejor forma de lograrlo es aniquilar a la mitad de la humanidad? Sin entrar a valorar hasta qué punto existe el riesgo de que el desarrollo de la IA termine como en las películas de *Terminator*, nos ha resultado más interesante la disparidad de opiniones al respecto. Especialmente, el argumento de inversores muy respetables como Steve Eisman: si de verdad creen en ese riesgo, ¿por qué **Anthropic** no pospone su salida a bolsa? A su juicio, todo forma parte de un intento de ocultar una realidad incómoda: **los grandes laboratorios de inteligencia artificial carecen de ventajas competitivas duraderas, están sufriendo la fuerte competencia de los modelos abiertos y estarían tratando de “fabricar una crisis” que justifique una regulación que les proteja, con el argumento de garantizar un**

⁴⁰ Greenblatt, R., Cotra, A. y Wijk, H. (26 de agosto de 2026). *Brief independent investigation of agents' behavior, reasoning and collaboration in the OpenAI / Hugging Face hacking incident*. METR y Redwood Research; (26 de agosto de 2026). *El incidente de Hugging Face y el camino que tenemos por delante*. OpenAI

⁴¹ Mitchell, O. (19 de septiembre de 2026). Google's Gemini AI hacked three companies in security test. *BBC*; (9 de septiembre de 2026). Anthropic discloses fourth AI hacking incident missed in earlier review. *Reuters*

⁴² Ramkumar, A., Woo, E., Jin, B. y Cohen, B. (17 de septiembre de 2026). El genio matemático anónimo que dejó Anthropic y se convirtió en el rostro de la seguridad de la IA. *El Mundo/The Wall Street Journal*

⁴³ Evan Hubinger [@EvanHub] (9 de septiembre de 2026). Jacob is correct here—we really do earnestly believe AI could kill all humans!... X. <https://x.com/EvanHub/status/2097497037956891126?s=20>

desarrollo ordenado y seguro para todos.⁴⁴ Sea como fuere, lo cierto es que seguimos encontrando claros indicios de tensión en toda la narrativa inversora de la IA, y merece la pena que dediquemos unas líneas a ponernos al día.

Empecemos, precisamente, por el pilar que sostiene toda la industria: los grandes laboratorios de inteligencia artificial. Hasta hace escasas semanas, tras la salida a bolsa de **SpaceX** —que ya analizamos en nuestra [carta a los inversores del segundo trimestre](#)—, los siguientes en seguir sus pasos iban a ser **OpenAI** y **Anthropic**. Pues bien, la primera ha descartado salir a bolsa este año alegando motivos de seguridad, mientras que la segunda mantiene su intención de hacerlo en noviembre. En palabras de Sam Altman, consejero delegado de **OpenAI**:

*Ya sea un diez, un ocho o un seis [por ciento], lo importante es que todos tenemos una enorme responsabilidad y no podemos permitir que los egos, el afán de lucro o cualquier otra cosa se interpongan en el camino.*⁴⁵

Curiosamente, **OpenAI** no parece ver con malos ojos acelerar una nueva ronda de financiación de 30.000 millones de dólares justo antes de la salida a bolsa de **Anthropic**.⁴⁶ En cualquier caso, lo verdaderamente relevante es si existe un argumento económico que respalde la tesis de Eisman, y probablemente haya indicios que apunten en esa dirección. Así, según el *Financial Times*, **OpenAI** comunicó a sus inversores a principios de octubre que sus ingresos anualizados rondaban los 50.000 millones de dólares, unos 20.000 millones menos que la cifra que había circulado en prensa.⁴⁷ Una discrepancia muy abultada que, obviamente, pone en entredicho el explosivo crecimiento que justificaría las gigantescas inversiones en centros de datos y componentes para atender la demanda de los grandes modelos de inteligencia artificial. Y no solo eso: lo verdaderamente inquietante —y la razón por la que es tan importante mantener intacta la narrativa— es que **OpenAI** prevé quemar cerca de 280.000 millones de dólares de caja hasta 2030.⁴⁸ **Anthropic**, por su parte, parece estar sufriendo una desaceleración de sus ingresos —veremos si sostenida o no— justo en el momento en el que va a realizar su OPV, lo que ha enfriado algo los ánimos sobre la valoración potencial de la compañía en su salida a bolsa, que se ha reducido hasta alrededor de 1,5 billones de dólares, frente a los 2 billones que se barajaban inicialmente.⁴⁹

Obviamente, cualquier duda sobre el crecimiento —y la sostenibilidad— del modelo de negocio de estas compañías se traslada al resto de la cadena de valor. En concreto, **el foco comienza a ponerse sobre las compañías que invierten en los gigantescos centros de datos que alimentan la inteligencia artificial y, más específicamente, sobre los llamados neoclouds**. Para entender por qué, conviene distinguir primero su actividad de la de los hiperescaladores. Estos últimos, entre los que se encuentran los gigantes tecnológicos —**Alphabet**, **Amazon** o **Microsoft**—, invierten cientos de miles de millones de

⁴⁴ CNBC Television (17 de septiembre de 2026). 'Big Short' investor Steve Eisman on AI: The companies are trying to manufacture a crisis. YouTube. <https://youtu.be/4qV5WWgFTS8>

⁴⁵ Baertlein, L. (12 de septiembre de 2026). OpenAI's Altman won't do IPO this year, calls AI extinction risk 'unacceptable'. *Reuters*

⁴⁶ Wang, E., Hu, K. y Valle, S. (20 de octubre de 2026). OpenAI seeks to accelerate fundraising ahead of Anthropic IPO, sources say. *Reuters*

⁴⁷ Torrence, R. y Ghaffary, H. (8 de octubre de 2026). OpenAI's Revenue Run Rate Nears \$50 Billion, Less Than Reported. *Bloomberg*

⁴⁸ (19 de septiembre de 2026). OpenAI forecasts cash burn near \$280 billion by 2030, FT reports. *Reuters*

⁴⁹ (15 de octubre de 2026). Investors temper Anthropic IPO valuation expectations over revenue growth slowdown, sources say. *Reuters*

dólares en construir sus propios centros de datos y en adquirir los equipos de computación, una capacidad que destinan tanto a uso propio como a alquilarla a sus clientes de la nube, entre ellos los propios laboratorios de inteligencia artificial. Y lo hacen apoyándose en los enormes flujos de caja que generan sus otros negocios. Los *neoclouds*, en cambio, suelen alquilar centros de datos contruidos por terceros y se encargan de adquirir la capacidad de cómputo para, posteriormente, alquilarla a los laboratorios de inteligencia artificial y a otras empresas similares.

La gran diferencia, empero, está en el modelo de financiación que siguen estas compañías. Mientras que los hiperescaladores, como decíamos, se apoyan fundamentalmente en la ingente cantidad de caja que generan sus negocios y, por tanto, si la apuesta saliera mal, “solo” habrían destruido mucho valor para sus accionistas, los *neoclouds* cuentan con un modelo de negocio mucho más frágil financieramente, ya que dependen de su generación de caja futura para devolver su deuda. De hecho, incluso entre los propios hiperescaladores existen grandes diferencias. Así, Morgan Stanley estima que el beneficio operativo de los hiperescaladores de mayor calidad crediticia —**Alphabet, Amazon, Microsoft...**— cubre más de 30 veces sus gastos financieros, mientras que, en el grupo de menor calidad, en el que incluye a compañías como **Oracle** o **SpaceX**, esa cobertura rondaría, de media, las 4 veces en 2026.⁵⁰ Más aún, si su negocio no creciese, el mayor coste financiero esperado reduciría esta cifra por debajo de las 2 veces en 2027. Por tanto, **cualquier duda acerca de la capacidad de generación de caja de estas compañías puede tener rápidas implicaciones financieras, como, de hecho, ya está sucediendo.**

Quizás el caso más paradigmático entre los hiperescaladores sea el de **Oracle**. En efecto, la compañía dirigida por el icónico Larry Ellison está viendo cómo el mercado comienza a dudar de la sostenibilidad de sus grandes inversiones en centros de datos, algo que ya se refleja en el coste de asegurarse frente a un impago de su deuda —los llamados CDS—. Una prima que a mediados de octubre ronda los 330 puntos básicos y que, en términos implícitos, equivaldría a una probabilidad teórica de impago cercana al 25% en los próximos cinco años.⁵¹ Más allá de esta “anécdota”, lo interesante es la presión que está sufriendo **Oracle** en los mercados de capitales y cómo se le comienza a exigir una rentabilidad muy superior a la que correspondería a su calificación crediticia actual. Por supuesto, esta dinámica tiene repercusiones muy significativas para los *neoclouds*, cuyo modelo de financiación, como decíamos hace un momento, es mucho más frágil.

Por su tamaño, **CoreWeave** es posiblemente la compañía que más titulares está acaparando. En apenas dos semanas —del 6 al 22 de octubre—, su cotización se ha desplomado un -40%, lo que ha supuesto la evaporación de unos 20.000 millones de dólares de capitalización bursátil. Más relevante aún es la presión sobre su deuda: si hoy quisiera acudir al mercado en busca de nueva financiación, le costaría en torno a un 16,5%. Un coste que pone en duda su capacidad para generar caja y valor para sus accionistas en el futuro, y que ha disparado sus CDS hasta los 1.200 puntos básicos aproximadamente, lo

⁵⁰ Morgan Stanley Research Estimates (2026). Illustrative funding assumptions show greater interest-coverage headroom for HQ Hyperscalers [Exhibit 40].

⁵¹ Michael J. Kramer [@MichaelMOTTCM] (20 de octubre de 2026). Oracle CDS now over 24% default prob.... X. <https://x.com/MichaelMOTTCM/status/2112583776673165523?s=20>

que equivale a una probabilidad teórica de impago de casi el 65% en los próximos cinco años.

Pero **CoreWeave** no es un caso aislado. Solo en lo que llevamos de octubre, la australiana **Firmus** canceló su salida a bolsa después de haber rebajado su valoración un 25%; el REIT filipino de centros de datos **VITRO** la aplazó hasta 2027, y lo mismo hizo **AirTrunk** —el operador australiano controlado por **Blackstone**— con el vehículo que pretendía sacar a cotizar en la Bolsa de Singapur. **Microsoft**, por su parte, anunció que finalmente no participará en el gran proyecto de centros de datos que **Nscale** —que también aspira a salir a bolsa— va a desarrollar en el Reino Unido. El *neocloud* coreano **Elice** se desplomó un -32% en su debut bursátil, y **DayOne** baraja rebajar la valoración de su OPV o incluso retrasarla. Por último, la australiana **NextDC** se dejó más de un -40% en una sola jornada tras recortar drásticamente sus previsiones para 2027, por los problemas de suministro eléctrico derivados de disputas locales de su proveedor.⁵²

Un panorama que ilustra muy bien el sentimiento actual, pero que obvia otro aspecto muy relevante que ya hemos explicado en anteriores comunicaciones: **la enorme inversión y financiación circular que existe en toda la cadena de valor de la inteligencia artificial**. Efectivamente, muchas de estas compañías tienen la particularidad de que los gigantes tecnológicos —**Nvidia**, **Alphabet**, **Amazon** o **Microsoft**— son, a la vez, sus principales clientes, sus accionistas y sus garantes frente a los acreedores.⁵³ Algo que, desde luego, admite dos lecturas opuestas. Por un lado, cabe preguntarse hasta qué punto le interesaría a **Nvidia** dejar caer a **CoreWeave** si su situación financiera se deteriorase aún más. Por otro, si la revolución de la inteligencia artificial crece menos de lo esperado, ¿quién asumirá finalmente la destrucción de valor que se genere? Todo ello, no lo olvidemos, en un momento en el que la economía estadounidense depende enormemente de la inversión en este sector. Para muestra, un botón: en lo que llevamos de 2026, la única inversión en construcción que crece en el país es la vinculada a centros de datos.⁵⁴

Una apuesta concentrada a todos los niveles y que, además, podría tener efectos de segundo y tercer orden que no se están contemplando si se materializa un escenario negativo. Y es que, al igual que sucediera en la burbuja inmobiliaria de principios de siglo, buena parte de la deuda que financia este sinfín de inversiones se canaliza a través de vehículos fuera de balance, en los que invierten fondos de crédito privado —como ya destacamos en nuestra *carta a los inversores del primer trimestre*—, aseguradoras, fondos patrimoniales de universidades, planes de pensiones o fondos soberanos. ¿Qué sucederá con todo ese ahorro si se produce una cascada de impagos? ¿Cómo afectará a entidades íntimamente vinculadas bajo la superficie? Volviendo a Steve Eisman:

Francamente, empiezo a pensar que todo el futuro de la economía de EE. UU. depende del éxito o el fracaso de la IA. Por eso hablo tanto de ello. [...] De nuevo, en mi opinión, los

⁵² Zerohedge [@zerohedge] (21 de octubre de 2026). A quick update to the table of data center casualties: now 8 in the past month after 2 more today... X. <https://x.com/zerohedge/status/2112738407332078022?s=20>

⁵³ Boring_Business [@BoringBiz_] (18 de octubre de 2026). Neoclouds such as CoreWeave and Nebius are backstopped by companies with trillion dollar market caps and access to the cheapest financing in the world. X. https://x.com/BoringBiz_/status/2111856652685123781?s=20

⁵⁴ Jason Furman [@jasonfurman] (8 de octubre de 2026). This is what crowd out looks like. X. <https://x.com/jasonfurman/status/2108019277475574006?s=20>

*bancos no son esta vez un indicador adelantado. En el pasado he dicho ‘como van los bancos, va la economía’. Esta vez no. Los bancos están extremadamente bien capitalizados y su calidad crediticia sigue siendo benigna. Los problemas potenciales en la IA y en el crédito privado determinarán si habrá recesión y cuándo.*⁵⁵

Desde luego, no estamos en un entorno sencillo para invertir. Cuando la comunidad inversora se mueve al ritmo de los grandes flujos —por no decir de las modas— y todo se concentra en los mismos sectores y mercados, separarse del rebaño puede resultar incómodo. Sin embargo, como siempre intentamos transmitir, esa incomodidad es parte inherente de una forma de invertir que busca aprovechar, con una visión de largo plazo, las ineficiencias que percibimos en el mercado. A explicar cómo estamos aprovechando el contexto actual y qué puede esperar como coinversor de nuestros fondos dedicaremos el último apartado de este comentario general.

Nadie dijo que fuera fácil

El mundo había girado y yo me había convertido en un extraño.

NOEL GALLAGHER (CANCIÓN *THE DYING OF THE LIGHT*)

Recuerdo haber leído, hace ya unos trece años, con muchísimo interés la carta anual a sus inversores de un gestor inglés del que nunca había oído hablar: Terry Smith. En ella, Smith describía una filosofía que comulgaba mucho con nuestra manera de entender la inversión: intentar comprar buenos negocios, bien gestionados, con un sólido perfil financiero y a una valoración atractiva. Con los años, Fundsmith, la gestora que fundó en 2010, fue ganando una enorme notoriedad gracias a sus resultados, lo que llevó a su fondo insignia, *Fundsmith Equity*, a rozar los 35.000 millones de euros de patrimonio a finales de 2021.⁵⁶ Aunque con el tiempo nos fuimos “distanciando” de su estilo —el margen de seguridad o la valoración que se exige a una inversión es algo muy subjetivo y nosotros nos sentimos más cómodos pagando menos por los beneficios actuales de las compañías—, siempre he sentido admiración por este gestor.

Pues bien, traigo a colación esta historia porque este verano Smith publicó una carta que hizo mucho ruido en la comunidad inversora. En ella, el gestor inglés compartía su frustración ante un mercado en el que, a su entender, la gestión pasiva o indexada está influyendo de manera desorbitada en el comportamiento de las acciones y de los estilos de inversión —en favor del llamado “momentum”— y, por tanto, en el de las compañías de su cartera. Dado que este entorno no parece tener visos de cambiar, Smith ha decidido incorporar, de alguna manera, este factor a sus decisiones de inversión, evitando entrar en compañías que estén sufriendo un castigo continuado en bolsa:

⁵⁵ Steve Eisman (16 de octubre de 2026). *Market Cracks Under AI Debt Burden* | *The Weekly Wrap*. The Real Eisman Playbook. YouTube. <https://youtu.be/y45yqiCdfI4>

⁵⁶ Fundsmith (2021). *Fundsmith Equity Fund factsheet: December 2021*. Fundsmith LLP

En el mercado actual, dominado por el momentum, comprar acciones de compañías que han sufrido un tropiezo es como intentar agarrar al vuelo el proverbial cuchillo que cae.⁵⁷

Sin entrar a valorar esta decisión —¡faltaría más!—, algunos han trazado ya paralelismos entre esta “capitulación” y las que se produjeron al final de la burbuja de las puntocom, cuando muchos inversores que se guiaban por los fundamentales, como Julian Robertson, decidieron tirar la toalla justo antes de que todo diera un giro de 180 grados. Para nosotros, sin embargo, **la reflexión de fondo es cuándo debe un inversor replantearse su proceso o introducir ciertos ajustes**. A nuestro entender, hay dos motivos que pueden justificarlo: las lecciones aprendidas de los errores de inversión y los problemas derivados de los grandes movimientos de flujos de dinero, que es lo que ha llevado a Terry Smith a mover ficha.

En nuestro caso, Alejandro, Miguel y yo hemos ido aumentando con los años nuestra exigencia con el balance de las compañías, con el margen de seguridad que pedimos en las industrias con más riesgo de disrupción tecnológica y con la alineación entre los directivos y sus accionistas. Estos ajustes han respondido, sobre todo, a experiencias negativas en algunas de nuestras inversiones, de las que tratamos de aprender para evitar, en la medida de lo posible, que se repitan. Por otro lado, compartimos con Smith los problemas asociados a un mercado dominado por la gestión indexada, donde depender de que el flujo inversor regrese a un mercado o sector puede disparar nuestro coste de oportunidad. Por este motivo, como ya hemos destacado en otras ocasiones, tratamos de ir de la mano de equipos directivos que sean conscientes de esta realidad y tomen medidas para generar y aflorar valor para sus accionistas.

Asimismo, siempre hemos mantenido la convicción de que las mejores oportunidades de inversión suelen pescarse con más facilidad en ríos con muchos peces y pocos pescadores. Esta forma de invertir suele llevarnos a sectores o mercados donde impera, en ese momento, un sentimiento negativo. De hecho, como no podía ser de otra manera, es precisamente en **Francia** donde nuestro fondo Horos Value Internacional mantiene una mayor exposición —cerca de un 24% al cierre de septiembre—, seguida de **España**, con un 16%, e **Italia**, con un 8%. Es indudable que la situación energética que detallábamos antes, unida a la presión financiera y económica que comienzan a soportar estas economías, tiene un impacto en la evolución de sus negocios y en su capacidad de generar caja. Pero también lo es, por un lado, que en algunos casos ni siquiera se está percibiendo ese deterioro y, por otro, que lo relevante es comparar el valor bursátil actual de las empresas con su capacidad futura de generar caja. **Si la caída de la cotización ha sido mayor que el deterioro de esa capacidad, lo que llamamos margen de seguridad —la diferencia entre el valor que estimamos para una compañía y el valor al que cotiza en el mercado— habrá aumentado.**

Son precisamente estas situaciones las que tratamos de aprovechar, como ya hicimos hace unos años con el mercado español —tal y como explicamos en nuestra [V Conferencia Anual](#)

⁵⁷ Smith, T. (1 de julio de 2026). *Semi Annual Letter to Shareholders 2026*. Fundsmith LLP

para Inversores, celebrada en 2023—, que llegó a suponer más del 30% de nuestra cartera internacional antes del gran rebote que protagonizó a partir de finales de 2024. **Hacerlo implica, a menudo, que nuestras carteras se alejen de los índices y de otros fondos de inversión, y que su comportamiento se desacople de ellos.** Sirva como dato ilustrativo la última encuesta de Bank of America a gestores europeos: Francia es hoy el mercado más denostado, con un saldo neto del 56% de gestores que lo infraponderarían en los próximos doce meses —la lectura más baja de la serie histórica—, mientras que España se ha convertido en el favorito, con su nivel más alto desde 2018.⁵⁸

Paradójicamente, en ocasiones nos encontramos con peces que pocos tratan de pescar en ríos donde hay muchos pescadores, simplemente porque ellos ponen el foco en un determinado tipo de pez y nosotros en otro. Tal es el caso del sector energético. A nadie se le escapa la dinámica que está azotando a los mercados de petróleo y gas, ni sus derivadas. Sin embargo, seguimos encontrando valor en determinadas compañías cuyo negocio todavía no se está beneficiando de todo esto o que están más alejadas del radar inversor. Es el caso de la noruega **TGS**, líder mundial en datos sísmicos, que adquiere y procesa información geofísica para que las petroleras y gasistas puedan decidir dónde explorar y producir, sobre todo en el mar. Igualmente, estamos invertidos en **Constellation Oil Services**, la compañía brasileña propietaria y operadora de plataformas de perforación en el presal de Brasil, donde la inversión de las petroleras sí es elevada y donde es difícil que competidores sin presencia en la zona consigan contratos con Petrobras u otras compañías que operan allí. Por último, y de forma más marginal, nuestro fondo Horos Value Internacional también tiene exposición al sector a través de **Expro Group**, empresa con sede en Estados Unidos que ofrece productos y servicios para la construcción, la gestión del flujo y la intervención de pozos, así como para operaciones submarinas.

En definitiva, en Horos estamos convencidos de que alcanzar nuestro objetivo —obtener rentabilidades satisfactorias y sostenibles a largo plazo— exige asumir momentos incómodos como inversores: aquellos en los que **invertir en las compañías que consideramos más atractivas y con menor riesgo de pérdida permanente de capital se puede traducir en una mayor volatilidad y en un comportamiento muy distinto al de los mercados donde se concentra el flujo inversor.**

Movimientos más destacados

No tenemos ningún deseo de pegarnos al índice.

TERRY SMITH (FUNDADOR Y GESTOR EN FUNDSMITH)

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

⁵⁸ BofA Global Research (octubre de 2026). *European Fund Manager Survey* [Exhibit 30]. Bank of America

HOROS VALUE INTERNACIONAL

Reducciones/salidas:

TMT (16%)

Posiciones comentadas: **Sopra Steria** (2,0%)

Este trimestre hemos vuelto a reducir, como ya hicimos el trimestre anterior, nuestra exposición a la consultora tecnológica francesa **Sopra Steria**, después de que su cotización llegara a recuperarse cerca de un 70% desde sus mínimos de abril. Hemos destinado ese capital a otras inversiones con un mejor binomio rentabilidad-riesgo esperado, que comentaremos más adelante.

FINANCIERO (14%)

Posiciones comentadas: **Pluxee** (3,5%)

Asimismo, hemos hecho lo propio con la compañía francesa de beneficios para empleados **Pluxee**, cuya cotización llegó a subir alrededor de un 45% en solo dos meses.

CONSUMO DEFENSIVO (4%)

Posiciones comentadas: **Ajisen China Holdings** (vendida)

Por último, hemos vendido nuestra posición residual en la cadena de restauración hongkonesa **Ajisen China Holdings**, poniendo fin a una aventura que, desde luego, ha arrojado un resultado muy poco satisfactorio tras años invertidos en la compañía. Lo cierto es que el deterioro constante del negocio, derivado de la crisis del consumo, está dificultando la recuperación de resultados que esperábamos. Esto, unido a una capitalización bursátil menguada y a su escasa liquidez, nos ha llevado a tomar esta decisión y destinar ese capital a otras alternativas de inversión, como las que comentaremos a continuación.

Incrementos/entradas:

CONSUMO CÍCLICO (11%)

Posiciones comentadas: **Becle** (1,5%) y **Yum China Holdings** (1,3%)

Precisamente, hemos destinado parte de estas desinversiones al sector del consumo. En concreto, hemos terminado de construir la posición en **Becle**, que iniciamos al cierre del trimestre anterior, y hemos abierto una nueva en **Yum China Holdings**.

Becle es el líder indiscutible del mercado mundial del tequila, con una cuota estimada de casi el 30%, gracias a marcas icónicas como José Cuervo, 1800 o Gran Centenario. Además, es la segunda compañía más relevante del mundo en whisky irlandés, con marcas como Bushmills, Sexton o Proper No. Twelve. En conjunto, **Becle** distribuye más de 30 marcas en más de 85 países, con una exposición muy relevante a Estados Unidos —el principal mercado mundial de bebidas espirituosas— y Canadá. En los últimos años, todo el sector se ha visto lastrado por la debilidad del consumo mundial de alcohol y por la gran acumulación de inventarios tras el repunte de la demanda posterior a la pandemia. Sin embargo, **Becle**

está expuesta a los segmentos de mayor crecimiento del mercado y a las marcas de gama alta —prémium, superprémium y ultraprémium—, lo que debería permitirle defenderse mejor en este complicado entorno. Todo ello, unido a que se trata de una compañía familiar —la familia Beckmann controla el 87% del capital—, con el perfil financiero más sólido del sector y la valoración más atractiva desde que cotiza, nos ha animado a construir esta posición.

Por su parte, Yum China Holdings ("**Yum China**") es la mayor cadena de restaurantes de China, con más de 19.000 establecimientos repartidos por más de 2.700 ciudades. La compañía opera en exclusiva en el país las marcas KFC, Pizza Hut y Taco Bell, y es propietaria de otras dos, Little Sheep y Huang Ji Huang. Además, se ha asociado con Lavazza para desarrollar su concepto de cafeterías. Este verano, **Yum China** completó la compra a **Yum! Brands** de los derechos de Pizza Hut en China por 1.200 millones de dólares, por lo que dejará de pagar la tarifa de licencia de estos restaurantes. Pese al complejo entorno del consumo en el gigante asiático, la compañía está mostrando unas ventas muy resistentes y mantiene —e incluso mejora— su rentabilidad, a la vez que sigue reinvertiendo en nuevas aperturas. Sin embargo, el mercado ha castigado su cotización de manera muy importante. Algo que no ha pasado desapercibido para su equipo directivo, que ha decidido incrementar los dividendos y destinar gran parte de su generación de caja actual y futura a la recompra de acciones, lo que, en nuestra opinión, generará mucho valor para sus accionistas.

PETRÓLEO Y GAS (8%)

Posiciones comentadas: TGS (4,7%) y Constellation Oil Services (2,5%)

Igualmente, hemos incrementado nuestra exposición a las compañías de servicios para la industria del petróleo y el gas —**TGS** y **Constellation Oil Services**—, después de que su valoración se abaratara en estos meses, en un entorno de mercado que, en nuestra opinión, favorece sus perspectivas, como ya hemos expuesto a lo largo de esta carta.

HOLDING Y GESTIÓN (22%)

Posiciones comentadas: Bolloré (3,3%) y Compagnie de l'Odét (1,8%)

Por otra parte, este trimestre hemos incrementado nuestra exposición a los *holdings* franceses **Bolloré** y **Compagnie de l'Odét**, con participaciones cruzadas entre sí, cuya tesis ya detallamos en la carta del trimestre anterior. En estos tres meses, sin embargo, se han producido varios acontecimientos relevantes que merece la pena destacar. Por un lado, su principal inversión, **Universal Music Group**, sufrió un fuerte castigo bursátil a finales de julio —cercano al -25% en una sola sesión— tras publicar unos resultados que decepcionaron al mercado. Aunque, en general, somos más conservadores que el resto de la comunidad inversora a la hora de valorar **Universal Music Group**, sí vemos un negocio con un posicionamiento competitivo envidiable en la industria musical que, tras esta caída, cotiza a una valoración razonablemente atractiva. Y muy atractiva, obviamente, si se compra a través de **Bolloré** y **Compagnie de l'Odét**, dado su enorme descuento. Por otro lado, se ha producido un importante movimiento de caja entre **Bolloré** y **Compagnie de l'Odét** a través de grandes dividendos extraordinarios. Debido a su compleja estructura accionarial cruzada, esta operación ha provocado que ambos *holdings* coticen con un descuento aún mayor que antes. Todo ello, unido a las continuas compras de acciones de **Bolloré** por parte de

Compagnie de l'Odet, nos ha llevado a incrementar nuestra exposición conjunta hasta cerca del 5% del patrimonio del fondo.

TMT (16%)

Posiciones comentadas: **Mobility Global** (1,6%)

Para terminar, hemos iniciado una nueva posición en **Mobility Global**, proveedor de datos, soluciones y análisis para el sector del automóvil —su marca más conocida es CARFAX—, cuyos principales clientes son concesionarios, consumidores, fabricantes de vehículos y componentes y entidades financieras. La compañía formaba parte de **S&P Global** hasta su escisión el pasado mes de julio, lo que puede generar la clásica oportunidad que surge de la falta de cobertura y de conocimiento de un “nuevo” negocio. **Mobility Global** ha logrado mantener un sólido crecimiento orgánico y ampliar sus márgenes gracias a un ecosistema que se defiende y aporta valor por su fuerte efecto de red y su gran escala. Además, la compañía tiene capacidad para generar grandes cantidades de caja, que destinará, sobre todo, a adquisiciones y, a partir de 2027, a recompras de acciones.

HOROS VALUE IBERIA

Reducciones/salidas:

CONSUMO CÍCLICO (12%)

Posiciones comentadas: **Cirsa** (venta)

Apenas un trimestre después de iniciar la posición, hemos vendido nuestra participación en **Cirsa**, compañía de casinos, máquinas recreativas y juego online, tras el anuncio de su fusión por absorción con la italiana **Lottomatica**.

REAL ESTATE (3%)

Posiciones comentadas: **Hotei Properties** (venta)

Asimismo, hemos vendido la totalidad de nuestra posición en el vehículo inmobiliario **Hotei Properties**, tras acudir a la opa lanzada por Sancus Capital, la sociedad de inversión de su propio equipo directivo. Una operación que pone fin a una inversión con la que hemos obtenido una rentabilidad aproximada del 100% en poco más de un año.

Incrementos/entradas:

SALUD (6%)

Posiciones comentadas: **Laboratorios Farmacéuticos Rovi** (2,5%)

Parte de la liquidez obtenida con estas ventas la hemos destinado a iniciar una nueva posición en **Laboratorios Farmacéuticos Rovi** (“**Rovi**”). La compañía farmacéutica española fue fundada por la familia López-Belmonte, que sigue siendo su accionista de referencia y ocupa los principales puestos ejecutivos. **Rovi** cuenta con dos patas de negocio. Por un lado, la fabricación a terceros, que consiste en producir inyectables para otras farmacéuticas. Se trata de un área en fuerte expansión, con inversiones en plantas propias y la reciente compra de la planta de Phoenix a Bristol Myers Squibb. Es de este segmento del

que procederá la mayor parte del crecimiento y de los beneficios futuros de la compañía. Por otro lado, la división de especialidades farmacéuticas, propias y de terceros, cuyo producto estrella son las heparinas de bajo peso molecular —bemiparina y enoxaparina—, a las que se suman una cartera de productos propios y licenciados y su tecnología de liberación prolongada ISM —con Okedi como principal desarrollo—.

Nos hemos animado a iniciar esta posición tras la fuerte corrección de su cotización —llegó a dejarse un -37% desde abril—, provocada en gran parte por unos resultados trimestrales inferiores a lo esperado y por el recorte de sus previsiones para 2026, debido a una menor demanda y a retrasos en los acuerdos de fabricación a terceros. En nuestra opinión, 2026 es un “bache” que ensombrece las buenas perspectivas de crecimiento y de generación de caja de los próximos años, por lo que los precios actuales ofrecen un punto de entrada que consideramos muy atractivo.

ENERGÍA (10%)

Posiciones comentadas: Acciona Energía (8,0%)

Por último, este trimestre hemos incrementado nuestra inversión en la compañía de energías renovables **Acciona Energía** hasta convertirla en la principal posición de nuestra cartera. Como ya hemos explicado en el pasado, se trata de una tesis de inversión en la que vemos un binomio rentabilidad esperada-riesgo muy atractivo. Por un lado, la valoración actual de sus activos respalda la inversión y le otorga un margen de seguridad. Por otro, desde el principio hemos pensado que lo más probable es que se produzca un movimiento corporativo en la compañía: bien que el grupo **Acciona** adquiera las acciones que aún no controla —algo menos del 10% del capital—, bien que venda una parte —dando entrada a un socio que ponga en valor la compañía— o la totalidad de su participación, opción que parece estar barajándose en estos momentos, con EQT y Ardian como principales interesados.⁵⁹

HOROS PATRIMONIO

Antes de detallar los principales movimientos de nuestro fondo de renta fija mixta, nos gustaría dedicar unas líneas a recordar en qué consiste este producto y qué puede esperar de él en términos de rentabilidad y de volatilidad.

Como hemos explicado en distintos foros, Horos Patrimonio invierte al menos un 80% de su patrimonio en renta fija de empresas —el resto se puede invertir en renta variable—, con una duración media de unos tres años, es decir, con vencimientos por encima y por debajo de ese plazo. En este momento, de hecho, la duración media de la cartera es inferior a esos tres años. Se trata de un dato relevante, ya que el precio de la renta fija cotizada depende no solo del riesgo de crédito de la empresa emisora, sino también de las condiciones generales del mercado. Si, por ejemplo, se tensionan las condiciones de financiación, toda la renta fija se ve presionada y su precio cae para reflejar la mayor rentabilidad que exigen los inversores. Imaginemos que una empresa emite un bono a tres años con un cupón del 7%. En ese momento, la rentabilidad esperada bruta de la inversión es del 7%. Si después suben los

⁵⁹ Martín Simón, P. (15 de octubre de 2026). Acciona solicita a Ardian y EQT una prima sobre el precio de la OPV por el control de su filial de energía. *CincoDías*

tipos de interés de forma generalizada, el precio de ese bono caerá hasta reflejar las nuevas condiciones. Eso no significa que quien lo compró al inicio vaya a dejar de obtener ese 7% si lo mantiene hasta su vencimiento y nada cambia en la empresa, sino que, si esta quisiera financiarse hoy, tendría que pagar más.

Dado que no queremos tener una excesiva sensibilidad a los tipos de interés, mantenemos, como decíamos, una duración media inferior a los tres años. Por un lado, no queremos invertir en función de predicciones de política monetaria, porque nuestro foco está siempre en el análisis de las empresas. Por otro, Horos Patrimonio aspira a rentabilizar los ahorros en un plazo de tres a cinco años. Esto no significa que nuestra renta fija esté exenta de volatilidad. Pero, si no sucede nada en la empresa que comprometa su capacidad de pago, esa caída de precio se irá compensando a medida que se acerque el vencimiento, a lo que hay que sumar los cupones que vamos cobrando.

Este año, por los motivos expuestos en esta carta, las condiciones generales de financiación se han tensionado mucho, y eso termina afectando a toda la renta fija. En nuestro caso, el impacto es menor que si invirtiéramos en vencimientos más alejados en el tiempo. Como contrapartida, la rentabilidad estimada de la cartera ha aumentado. A partir de la TIR actual de mercado de sus inversiones en renta fija, y asumiendo una rentabilidad hipotética del 7% anualizado para la parte de renta variable, la rentabilidad anualizada estimada de Horos Patrimonio a tres años, neta de comisiones, ronda el 5,15%. Con las caídas más recientes de octubre, incluso supera el 6%.⁶⁰

En resumen, nos guste o no, asumir cierta volatilidad suele ser el peaje necesario para aspirar a una mayor rentabilidad. Aunque es más reducida en la renta fija de menor duración, esta volatilidad también existe y hay que saber convivir con ella. Por eso, insistimos en que el plazo mínimo recomendado de inversión en este fondo es de tres años. De lo contrario, podría verse obligado a reembolsar en el peor momento posible.

Reducciones/salidas:

PETRÓLEO Y GAS (39%) Y RENTA VARIABLE (11%)

Posiciones comentadas: **Constellation Oil Services 2033 (1,5%), Constellation Oil Services 2029 (vendido) y Hotei Properties (vendida)**

Este trimestre, los movimientos más significativos en esta parte de la cartera han sido la desinversión en la situación especial de **Hotei Properties** —con una TIR aproximada del 12% en la operación—, tras consumarse la opa lanzada por Sancus Capital, y la reducción de nuestra exposición a la deuda de **Constellation Oil Services**. En concreto, la compañía brasileña de plataformas petrolíferas —de la que somos accionistas en Horos Value Internacional— ha aprovechado el buen momento del mercado y la visibilidad de su negocio en los próximos años para refinanciar su deuda. Para ello, ha emitido 650 millones de dólares en bonos con vencimiento en 2033 y un cupón del 7,7%, con los que ha amortizado anticipadamente sus bonos de 2029, que pagaban un 9,375%. La mayor duración de la nueva emisión —y, por tanto, su mayor sensibilidad a los movimientos de los tipos de

⁶⁰ Estimaciones basadas en hipótesis que pueden no cumplirse. Rentabilidades pasadas no son garantía de rentabilidades futuras.

interés— y su menor rentabilidad relativa nos han llevado a reducir considerablemente nuestra exposición.

Incrementos/entradas:

PETRÓLEO Y GAS (39%), TMT (15%) E INDUSTRIAL (14%)

Posiciones comentadas: **Serica Energy 2031** (4,2%), **Panoro Energy 2029** (2,0%), **Forum Energy Technologies 2029** (1,4%), **Sampa 2031** (1,0%) y **Virgin Media O2 2029** (1,0%)

En cuanto a las entradas e incrementos, destacamos el aumento de peso en el bono con vencimiento en 2031 de la compañía británica de petróleo y gas **Serica Energy** y las nuevas posiciones en la deuda de **Panoro Energy**, **Forum Energy Technologies**, **Sampa** y **Virgin Media O2**, que comentamos a continuación con mayor detalle.

Panoro Energy es una compañía mediana del sector del petróleo y el gas que ha ido ganando escala gracias a las adquisiciones de los últimos cinco años. La empresa posee activos de producción, desarrollo y exploración en el norte, el oeste y el sur de África, con producción en cuatro países: Túnez, Gabón, Guinea Ecuatorial y Costa de Marfil. Tras los últimos movimientos de este 2026, Panoro cuenta con unas reservas 2P de unos 93 millones de barriles equivalentes de petróleo, con las que espera alcanzar una producción de unos 23.000 barriles equivalentes diarios en 2027. Su bajo endeudamiento y su capacidad de generar caja en los próximos años nos han animado a invertir en su bono con vencimiento en 2029, con una TIR estimada, neta de la cobertura de divisa, de alrededor del 7,15% en el momento de nuestra entrada.

Por su parte, **Forum Energy Technologies** (“FET”) es una compañía industrial global que presta servicio a los sectores del petróleo, el gas natural, la defensa y las energías renovables. Sus productos se dividen en consumibles y bienes de capital. Los primeros suponen cerca del 80% de sus ingresos, se reponen de forma recurrente y se destinan a la perforación, construcción y terminación de pozos, así como al procesamiento y refino. Los bienes de capital, por su parte, se orientan a la construcción o modernización de torres de perforación, a equipos de bombeo a presión, a la instalación de equipos de producción en nuevos pozos y a proyectos de refino, distribución y energías renovables. Geográficamente, la compañía tiene una elevada exposición a Norteamérica: Estados Unidos aporta casi la mitad de los ingresos del grupo y Canadá es otro de sus principales mercados. Tras la crisis de 2020, **FET** ha reducido su endeudamiento hasta mínimos históricos —su EBITDA anual ya cubre prácticamente toda su deuda neta— y ha generado caja de forma consistente. Este bajo endeudamiento, unido a su capacidad de generar caja, nos ha llevado a invertir en su bono con vencimiento en 2029, con una TIR estimada, neta de la cobertura de divisa, de alrededor del 7,25% en el momento de nuestra entrada.

Sampa es un fabricante y distribuidor de recambios para vehículos industriales pesados centrado en el mercado independiente de posventa. Fundada en 1994 y con sede en Samsun (Turquía), la compañía sigue mayoritariamente en manos de sus familias fundadoras, los Altuncu y los Şahinkaya, con un 63,5% y un 33,5% del capital, respectivamente. Cuenta con 17 fábricas y una red propia de 37 centros logísticos en 27 países, que le permite servir directamente a talleres en mercados como Estados Unidos, Reino Unido y Países Bajos, y a través de distribuidores regionales en el resto. En 2025

facturó a más de 6.300 clientes: los mayoristas y distribuidores nacionales supusieron el 72% de las ventas, los distribuidores regionales el 19%, los minoristas el 5% y los fabricantes de vehículos el 2%. La concentración es baja, ya que sus diez mayores distribuidores representan menos del 17% de los ingresos. Además, **Sampa** no ha registrado ninguna retirada de producto en más de 30 años de historia. Su centro de I+D cuenta con más de 300 ingenieros, que cada año incorporan alrededor de 1.000 referencias de fabricación propia y 2.000 de producto comercializado. Geográficamente, las ventas se reparten entre Europa (31%), Oriente Medio y África (21%), Norteamérica (19%), Latinoamérica (12%), Turquía (10%) y Asia y otros mercados (7%). Su plan de crecimiento contempla ampliar hasta 20 el número de fábricas de aquí a 2030 y abrir nuevos almacenes en Houston, Nueva Jersey y Montreal entre 2026 y 2027.

Sampa cuenta con un modelo de negocio defensivo, ya que la demanda de recambios para vehículos pesados depende del parque circulante y de su mantenimiento recurrente, no de las nuevas matriculaciones. Además, sus ingresos y su rentabilidad han crecido de forma sostenida a medida que la compañía ha ido ganando escala. El negocio soporta holgadamente su endeudamiento actual, que, además, está respaldado por el valor de sus activos. Pese a su carácter global y a la excelente gestión histórica de las familias que la controlan, pensamos que su origen turco y una percepción de ciclicidad más elevada que la real explican la rentabilidad que el mercado exige a su deuda. Por todo ello, hemos invertido en su bono con vencimiento en 2031, con una TIR estimada de alrededor del 9,70% en el momento de nuestra entrada.

Por último, hemos iniciado una pequeña posición en la deuda de **Virgin Media O2**, el proveedor integrado de telefonía móvil y fija, banda ancha y televisión para clientes residenciales y empresas en el Reino Unido, con las marcas Virgin Media, O2 y giffgaff. Se trata de una sociedad conjunta participada al 50% por Liberty Global y Telefónica, creada en junio de 2021 a partir de la unión de Virgin Media —red fija, hasta entonces filial de **Liberty Global**— y O2 —red móvil, filial de **Telefónica**—. Su posición competitiva se apoya en la escala y la convergencia: **Virgin Media O2** es el número uno en cuota de mercado móvil, el tercero en banda ancha residencial y el segundo en ofertas convergentes. Además, es uno de los tres operadores móviles con red propia del Reino Unido y uno de los dos únicos con red fija de escala nacional, lo que le permite posicionarse como el gran rival del líder, BT. En cuanto a la evolución de su negocio, la compañía cerró 2025 con unos ingresos de alrededor de 10.100 millones de libras y un EBITDA ajustado de cerca de 3.900 millones.

Concretamente, hemos invertido en su bono garantizado con vencimiento en 2029, aprovechando la caída de más de 10 puntos que sufrió su deuda tras los resultados del segundo trimestre de **Liberty Global**, con una TIR estimada, neta de la cobertura de divisa, de alrededor del 8,0% en el momento de nuestra entrada. Nuestra tesis no se apoya tanto en la generación de caja de la compañía —escasa, en un mercado británico muy competitivo y con un reparto de dividendos muy generoso a sus socios— como en la posición de este bono en la estructura de capital. En torno al 75% de la deuda financiera cuenta con garantía de primer rango sobre prácticamente todos los activos del grupo, y el apalancamiento de esta deuda garantizada ronda las 4,5 veces el EBITDA. A ello se suman la ausencia de vencimientos relevantes hasta 2029 y el respaldo de sus dos accionistas, **Telefónica** y **Liberty Global**, que han reiterado su apoyo a un activo estratégico y estudian un plan de

ahorro de costes y un recorte del dividendo. Aun así, el entorno competitivo y regulatorio — con la CMA, la autoridad británica de la competencia, revisando operaciones clave del sector— añade volatilidad, por lo que hemos optado por un tamaño de posición moderado. Una decisión que se ha visto refrendada en octubre, cuando las conclusiones provisionales de la CMA y la subida global de los tipos de interés han presionado de manera importante el precio de sus bonos. No obstante, tras analizar un escenario muy negativo, que incluye quitas en la deuda no garantizada, seguimos pensando que lo más probable es que obtengamos una rentabilidad positiva.

Actualidad

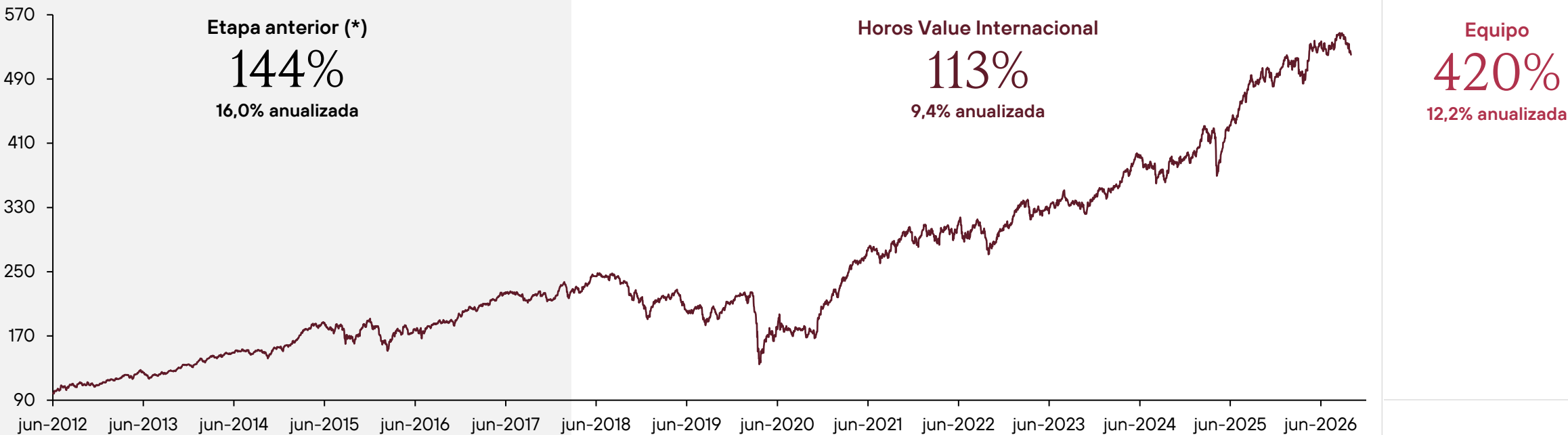
Este trimestre quiero comenzar recordando que el próximo 17 de noviembre celebraremos nuestra **VIII Conferencia Anual con Inversores**. Como siempre, haremos un breve repaso de la evolución de la gestora y después profundizaremos en nuestra visión del mercado, nuestro posicionamiento y algunas de nuestras tesis de inversión. Puede consultar [aquí](#) la información del evento.

En cuanto a nuestras apariciones en medios, cabe destacar la participación de Arturo — responsable de desarrollo de negocio— en el podcast **No Limits**, en el que explicó los planes de pensiones para autónomos. También la mesa redonda de **Estrategias de Inversión** en la que Pepe —nuestro consejero delegado— compartió su visión del mercado junto a otras gestoras independientes. Por último, las dos entrevistas a nuestro gestor Miguel, en **Estrategias de Inversión** y en el podcast **Invertir para Conseguir**.

Para terminar, quiero dar la bienvenida a Sandra Espinosa, que se incorpora a nuestro equipo de administración. ¡Bienvenida, Sandra!

Rentabilidades

Rentabilidad histórica del equipo gestor en la estrategia internacional



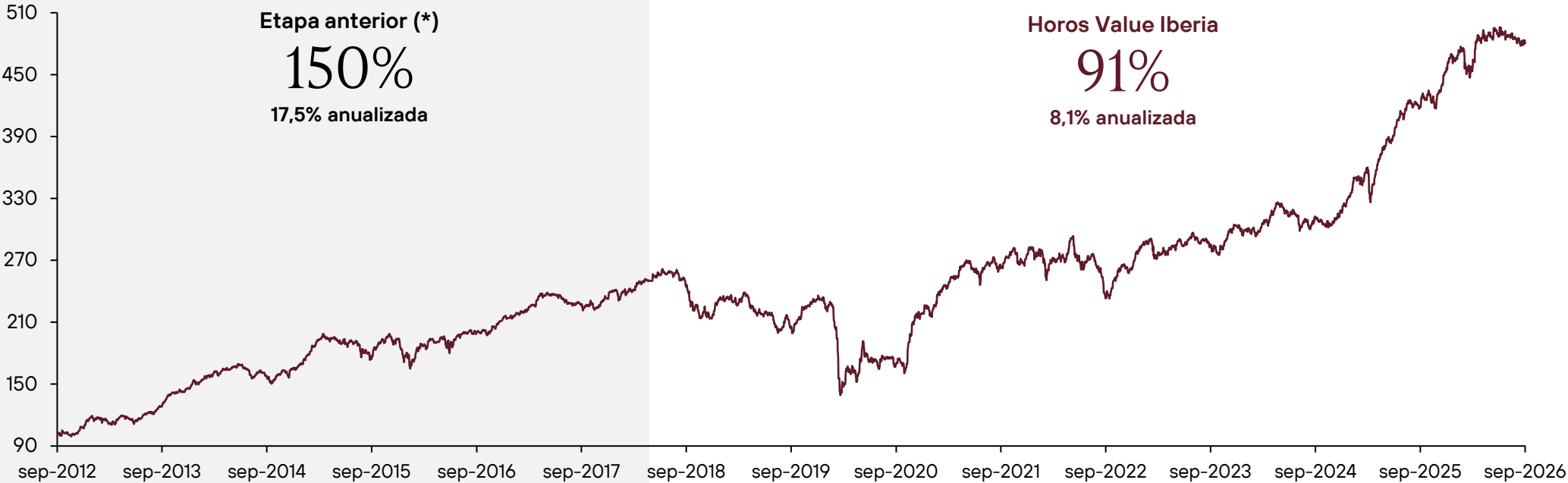
**Los datos engloban el periodo
31 de mayo de 2012 a 30 de septiembre de 2026.**

Las rentabilidades “etapa anterior” corresponden a las obtenidas por el equipo gestor de Horos en su etapa profesional previa, en la que trabajaban en otra gestora de fondos de inversión diferente. Esta “etapa anterior” engloba el periodo que va desde el 31 de mayo de 2012, hasta el 22 de mayo de 2018.

Las rentabilidades pasadas no son garantía de rentabilidades futuras. Las inversiones de los Fondos están sujetas a las fluctuaciones del mercado y otros riesgos inherentes a la inversión en valores, por lo que la adquisición del Fondo y los rendimientos obtenidos pueden experimentar variaciones tanto al alza como a la baja y cabe la posibilidad de que un inversor no recupere el importe invertido inicialmente. Las decisiones de inversión o desinversión en el Fondo deberán ser tomadas por el inversor de conformidad con los documentos legales en cada momento, y en especial en base al Reglamento y los Datos Fundamentales para el Inversor (DFI) de cada Fondo, acompañado en su caso, de la Memoria anual y el último Informe trimestral. Toda esta información, y cualquier otra más, estará a su disposición en la sede de la Gestora y a través de la página web: www.horosam.com

Rentabilidades

Rentabilidad histórica del equipo gestor en la estrategia ibérica



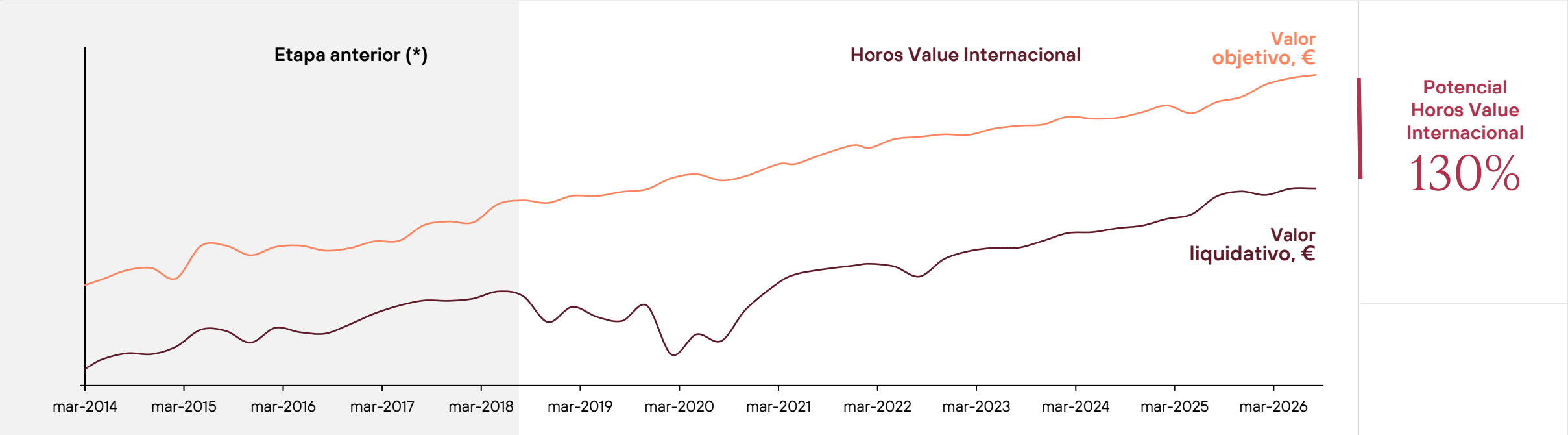
**Los datos engloban el periodo
30 de septiembre de 2012 a 30 de septiembre de 2026.**

Las rentabilidades “etapa anterior” corresponden a las obtenidas por el equipo gestor de Horos en su etapa profesional previa, en la que trabajaban en otra gestora de fondos de inversión diferente. Esta “etapa anterior” engloba el periodo que va desde el 30 de septiembre de 2012, hasta el 22 de mayo de 2018.

Las rentabilidades pasadas no son garantía de rentabilidades futuras. Las inversiones de los Fondos están sujetas a las fluctuaciones del mercado y otros riesgos inherentes a la inversión en valores, por lo que la adquisición del Fondo y los rendimientos obtenidos pueden experimentar variaciones tanto al alza como a la baja y cabe la posibilidad de que un inversor no recupere el importe invertido inicialmente. Las decisiones de inversión o desinversión en el Fondo deberán ser tomadas por el inversor de conformidad con los documentos legales en cada momento, y en especial en base al Reglamento y los Datos Fundamentales para el Inversor (DFI) de cada Fondo, acompañado en su caso, de la Memoria anual y el último Informe trimestral. Toda esta información, y cualquier otra más, estará a su disposición en la sede de la Gestora y a través de la página web: www.horosam.com

Valor objetivo

Valores objetivos/liquidativos del equipo gestor



Los datos engloban el periodo 31 de marzo de 2014 a 30 de septiembre de 2026.

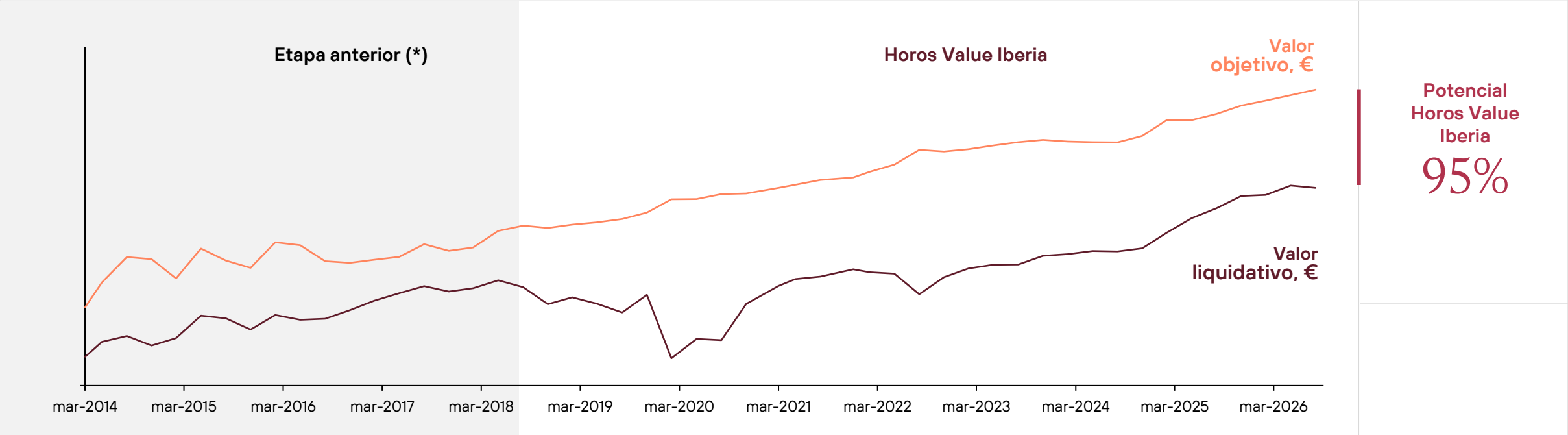
Los datos “etapa anterior” corresponden al periodo en el que equipo gestor de Horos trabajó en otra gestora de fondos de inversión diferente. Para su cálculo se han utilizado las rentabilidades de ese periodo y, como base para la obtención del valor liquidativo simulado de esa etapa, el valor liquidativo de Horos Value Internacional del 23 de mayo de 2018, momento en el que se incorpora al proyecto el equipo gestor.

Para el cálculo del valor objetivo realizamos un estudio individual de cada inversión que compone la cartera. En concreto, realizamos una estimación a tres años del valor de cada compañía en la que invertimos. Para ello, calculamos, de manera conservadora, los flujos de caja futuros que pensamos que va a generar los próximos tres años el negocio, para así poder calcular el valor futuro de la empresa (entendido este como capitalización bursátil ajustado por la posición financiera neta). Posteriormente, con estos datos, estimamos el múltiplo EV/FCF (valor futuro de la empresa dividido por su flujo de caja libre normalizado, es decir, ajustando este último por partidas extraordinarias) al que cotizaría cada compañía. Por último, fruto del análisis cualitativo que realizamos de cada empresa, asignamos un múltiplo de salida a cada inversión (a cuánto pensamos que merece cotizar cada negocio) y lo comparamos con el dato anterior, para estimar el potencial o atractivo de la inversión.

En determinadas ocasiones, dada la naturaleza de las inversiones, se utilizarán otros métodos de valoración generalmente aceptados, tales como la suma de partes, descuento de flujos de caja o múltiplo de precio entre valor contable.

Valor objetivo

Valores objetivos/liquidativos del equipo gestor



**Los datos engloban el periodo
31 de marzo de 2014 a 30 de septiembre de 2026.**

Los datos “etapa anterior” corresponden al periodo en el que equipo gestor de Horos trabajó en otra gestora de fondos de inversión diferente. Para su cálculo se han utilizado las rentabilidades de ese periodo y, como base para la obtención del valor liquidativo simulado de esa etapa, el valor liquidativo de Horos Value Internacional del 23 de mayo de 2018, momento en el que se incorpora al proyecto el equipo gestor.

Para el cálculo del valor objetivo realizamos un estudio individual de cada inversión que compone la cartera. En concreto, realizamos una estimación a tres años del valor de cada compañía en la que invertimos. Para ello, calculamos, de manera conservadora, los flujos de caja futuros que pensamos que va a generar los próximos tres años el negocio, para así poder calcular el valor futuro de la empresa (entendido este como capitalización bursátil ajustado por la posición financiera neta). Posteriormente, con estos datos, estimamos el múltiplo EV/FCF (valor futuro de la empresa dividido por su flujo de caja libre normalizado, es decir, ajustando este último por partidas extraordinarias) al que cotizaría cada compañía. Por último, fruto del análisis cualitativo que realizamos de cada empresa, asignamos un múltiplo de salida a cada inversión (a cuánto pensamos que merece cotizar cada negocio) y lo comparamos con el dato anterior, para estimar el potencial o atractivo de la inversión.

En determinadas ocasiones, dada la naturaleza de las inversiones, se utilizarán otros métodos de valoración generalmente aceptados, tales como la suma de partes, descuento de flujos de caja o múltiplo de precio entre valor contable.

Top 10 posiciones

HOROS VALUE INTERNACIONAL		
Posición	Peso	Sector
Acciona Energía	4,8%	Energía
TGS	4,7%	Petróleo y gas
Naspers	4,6%	TMT
Pluxee	3,5%	Financiero
Suzano	3,4%	Industrial
Bolloré	3,3%	Holding y gestión
Meliá Hotels Int.	3,2%	Consumo cíclico
Exor	3,2%	Holding y gestión
Paypal	3,1%	Financiero
Zigup	3,1%	Financiero

HOROS VALUE IBERIA		
Posición	Peso	Sector
Acciona Energía	8,0%	Energía
Alantra Partners	7,1%	Financiero
Horos Value Intern.	5,5%	Otros
Meliá Hotels Int.	5,3%	Consumo cíclico
Gestamp	4,7%	Industrial
Semapa	4,6%	Holding y gestión
DIA	4,5%	Consumo defensivo
Amrest Holdings	4,3%	Consumo defensivo
Miquel y Costas	3,6%	Industrial
Vidrala	3,4%	Industrial

Resumen de la cartera

TOP 10 POSICIONES RENTA FIJA		
Posición	Peso	Sector
Liberty C. Rica 10,875% 2031	7,7%	TMT
Kinetics LNG 9,875% 2029	6,9%	Petróleo y gas
TGS 8,5% 2030	5,2%	Petróleo y gas
Golar LNG 7,75% 2029	4,3%	Petróleo y gas
Serica Energy 7,87 2031	4,2%	Petróleo y gas
Greenalia 7,00% 2030	4,1%	Energía
Forvia 5,625% 2030	4,1%	Industrial
Ziggo 3,375% 2030	4,0%	TMT
Int. Petroleum 7,50% 2030	4,0%	Petróleo y gas
Sun Hung Kai And Co 6,75 2029	3,5%	Financiero

POSICIONAMIENTO		
Características		
Duración	< 3	
Rentabilidad objetivo neta (*)	> 5%	
Distribución		
Deuda corporativa	81%	
Pagarés	1%	
Tesorería	5%	
Renta variable	9%	Horos Value Intern.
Situaciones especiales	2%	OPAs y otros
Letras del Tesoro	2%	

(*) Rentabilidad anualizada a 3 años, neta de comisiones, esperada por el equipo gestor para Horos Patrimonio, en base a la TIR de mercado actual para las inversiones de renta fija del fondo y asumiendo un 7% hipotético de rentabilidad anualizada para las inversiones de renta variable para ese plazo.