

## Entrevista de MOI Global a Guillermo Nieto



June 12, 2019 in [Entrevistas exclusivas, MOI Global en Español](https://moiglobal.com/espanol/)  
<https://moiglobal.com/espanol/>

“No puedes aprender a ser un inversor en valor”

Es un gusto presentarles esta entrevista con Guillermo Nieto, asesor de Salmón Mundi Capital SICAV, con sede en España. Con una amplia trayectoria, Guillermo y su equipo aplican una filosofía en valor, siempre apoyándose por la teoría austriaca de economía.

**MOI Global en Español:** *Cuéntanos acerca de tu formación y tu trayectoria.*

**Guillermo Nieto:** Estudié Derecho y Administración y Dirección de Empresas (E-3) en ICADE. Fue al terminar la universidad cuando me empezaron a interesar los mercados financieros y desde el principio me encantó invertir. Fue

un proceso de prueba y error, leía todo lo que podía sobre temas relacionados, miraba gráficos, leía libros de análisis fundamental, de gestores... Al final llegué a la conclusión de que lo que tenía más sentido para mí era el *value investing* y era, además, donde me encontraba cómodo.

Tras varios trabajos, decidí que lo que me gustaba era la inversión y acabé finalmente trabajando en Interdín, una Sociedad de Valores. Estuve primero en la mesa de renta variable y finalmente en el departamento de análisis fundamental. Como analista de renta variable seguí bancos, aerolíneas y papeleras. En el estudio de los bancos descubrí la escuela austriaca de economía. Veía que había una burbuja inmobiliaria en España, pero no sabía por qué se había producido. Fui investigando y llegué a los libros de Huerta de Soto, Mises, Hayek... Al final te das cuenta que hay una manipulación de un precio que es el tipo de interés. Al manipularlo induces a errores de cálculo tanto a particulares como a empresarios. Si a esto le unes que el sistema bancario tiene pocos recursos propios, cuando los errores se ponen de manifiesto, acaban provocando las crisis bancarias.

Además, también había ido gestionando carteras familiares que habían ido subiendo, y decidimos comprar una Sicav existente a finales de 2009. Me fui finalmente del trabajo a principios de 2010 para dedicarme exclusivamente a su asesoramiento.

**MOI:** *¿Cuál es el criterio de inversión de Salmón Mundi Capital? ¿Cómo ha ido evolucionando con el tiempo?*

**Nieto:** Desde el inicio la filosofía de inversión ha sido siempre la misma, combinar el *value investing* con la teoría económica austriaca. Invertimos a nivel global en todo tipo de activos siempre con la idea de comprar barato y protegernos frente a riesgos que consideramos probables.

La cartera prácticamente todo el tiempo ha tenido una combinación de acciones de diferentes países, materias primas, metales preciosos y posiciones cortas, con cambios en cuanto a pesos y a la composición de los bloques, pero siempre con la misma filosofía. Somos pacientes y damos tiempo a que las inversiones maduren, y aunque parezca un tópico, creemos que probablemente este aspecto es el más importante.

## Posiciones largas:

En acciones normalmente solemos encontrar oportunidades en países o industrias que no están de moda, en los que ha habido bajos niveles de inversión durante largos períodos de tiempo. Normalmente buscamos ratios baratos a nivel de Precio/beneficios, Precio/ventas, Precio/flujo de caja, Valor de empresa/flujo de caja libre y, en algunas compañías, compramos barato frente a valor de reposición. Valoramos también que sean líderes de la industria por el tipo de activo que tienen, por cuota de mercado o, por ejemplo, por ser la que tiene costes más bajos.

En el caso de materias primas agrícolas buscamos precios reales deprimidos en términos históricos, inventarios sobre consumo ajustados y potenciales cambios en la oferta y la demanda (normalmente con más atención en la oferta que es donde suelen producirse más cambios).

En el caso del oro lo vemos como una cobertura, para nosotros es el dinero elegido por la humanidad durante miles de años y un seguro contra escenarios extremos. Para hacernos una idea de su potencial valoración lo comparamos con agregados monetarios. En el caso de las mineras de oro buscamos, entre otros aspectos, ley elevada, costes bajos, poca deuda y que coticen barato a EV/reservas.

## Posiciones cortas:

Normalmente las hacemos sobre índices de países que han experimentado booms crediticios (o países muy dependientes de éstos) y donde el sector financiero tenga un peso relevante en la composición de los mismos.

Históricamente cuando se acaba un boom crediticio el sector financiero suele ser el más afectado y desencadena consecuencias negativas para toda la economía.

Con el tiempo cada vez le damos más importancia a activos que consideramos únicos, con los que estemos cómodos a largo plazo, empresas líderes en su sector, con buen equipo gestor, que no estén de moda y, por supuesto, que estén baratos.

**MOI:** *¿Cómo generas ideas de inversión?*

**Nieto:** Normalmente encontramos ideas leyendo la prensa económica internacional, a través de semanarios de inversión, siguiendo a gestores que nos gustan, haciendo *screenings*, leyendo libros... no hay una única fuente, sino que se van gestando las ideas de leer información de diferentes partes. Normalmente una idea se suele ver corroborada por varias fuentes. Algunas situaciones que nos suelen resultar útiles a la hora de buscar oportunidades de inversión son: países que están baratos (por ejemplo hoy Rusia), sectores muy despreciados (actualmente las mineras de oro) o industrias cíclicas en la parte baja del ciclo (como las compañías de plataformas petrolíferas o de uranio). El marco teórico de economía austriaca nos hace evitar ciertos países o sectores donde creemos que se han producido excesos crediticios. Y cada vez más, buscamos activos con los que estemos cómodos en el largo plazo.

**MOI:** *¿Qué tanta importancia le dan al management? ¿Cómo valoran al management? ¿Algún CEO que admires personalmente?*

**Nieto:** Cada vez le damos más importancia. Para nosotros el equipo gestor de una empresa es un pilar fundamental, si es bueno te da tranquilidad en el largo plazo. Nos gusta que tengan una participación significativa en la compañía y valoramos mucho cómo hayan gestionado el ciclo. Ver el comportamiento de la compañía durante un ciclo largo suele ser muy ilustrativo del equipo gestor. No hablamos directamente con los directivos de las compañías que tenemos en cartera. Creemos que hay información pública suficiente (cartas, resultados, presentaciones, vídeos, conferencias...) como para poder hacerse una idea bastante adecuada de la compañía y del equipo.

Dentro de las compañías que tenemos en cartera señalaríamos a Mark Bistrow como uno de los mejores consejeros delegados.

Mark Bistrow es el nuevo CEO de **Barrick Gold [GOLD]** tras la fusión de la compañía con Randgold Resources. Bistrow nació en Sudáfrica, es geólogo y tiene una fuerte personalidad y un espíritu aventurero. Fue uno de los fundadores de la minera de oro africana Randgold y la gestionó de manera excelente, tanto a nivel operativo como financiero, desde 1995, siendo una de las compañías que mejor se comportó en el FTSE 100 desde que empezó a

cotizar. Randgold nunca tuvo pérdidas trimestrales, nunca tuvo que registrar pérdidas por deterioro del valor de los activos y mantuvo siempre un balance muy saneado.

Bistrow, como consejero delegado de Randgold, hizo grandes descubrimientos en África. En su gestión siempre ha hecho mucho énfasis en el aspecto geológico de las minas, en mantener una estructura pequeña con costes bajos, una organización descentralizada y dar importancia, no sólo a los accionistas, sino a toda la comunidad local. Intentan que todo el mundo se beneficie de las minas, evitando problemas habituales en otras mineras. En muchas ocasiones han dado participación en el accionariado a los estados en los que se sitúan las minas y los equipos directivos y los contratistas de cada mina suelen ser locales. En una industria que en general ha tenido pocos managers excelentes, creemos que Bistrow es uno de ellos y puede hacer una buena labor en Barrick.

**MOI:** *¿Cómo encuentran el equilibrio en su cartera entre la concentración en sus mejores ideas y la diversificación necesaria para controlar el riesgo de caídas?*

**Nieto:** Al tener distintos tipos de activos (metales preciosos, renta variable global y materias primas) y posiciones largas y cortas, creemos que la cartera está equilibrada. Las diferentes posiciones que tenemos no suelen moverse al unísono, lo que nos permite que esté balanceada. Para cubrir los riesgos de caídas tenemos las posiciones cortas, una posición larga en dólar americano y la posición en oro. Creemos que en caso de caídas elevadas pueden hacer de colchón las tres.

Dicho esto, cada vez tenemos posiciones más concentradas en Salmón Mundi porque, aparte de ser más fácil de seguir un número reducido, nos gusta darle peso a los activos que creemos que tienen un gran valor. Intentamos tener acciones que nos gustan no sólo actualmente, sino en el largo plazo, y como consecuencia, si hay caídas aprovechamos para comprar. Nos gustan cada vez más los activos que consideramos irreplicables o compañías con posiciones dominantes. Para asignar pesos a los diferentes tipos de activos de la cartera, comparamos unas ideas con otras para ver cuáles nos gustan más,

tienen un mejor ratio rentabilidad/riesgo y funcionarán mejor en el largo plazo, para así darles una ponderación adecuada.

**MOI:** *Cuéntanos sobre uno (o un par) de tus mayores errores de inversión.*

*¿Alguna empresa que te hayas arrepentido de no haber comprado?*

**Nieto:** Creo que el mayor error fue comprar la antigua Radiotrónica en plena burbuja tecnológica del año 2000. Por aquel entonces había comprado la antigua Tabacalera que estaba muy barata. Tenía muy buenos fundamentales, pero me empecé a cansar de ella porque todas las tecnológicas subían y Tabacalera no se movía. A pesar de que yo creía que tenía más valor y, por aburrimiento, decidí cambiarla por Radiotrónica que tenía bastante deuda y, además, era muy dependiente de los pedidos de las empresas de telecomunicaciones. Todo el sector de telecomunicaciones entró en recesión y, como consecuencia, sus pedidos bajaron y la compañía tuvo que hacer sucesivas ampliaciones de capital y suspendió pagos. El error fue tanto haber vendido Tabacalera por aburrimiento (al tiempo subió bastante), como comprar Radiotrónica por su alto nivel de deuda y su apalancamiento al sector de telecomunicaciones, que justo en aquel momento era un sector de moda donde se había invertido masivamente.

Un sector que nos hubiera gustado haber comprado es el de compañías con *royalties* en minas de oro, creemos que lo pueden seguir haciendo bien, pero sentimos que hemos llegado un poco tarde, cuando las miramos ya nos parecían caras.

**MOI:** *¿A cuáles de los grandes inversores admiras más y por qué?*

**Nieto:** Dos de los inversores que más admiro son Jean-Marie Eveillard y Jim Rogers.

Jean-Marie Eveillard: First Eagle Fund

Jean-Marie Eveillard es el antiguo gestor de First Eagle y actualmente asesor de la gestora. En su estilo de inversión combinaba el *value investing* con la teoría económica austriaca.

Inicialmente su filosofía era más semejante a la de Benjamin Graham y, poco a poco, fue evolucionando hacia un estilo más parecido al de Buffett, buscando buenos negocios e invirtiendo a largo plazo. Su forma de invertir siempre ha sido global, comprando diferentes activos por todo el mundo. Eveillard, al

contrario que otros inversores en valor, no considera sólo el *bottom up* sino también el *top down*. Con este enfoque logró evitar la burbuja de finales de los 80 en Japón, la tecnológica del año 2000 y la financiera e inmobiliaria de 2007. Hace mucho énfasis en el aspecto psicológico a la hora de invertir. Citaba que Bill Ruane estimaba que «sólo el 5% de los inversores son verdaderamente *value investors*». Piensa que para ser un inversor en valor hay que tener una personalidad específica, cree que no se puede aprender a serlo, que se es o no se es al nacer, es una forma de ser. Considera que la mayoría de la gente no está hecha para la inversión en valor porque la naturaleza humana se aleja del sufrimiento y, al invertir en valor, hay muchos períodos en los que lo haces peor que el mercado. Con ello asumes un riesgo en tu carrera profesional, como le pasó a él a finales de los años 90. Decidió no invertir en acciones tecnológicas y sus activos bajo gestión, desde el otoño de 1997 hasta la primavera del 2000, bajaron casi un 70%. Fue su período más duro como gestor. Cuando la burbuja explotó sus retornos fueron extraordinarios. Eveillard tiene una visión favorable del oro. Lo considera una moneda mejor que el resto de las divisas, no se puede imprimir e históricamente ha protegido en escenarios extremos. Comenta que llevamos 48 años en un sistema exclusivamente de papel moneda (desde el año 1971 con la ruptura definitiva de la convertibilidad del dólar por oro) y la historia de estos sistemas no ha sido satisfactoria. Cree que poseer oro no es un acto de fe, sino una falta de fe en los banqueros centrales.

Eveillard siempre ha tenido mucha precaución con los booms de crédito porque, si se alargan demasiado, provocan crisis como pasó en los años 20, a principios de los 80 y en el año 2007. Se ha mostrado muy crítico con las impresiones de dinero (“Quantitative Easing”), cree que son una abominación y afirma que los bancos centrales han provocado burbujas en muchas clases de activos como en los bonos, en las acciones, en el mercado inmobiliario de lujo e, incluso, en las obras de arte. Eveillard cree que el boom de crédito que se inició a mediados de los años 80, tan sólo ha tenido breves interrupciones. Piensa que los QE han servido sólo para posponer los problemas. Estima que podríamos estar en un escenario distinto al que ha predominado tras la

Segunda Guerra Mundial, según sus palabras, podríamos estar en un entorno nuevo y más complicado.

### Jim Rogers: Quantum Fund

Jim Rogers, nacido en 1942, es un inversor, viajero y escritor americano que fue cofundador del Quantum Fund junto con George Soros. Durante la década de los años setenta lograron unos retornos extraordinarios del 4200%. Fue de los primeros fondos globales, invertían en todo tipo de activos: acciones, bonos, divisas y materias primas, tanto con posiciones largas como cortas. Su visión se ajusta a la escuela austriaca de economía. Se retiró de la inversión profesional con 37 años y actualmente vive en Singapur.

Su estilo de inversión es contrario y a largo plazo. Rogers intenta comprar muy barato de manera que, aunque esté equivocado, no pierda mucho dinero.

Muchas de sus ideas provienen de observar el mundo. Rogers hace mucho énfasis en leer mucho como, por ejemplo, periódicos de diferentes países, publicaciones especializadas, toda la información que dan las compañías y, en especial, remarca el valor de leer filosofía e historia.

Suele buscar oportunidades en industrias que están en crisis y ya hay alguna compañía del sector incluso en bancarrota, en ese momento Rogers considera que pequeños cambios pueden hacer que el sector mejore sustancialmente. Por el contrario, cuando una industria es muy popular (por ejemplo, cuando los inversores institucionales tienen el 80% de las acciones), es un indicio de que toda la industria está sobrevalorada. Señala la importancia de ser paciente ya que el mercado siempre suele ser más extremo de lo que uno imagina.

Un ejemplo de su búsqueda global de nuevas tendencias fue cuando, en los años 70, Rogers se puso corto en **Avon [AVP]** que cotizaba a más de PER 70x. Las mujeres empezaban a usar menos maquillaje y decidió vender las acciones a \$130 para finalmente cerrar la posición cuando cotizaban a \$25. Según sus palabras, cuando el gobierno actúa también pueden producirse oportunidades como la que él mismo aprovechó en el año 1974. **Lockheed [LMT]** estaba cerca de entrar en bancarrota, pero Rogers vio que se podía



producir un cambio. En la guerra árabe-israelí de 1973 la fuerza aérea egipcia tuvo un éxito extraordinario a pesar de que los israelíes tenían aviones y pilotos superiores. Rogers descubrió que había sido gracias a los avanzados equipos electrónicos de la URSS. EE.UU. no había podido abastecer a Israel de equipos similares ya que, durante la guerra de Vietnam, el esfuerzo se había centrado en las operaciones del día a día a expensas del desarrollo tecnológico. Rogers pensó que EE.UU. tendría que actualizarse para ponerse al nivel de los soviéticos, y así fue. La acción de Lockheed se fue de \$2 a \$120 y todo el sector registró avances similares. Actualmente está muy preocupado por las actuaciones de los bancos centrales y cree que las próximas crisis serán más duras porque hay más deuda. Tiene una visión positiva de las materias primas en general (agrícolas en particular) y de algunos países emergentes (sobre todo de Rusia).

**MOI:** *Menciona un par de libros que hayas leído recientemente y que te hayan otorgado nuevos conocimientos para mejorar como inversor.*

**Nieto:** Un libro que me resultó muy interesante para invertir, aunque no es reciente, es la autobiografía de Bernard Baruch, [Baruch My Own Story](#). Baruch, nacido en 1890, fue un inversor y estadista americano. Para mí fue uno de los grandes inversores, aunque menos conocidos, del siglo XX. Baruch invirtió en todo tipo de activos acciones, bonos, materias primas, tanto con posiciones largas como cortas. Primaba un conocimiento elevado y tener posiciones relativamente concentradas. Para analizar las acciones hacía referencia a tres factores fundamentales: 1) Evaluar los activos reales de la compañía, su caja y su deuda; 2) Prestar atención a la franquicia, es decir, que fuera un bien o servicio que la gente quisiera o necesitara y; 3) Al carácter o habilidad de los gestores de la empresa, siendo este un factor fundamental.

Daba mucha importancia también al aspecto psicológico del mercado. Afirmaba que lo que fluctúa son las reacciones de los individuos a los diferentes sucesos, no el valor. Un libro al que se refería para entender la psicología del mercado es al clásico de Charles Mackay, [Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds](#). En él se explica cómo las locuras son recurrentes y variadas a lo largo de la historia y cómo la euforia puede afectar a todas las personas por igual, con independencia de su clase social o educación.

Otra biografía muy interesante que me marcó fue la de Sir John Templeton, [\*Investing the Templeton Way\*](#), uno de los primeros inversores globales.

Templeton tenía un enfoque contrario a la hora de invertir. Invertía en momentos de máximo pesimismo, ya fuera en acciones, industrias o países. Afirmaba que los momentos en los que reina el miedo son los mejores para comprar y en tiempo de máximo optimismo había que vender. Él solía decir que preguntarse dónde iban a darse las perspectivas más favorables para invertir era un error, que la pregunta correcta debería ser siempre dónde están las perspectivas más miserables.

Hacía énfasis en el aspecto psicológico de la inversión, en la paciencia a la hora de invertir y en lo importante que era conocer la historia, no porque los acontecimientos se repitan de la misma forma, sino porque las reacciones que tienen los inversores suelen ser parecidas y el mercado tiende siempre a sobrerreaccionar.

Un ejemplo de su forma de invertir en momentos de máximo pesimismo fue cuando estalló la Segunda Guerra Mundial. Templeton pidió un préstamo de 10.000 dólares de la época para comprar todas las acciones que cotizaban por debajo de un dólar en los índices americanos. Esperaba un boom económico como consecuencia de la guerra y una revitalización de muchas industrias en EE.UU. que finalmente se cumplió.

Uno de sus criterios a la hora de invertir era buscar países donde hubiera infinidad de empresas baratas. Esto le llevó a invertir en Japón en los años 60, en Estados Unidos en los años 80 o en Corea del Sur a finales de los 90. Buscaba empresas que cotizaran por debajo de PER 5x de sus estimaciones a 5 años y, ocasionalmente, llegaba a comprar a PER 1x o PER 2x. A la hora de vender, lo hacía cuando había una acción mejor para reemplazarla. Llegó a tener carteras muy concentradas en ciertos países, su inversión en empresas japonesas llegó a pesar el 60% de su cartera.

También se puso corto en acciones. A finales de 1999 vendió en corto acciones tecnológicas, muchas eran OPVs. Una estrategia que utilizó fue la de ponerse corto unos días antes de que finalizara el período de bloqueo de venta de

acciones (lock-up) por parte de los ejecutivos, asumiendo que muchos de ellos venderían al prever que las perspectivas de sus acciones estaban infladas. En 2003 avisaba ya de la burbuja inmobiliaria.

En sus últimos años Templeton se mostraba alerta ante la posibilidad de la creación de inflación por parte de los estados. Afirmaba que los votantes suelen preferir un mayor gasto y suelen elegir a políticos que lo fomentan, pero ello trae como consecuencia un exceso de endeudamiento que acaba eventualmente en una depreciación de la moneda.

**MOI:** *¿Algo más que quisieras agregar para nuestros miembros?*

**Nieto:** Sólo agradecer a MOI y a sus lectores esta oportunidad. Para nosotros, desde Salmón Mundi, es un placer formar parte de una comunidad de inversores con tanto prestigio, que utilizan como filosofía de inversión principal la inversión en valor. Espero que os haya resultado interesante la entrevista. Muchas gracias.

**MOI:** *Muchas gracias Guillermo, por compartir tu sabiduría y experiencia con nuestros miembros.*