

LOS AHORROS DEL MUNDO ESTAN EN SUS MANOS

(Y TAMBIÉN LA ECONOMÍA)

Los economistas dicen que el año que arranca mal acaba mal. Y este 2016 no podía haber empezado peor. ¿Estamos ante una nueva recesión o es un susto pasajero? ¿Cómo invertir en tiempos difíciles? Para averiguarlo, hablamos con los responsables de cuatro fondos de inversión. Solo en España gestionan 220.000 millones de euros. Nuestros ahorros.

POR CARLOS MANUEL SÁNCHEZ / FOTOGRAFÍA:
DANIEL MÉNDEZ



ROBERT HACKNEY

► Gestiona 92.000 millones de dólares en el mundo (82.000 millones de euros)

DIRECTOR EJECUTIVO SÉNIOR DE LA ESTRATEGIA 'VALUE'

"A MENUDO VOY A CONTRACORRIENTE DEL MERCADO, COMO AHORA"

► **GESTORA:** First Eagle Investment Management.

► **SEDE:** Estados Unidos. ► Hackney es una leyenda de la inversión de valor o 'value', al estilo de Warren Buffett. La clave es la paciencia. Son inversiones muy meditadas que pueden mantenerse durante décadas antes de dar beneficios.

► **Primera regla: no perder dinero**

«Parto de una premisa: no puedo predecir el futuro, pero sabemos que las crisis son recurrentes. Parafraseando a Buffett, la primera regla es tratar de no perder dinero; y la segunda regla es no olvidar la primera. Evito invertir en compañías de elevadas valoraciones, muy endeudadas, con balances opacos o que no entiendo. Huyo también de compañías gestionadas de forma agresiva. No sigo modas».

► **El colchón de seguridad**

«Intento averiguar el 'valor intrínseco' de la empresa: esto es, el precio que un inversor informado y prudente estaría

dispuesto a pagar por ella. Busco invertir con un descuento significativo sobre ese valor intrínseco. Espero pacientemente a que la compañía en cuestión cotice en Bolsa con esa rebaja. A este descuento lo llamamos 'margen de seguridad' y me sirve de colchón frente a imprevistos que puedan provocar caídas en Bolsa de las que sea difícil recuperarse».

► **A contracorriente**

«Si la compañía alcanza ese precio 'rebajado', invierto y espero el tiempo que sea necesario (a veces muchos años) para que el mercado reconozca el valor de la compañía. Esta filosofía me lleva a menudo a ir a contracorriente

del mercado. Es decir, a ser cauteloso cuando todo el mundo es optimista y las Bolsas son alcistas; y a buscar oportunidades cuando todo el mundo vende y los mercados caen, como está sucediendo ahora. Para encontrar buenos negocios, soy flexible en términos geográficos, sectoriales... elijo las oportunidades donde van surgiendo. Invierto también en oro. El oro funciona como cobertura frente a acontecimientos imprevisibles y extremos. Si no veo oportunidades, no me importa tener la liquidez. Y la aprovecho para invertir ahora, en periodos de volatilidad y caída de las Bolsas». ♦

PHILIPPE ITHURBIDE

► **Gestiona 950.000 millones de euros en el mundo**

ECONOMISTA JEFE Y DIRECTOR GLOBAL DE ANÁLISIS Y ESTRATEGIA

"LA SITUACIÓN POLÍTICA EN ESPAÑA NO ESTÁ CLARA, PERO NO PREOCUPA"

GESTORA: Amundi, la primera gestora europea y una de las 10 primeras del mundo. **SEDE PRINCIPAL:** Francia. ► **CLIENTES:** 100 millones de inversores particulares en Europa y Asia, provenientes de sus redes asociadas y alianzas estratégicas; y 2000 clientes institucionales en 30 países. Amundi también mantiene relaciones con fondos soberanos, fondos de pensiones...



devaluación brusca. Este menor crecimiento en China podría afectar al mundo emergente, pero no tanto a las economías desarrolladas, cuyas fuertes demandas internas se verán favorecidas por la caída de las materias primas, propiciando un repunte del consumo».

► **Incertidumbre política en España** «España está sorprendiendo positivamente por

"EL DESPLOME DEL PRECIO DEL PETRÓLEO ES UNA DE LAS MAYORES INQUIETUDES DE ESTE AÑO"

su recuperación desde 2012; mantiene ciertos desajustes, pero presenta uno de los crecimientos más vigorosos del mundo

desarrollado. La situación política no ha quedado clara tras las últimas elecciones, pero de momento no se encuentra en el foco de las preocupaciones políticas de la eurozona, como lo estuvo en el pasado. Solo hay que echar un vistazo a la evolución de los bonos para comprobar que España no está en el punto de mira. Si el euro sigue bajando, y los precios del crudo y la situación en China se estabilizan, España y Europa seguirán siendo atractivas para la inversión».

► **Crecimiento positivo** «A nivel global, vemos un crecimiento de en torno al 3 por ciento en 2016, lo cual es positivo. Con este entorno económico, para una cartera de activos mixta (que combine renta variable y renta fija), seguimos viendo potencial en renta variable europea, especialmente tras las últimas caídas bursátiles, y en Bolsa japonesa. En deuda pública preferimos Estados Unidos y periferia europea (incluida España) más que la Europa central. También apostamos por Japón y la India». ♦

B

ienvenidos a

Charcolandia, versión 2016. El año en el que la economía mundial vuelve a vivir peligrosamente, dando saltos de charco en charco: China, petróleo, Bolsas, bancos... Sin contar los 'cisnes negros', esos socavones insospechados. ¿Solo serán sustos pasajeros o se está cocinando una nueva recesión mundial, como pronostican los más agoreros?

Nadie tiene una bola de cristal, pero si alguien está obligado a conocer los mercados para verlas venir son los gestores de los fondos de inversión. Estas sociedades canalizan el ahorro de millones de familias y miles de instituciones (grandes empresas, bancos, aseguradoras...) y lo invierten en bonos de renta fija, títulos de renta variable (Bolsa), divisas, oro y lo que surja... Cobran comisiones (que suelen ser elevadas) por sus servicios. Junto con los fondos de pensiones son las grandes 'huchas' colectivas, aunque a diferencia de estos, en los que la inversión del cliente se recupera después de su jubilación, en aquellos lo invertido se puede vender en cualquier momento. El patrimonio mundial de los fondos de inversión era de 22 billones de euros en 2013 y el de los fondos de pensiones de 18 billones, lo que sumado equivale al 75 por ciento del PIB mundial. Su acción conjunta puede influir en los mercados, tanto para provocar una estampida como para sosegarlos. E incluso pueden acorralar a un país. Que le pregunten a Grecia, zarandeada por los fondos alemanes que habían invertido en su deuda soberana.

La visión de estos gestores es interesante por varias razones. La primera es su tamaño imponente. Por ejemplo Amundi, el líder europeo, dispone de unos activos (en el mundo) que rozan el billón de euros, casi el PIB de España. La segunda razón es que, pase lo que pase, estos fondos deben ►



► **El dilema del petróleo barato** «Aunque un petróleo barato pueda ser percibido como algo bueno para la economía, el desplome de su precio es una de las mayores preocupaciones en este inicio de año. La caída afecta sobre todo a las compañías del sector energético, demuestra debilidad por el lado de la demanda (un síntoma de una menor actividad económica) y, aunque tiene efectos positivos para el consumo, también tiene efectos deflacionarios; algo que los bancos centrales tratan de combatir. Pero resulta favorable para los países importadores y consumidores netos, como

España. En cuanto al precio, no vemos soportes para frenar esta caída ni por el lado de la oferta ni por el de la demanda, por lo que resulta difícil pronosticar un suelo o si va a rebotar».

► **Política monetaria** «Este desplome del crudo ya está afectando a las Bolsas mundiales y también a las previsiones de inflación de los propios bancos centrales, como el Banco Central Europeo, que solo semanas después del último ajuste reconoce que ve alejarse sus objetivos de inflación y que podrían incrementarse los paquetes de estímulos. Pensamos que el QE (programa de estímulos económicos del BCE) podría

mantenerse hasta cinco años en Europa. Respecto a la Reserva Federal estadounidense, prevemos una sola subida de tipos hacia mitad de año, frente a las cuatro anunciadas por Janet Yellen, gobernadora de la FED, o las dos que descuenta el mercado».

► **Los pies de barro del gigante chino** «China seguirá siendo un factor

de volatilidad. No debe sorprendernos que una economía que va madurando ralentice su ritmo de crecimiento desde tasas que rondaban el 10 por ciento. Pero no será un aterrizaje forzoso. Creemos que su crecimiento podría estabilizarse en torno al 5-6 por ciento, empujado cada vez más por su

propia demanda interna que por la exportación. Además, el Gobierno cuenta con muchas herramientas para estimular la

economía si fuera necesario; incluso la intervención del yuan para no perder competitividad vía divisa. Pero no sería una

¿QUÉ ES UN FONDO DE INVERSIÓN?

Es un instrumento para canalizar el ahorro y la inversión. Los fondos están regulados y supervisados. Son productos líquidos; es decir, se pueden reembolsar (o vender) de forma rápida y sencilla. Y son atractivos en épocas de tipos bajos, cuando los depósitos bancarios no ofrecen apenas rendimientos. En España, los fondos cerraron 2015 con un patrimonio de 219.866 millones de euros y 7,7 millones de clientes.

ingeniárselas para ganar dinero (o para no perderlo) no solo en los tiempos de bonanza, también en los de 'vacas flacas'. Han acumulado rentabilidades positivas medias globales del 4,44 por ciento en 2015, aunque en lo que va de año casi todos pierden algo. Pero, en general, el corto plazo no les suele preocupar tanto como el largo aliento. De hecho, entre 1985 y 2015, con todo lo que ha caído, el retorno anualizado para una cartera tradicional (bonos y renta variable estadounidenses, *fifty fifty*) roza el 8 por ciento.

La tercera es que son los únicos que conservan la calma (o por lo menos lo aparentan) cuando todos se tiran de los pelos. Los fondos de inversión suelen ser conservadores, a diferencia de los *hedge funds* —los de alto riesgo— o de los fondos buitres, que van a la caza de despojos.

EN ESPAÑA SE COMERCIALIZAN 2255 fondos de unas 80 gestoras. Algunos son fondos 'de autor', con portafolios muy seleccionados de unas pocas decenas de valores, y otros son transatlánticos que invierten en cientos o miles de compañías, además de picotear en bonos, moneda, materias primas y otros productos en cualquier mercado del mundo. La oferta de fondos es variadísima: por clase de activos (renta variable, renta fija, mixtos), por zona geográfica, estilo

LA ACCIÓN CONJUNTA DE LOS GRANDES FONDOS PUEDE INFLUIR EN LOS MERCADOS. Y SI NO QUE LE PREGUNTEN A GRECIA, ZARANDEADA POR LOS FONDOS ALEMANES

de inversión... En cualquier caso, un fondo permite a un ahorrador no poner todos los huevos en la misma cesta, es decir, una cartera permite diversificar entre varios valores y minimizar así los riesgos.

Quizá la razón más poderosa para escucharles es que tienen la obligación de ser ecuanímenes. Deben navegar aguas procelosas e interpretar las señales del cielo, los nubarrones en el horizonte o los cielos anaranjados. Sería una idiotez ▶



IVÁN MARTÍN

▶ **Gestiona 550 millones de euros**
DIRECTOR DE INVERSIONES

"ESTO NO VA A SER COMO LO DE 2008. ES UNA CRISIS INDUSTRIAL DE LAS DE TODA LA VIDA, NO FINANCIERA"

▶ **GESTORA:** Magallanes Value Investor, de la que es socio fundador y presidente. ▶ **SEDE:** España. ▶ **FONDOS:** Seis. ▶ **Iván Martín** es uno de los gestores más premiados del mercado español. El crecimiento ha sido exponencial desde los 30 millones con los que empezó. ¿El secreto? «Estudiar 12.000 páginas de memorias anuales y el equivalente a 300 años de cuentas».

▶ El factor humano

«En los modelos econométricos metes unas variables y haces predicciones. Es lo que hacen los gestores cuantitativos. Pero eso genera una falsa seguridad. El paradigma fue Longterm Capital, que tenía dos premios Nobel en plantilla... y quebró. Porque hay una variable que no puedes meter en la fórmula: las personas y sus emociones. Las emociones más fuertes son el amor y el miedo. Es como un péndulo. El péndulo tiene una particularidad física: donde menos tiempo pasa es en el centro. En los

mercados, igual: el pesimismo y el optimismo extremos duran siempre un poquito más. Nosotros aprovechamos esas ineficiencias. Porque a largo plazo vuelve todo a su sitio».

▶ La volatilidad actual

«Los inversores van ahora camino del psiquiatra, aunque aún no están para tratamiento. No vemos que el mercado haya capitulado. Ahora bien, si la Bolsa sigue cayendo hasta perder un 30 por ciento, si hay ampliaciones de capital, si hay alguna quiebra tipo Lehman Brothers (hemos

estado a punto con Glencore), si vemos precios ridículos... Pero de momento no vemos que esto pueda ser otro 2008. Entonces fue una crisis financiera y parte del sistema financiero desapareció. Ahora es una crisis industrial de las de toda la vida. Cerrarán factorías, caerán precios... Ocurre cada cierto tiempo».

▶ Inyección de morfina

«Parte de los excesos que se cometieron con la burbuja crediticia no se han corregido por las políticas monetarias, que han permitido que haya entidades

zombis. Y no solo bancos. ¿Cuántas empresas han quebrado en Europa? Yo no recuerdo ninguna importante. Empresas, bancos y gobiernos se han malacostumbrado. No hay problema, piensan, porque siempre nos va a cubrir el BCE... Es como una inyección de morfina. Yo tenía que ir al médico, pero como ya no me duele... Si yo soy un banco que tengo créditos que concedí en la época del desmadre, ¿qué prisa voy a tener por sanearme si me están inyectando liquidez? Hay muchas entidades que deberían ir al médico y no están yendo. Y esto se ve en sus decisiones financieras. Por ejemplo, en la política de dividendos. Si no puedes pagar dividendos, ¡no lo hagas! España no está protegida ante una eventualidad muy negativa. Y el manto del BCE nos hace bajar la

guardia, porque se han parado las reformas antes de tiempo. A corto plazo la incertidumbre política hace daño. Pero los mercados están por encima de los políticos y los gobiernos, salvo en situaciones extremas: dictaduras que generan autarquías, expolios masivos...».

▶ **El 'efecto Gollum'**
«Los modelos de riesgo no sirven. Merrill Lynch calculaba

"TODAVÍA HAY ENTIDADES ZOMBIS. Y NO SOLO BANCOS. ¿CUÁNTAS GRANDES EMPRESAS HAN QUEBRADO EN EUROPA? NINGUNA"

que su máxima exposición diaria era de ciento y pico millones, y perdió 13.000. ¿Entonces en qué nos basamos para invertir? Buscamos empresas infravaloradas que hacen un producto que la gente quiere. Y que no tienen deuda; si no tienes deuda, no puedes quebrar. Invertir en lo que te dice un *broker* porque está de moda es como comprar lotería. A las personas nos gusta el dinero y somos muy egoístas. Cuando vemos algo feo, nos asustamos y soñamos las cosas, pero luego se nos olvida. Otro defecto instintivo es aguantar una inversión más de la cuenta, porque te va bien y no quieres soltarla, o porque te va mal y quieres recuperarte. Si activas tu lado no racional, tomas demasiados riesgos, entras en modo juego. Ganarás mucho y perderás mucho. El promedio será cero». ♦

¿CUÁNTAS CLASES DE FONDOS HAY?

Hay fondos de renta fija (obligaciones, bonos, letras, pagarés), de renta variable (acciones, ya sea en el mercado español o en otras plazas financieras), mixtos, globales (tienen más flexibilidad), garantizados (aseguran la recuperación del capital inicial más una renta fija o variable y han sido tradicionalmente los más populares en España) y por compartimentos (son subfondos con un régimen especial dentro de un fondo). También hay ETF (cotizados), *hedge funds* (de riesgo), inmobiliarios...



JAVIER RUIZ

► Gestiona 290 millones de euros en España

DIRECTOR DE INVERSIONES

"DESPUÉS DE 2008, CASI TODOS LOS ACTIVOS HAN SUBIDO Y SE GENERÓ LA IDEA DE QUE NO HABÍA RIESGO"

► **GESTORA:** Metagestión. ► **FONDOS:** cuatro y un plan de pensiones. Su fondo nacional Metavalor es uno de los más exitosos de los últimos 25 años y es el más rentable de los dos últimos ejercicios. Su rentabilidad acumulada desde su inicio es del 632 por ciento, aunque lleva perdido un 10 por ciento en 2016.



► **Guerra de divisas**
«Hay una gran preocupación por las consecuencias de la enorme expansión monetaria llevada a cabo por los principales bancos centrales de todo el mundo desde el pinchazo

de la gran burbuja crediticia. Esta expansión monetaria, conocida como QE, consiste en la creación de dinero por parte de un banco central para comprar activos financieros, como bonos gubernamentales,

presentes en los balances de bancos, aseguradoras o fondos de pensiones. El banco central consigue que su divisa se deprecie durante un tiempo, como está sucediendo con el euro. Ahora bien, ¿hasta dónde aguantarán el resto de las economías antes de tomar medidas similares? No mucho. Una guerra de divisas se traduce a la larga en un juego de suma cero».

► **Estados hiperendeadados**
«Esta política monetaria ha fracasado a la hora de que los bancos aumenten el crédito. Estos prefieren invertir el exceso de caja en bonos gubernamentales, mientras sus

balances siguen digiriendo aún muy lentamente los excesos de la época de burbuja. Por tanto, en vez de financiar a las familias y empresas, los bancos centrales han incentivado a los bancos a financiar a los Estados, permitiendo que los gobiernos no realicen las reformas necesarias para sanear las cuentas públicas. ¿El resultado? Estados muy endeudados y con déficits abultados, fruto de contar con gobiernos que prefieren seguir dando otra patada hacia adelante antes que aprovechar el balón de oxígeno del bajo coste de financiación para hacer las reformas necesarias».

► **Aumenta el riesgo**
«Con los tipos bajos, los inversores han asumido mayores riesgos. Esto, unido a unas valoraciones atractivas para invertir después de la gran caída de 2008, ha propiciado que en los últimos años casi todos los activos cotizados hayan visto su precio subir y, además, con muy poca volatilidad, generando la falsa percepción de que el riesgo de las inversiones estaba bajando. Cada vez que un atisbo de corrección se vislumbraba en el horizonte, el banco central de turno aumentaba su QE. Además, los gestores de las compañías cotizadas están utilizando la financiación

barata para aumentar los programas de retribución al accionista, mediante incrementos de dividendos y programas de recompra de acciones propias, en vez de invertir para mejorar sus negocios de cara a los próximos años».

"LOS GOBIERNOS HAN PREFERIDO DAR PATADAS HACIA ARRIBA EN VEZ DE HACER LAS REFORMAS NECESARIAS"

► **Fe ilimitada en los bancos centrales**
«Si cada corrección bursátil tiene una respuesta por parte de los bancos centrales, los inversores acaban por creer que, primero, estos actuarán siempre así y, segundo, que los mercados no pueden tener fuertes correcciones. Ni lo uno ni lo otro es correcto. Además, este paracaídas monetario está impidiendo un reajuste de capacidad en sectores en los que la producción se elevó demasiado durante la época de burbuja. Esta tendencia debería revertirse, dejando quebrar empresas y proyectos inviables. Esto es muy importante

si queremos un crecimiento económico y sostenible a largo plazo».

► **A mayor pesimismo, más oportunidades**
«Hay muchos indicios que apuntan a que la volatilidad viene para quedarse. Pero es en los momentos de mayor volatilidad o de mayor pesimismo donde se generan las grandes oportunidades de inversión. El que nuestros fondos puedan presentar un comportamiento más errático los próximos años, con subidas y bajadas más frecuentes, no implica que sus rentabilidades esperadas sean poco atractivas». ♦

engañarse a sí mismos porque, si el fondo pierde, se va al garete... Intentan adivinar lo que hay, por la cuenta que les trae, aunque pueden equivocarse. Y se adaptan a lo que toque. ¿Y qué es lo que toca? Todos parecen estar de acuerdo en que ahora toca volatilidad e incertidumbre... Febrero siguió como enero en un año que empezó de pena. De hecho, es el peor inicio que se recuerda desde la debacle de 2008. Y dicen los expertos que los años que empiezan mal acaban mal. Esta máxima se ha cumplido en 78 de los últimos 86 años.

Charcos hay unos cuantos... Las Bolsas están en plena fase de corrección, por no decir en caída libre. El desplome del petróleo puede provocar que este año el 60 por ciento de las empresas energéticas estadounidenses (unas 200) caigan

en suspensión de pagos. Además, están los problemas de la banca en Alemania e Italia. El enfriamiento de la economía china y el batacazo del resto de las economías emergentes. La caída de la industria y el consumo en Estados Unidos. Las ingentes cantidades de dinero que han 'fabricado' los bancos centrales para rescatar a países y compañías en apuros... Algunos de estos problemas tienen un nexo común. Muchas empresas están sobrevaloradas. No tienen tantos beneficios como esperaban sus accionistas. Y la economía real y la economía financiera, que han ido cada una por libre en los últimos años, están convergiendo. Y eso puede doler. ¿Es solo una corrección, un reajuste, o estamos ante algo más grave? ¿Cuánto durará? Hay expertos que dicen que hasta 2018, que será cuando digamos adiós, de una puñetera vez, al ciclo recesivo y empezemos un nuevo ciclo de crecimiento. Pero quién sabe...

En los fondos de inversión abundan los oráculos. «Me

siento como si estuviéramos en 2004, cuando cada hueso de mi cuerpo me decía que el riesgo/beneficio no compensaba, pero no podía descifrar cómo iba a terminar. Simplemente sabía que iba a terminar muy mal y, un año y medio después,

EN LOS FONDOS DE INVERSIÓN ABUNDAN LOS ORÁCULOS. SEGÚN WARREN BUFFETT: "SOLO CUANDO BAJA LA MAREA, SE SABE QUIÉN NADA DESNUDO". Y LA MAREA ESTÁ BAJANDO

nos dimos cuenta de que eran las viviendas y las hipotecas *subprime*. Tengo la misma sensación ahora mismo», dice Stan Druckenmiller, el hombre que puso de rodillas al Banco de Inglaterra en 1992. Su colega George Soros se ha pronunciado en el mismo sentido. Y también Carl Icahn: «La gente se arruinó en 2008. Van a arruinarse de nuevo. Creo que fue Santayana el que dijo: 'Aquellos que no conocen la historia están condenados a repetirla'. Y me temo que estamos tomando ese camino», sostiene. Pero el gurú más reputado, Warren Buffett, tiene su propia y tranquila manera de ver las cosas: «Solo cuando baja la marea, se sabe quién nadaba desnudo». Quizá lo único seguro sea eso, que la marea está bajando. Y que pondrá a cada uno en su lugar. ■