

Todos los premiados en la VIII edición de 'La Noche de la Economía'

PÁGS. 8 a 18



Opinión

El 'Brexit' y la economía global

Por **Mohamed A. El-Erian** Asesor económico jefe de Allianz PÁG. 4

Una ley hipotecaria que acabe con los escándalos

Por **Miguel A. Bernal** Fundación de Estudios Financieros PÁG. 5

España-China, 45 años de relaciones

Por **Marcos Suárez Sipmann** Analista de relaciones internacionales PÁG. 6

La banca deberá dar datos de sus clientes a terceros

El Gobierno aprueba un Real Decreto para transponer la Directiva de pagos

El Gobierno dio ayer un paso al frente para avanzar en la transposición de varias directivas y evitar multas millonarias de Bruselas. La más destacada de todas las que el Ejecutivo autorizó fue la relativa a

los servicios de pagos. A través de un Real Decreto-Ley, los bancos deberán abrir algunos datos de sus clientes a terceros, con el fin de fomentar la competencia en el sector financiero, además de permitir

el acceso a su sistema para la iniciación de los pagos. El cambio conlleva que firmas intermediarias, especialmente tecnológicas, tendrán acceso a las cuentas de los usuarios de las entidades y podrán

iniciar el cobro de sus servicios previa autorización. PÁG. 19

ARTÍCULO DEL DIRECTOR

A Sánchez no le salen las cuentas PÁG. 2

Moncloa bajará las exigencias para conceder el paro a autónomos

Las mutuas rechazan más de la mitad de solicitudes

El Gobierno rebajará las exigencias para conceder el paro a los autónomos. Actualmente, las mutuas, encargadas de aprobar esta prestación, rechazan más de la mitad de las solicitudes, según los expertos. PÁG. 62

LOS GESTORES ACTIVOS BATIRÁN AL IBEX EN 2019

Aseguran que el próximo año los valores más injustamente castigados lograrán ganancias **ECOBOLSA PÁGS. 6 a 9**



Alfonso de Gregorio RESPONSABLE RV DE TREA AM | **José Ramón Iturriaga** GESTOR DE FONDOS DE ABANTE | **Lola Solana** GESTORA DE SANTANDER AM | **Ricardo Vidal** DIRECTOR DE INVERSIONES DE EDM | **Diogo Pimentel** ANÁLISIS INVERSIONES DE MAGALLANES | **Beltrán Paragés** SOCIO-DIRECTOR DE AZVALOR | **José Iván García** CIO DE KAU MARKETS | **Ricardo Cañete** GESTOR DE BESTINVER | **Alejandro Esteban** ASESOR DE TRUE VALLE | **Jesús Domínguez** GESTOR DE VALENTUM | **José Antonio Larraz** SOCIO FUNDADOR DE EQUAM CAPITAL

Francisco García Paramés Presidente y CEO de Cobas AM

“Después de caídas del 20%, en dos años suelen venir subidas del 60%-70%” **ECOBOLSA PÁGS. 10 a 12**



China triplicará la inversión tras la visita de Xi Jinping a España

El presidente del gigante asiático visita nuestro país entre el 27 y 29 de este mes para multiplicar los 2.000 millones que dedica ahora

La visita del presidente chino Xi Jinping –la semana próxima, entre los días 27 y 29– trae importantes novedades para la economía española. Se trata de la primera visita

de un mandatario chino al más alto nivel en 13 años y tiene el objetivo de consolidar un ritmo de crecimiento importante de las inversiones chinas en España, hasta tripli-

carlas desde los cerca de 2.000 millones de euros anuales. En esta captación de capitales, España compete con Portugal, que nos supera en inversión china. PÁGS. 56 y 57

El divorciado pierde el uso de la casa familiar si vive con otra pareja

Según una sentencia del Tribunal Supremo

El Supremo retira el uso de la casa familiar a los progenitores que vivan con sus hijos y, además, convivan en la misma casa con una nueva pareja. PÁG. 65



Juan Carlos Girauta Portavoz de Cs en el Congreso

“Ciudadanos no pactará con Susana Díaz bajo ningún concepto” PÁGS. 60 y 61

Castilla y León, foco de atracción de empresas e inversión

Jornada en 'elEconomista' con la consejera de Economía PÁGS. 26 y 27



Diez medidas exprés para rebajar la factura fiscal

Invertir en nuevas empresas ahorrará un 30% en el IRPF PÁG. 66



EL UNIVERSAL

EL GRAN DIARIO DE MÉXICO

Los 'millennials' de México vivirán en condición de pobreza durante la vejez PÁG. 54

Eco**bolsa**

ANÁLISIS SEMANAL DE BOLSA, MERCADOS, COTIZACIONES Y AHORRO



Cómo enseñar finanzas a las futuras generaciones
Inversión a Fondo gratis en elEconomista/kiosco/inversion



Francisco G. Paramés
PRESIDENTE Y CEO DE COBAS AM



Alfonso de Gregorio
RESPONSABLE RV DE TREA AM



José Ramón Iturriaga
GESTOR DE FONDOS DE ABANTE



Lola Solana
GESTORA DE SANTANDER AM



Ricardo Vidal
DIRECTOR DE INVERSIONES DE EDM



Diogo Pimentel
ANÁLISIS INVERSIONES DE MAGALLANES



Ricardo Cañete
GESTOR DE BESTINVER



Beltrán Paragés
SOCIO-DIRECTOR DE AZVALOR



José Iván García
CIO DE KAU MARKETS



Alejandro Estebanz
ASESOR DE TRUE VALUE



Jesús Domínguez
GESTOR DE VALENTUM



José Antonio Larraz
SOCIO FUNDADOR DE EQUAM CAPITAL

A LA GESTIÓN ACTIVA LE LLEGA EL VIENTO A FAVOR

www.elEconomista.es/Mercados y Cotizaciones y Ecomtrader

I JORNADA DE LA GESTIÓN ACTIVA DE elEconomista Crece. myinvestor BME X

A la gestión activa le llega un 2019 con más viento a favor frente al Ibex

Los gestores reconocen que el pesimismo actual en mercado fructificará en suculentas ganancias el próximo año para valores que han sido injustamente castigados

POR LAURA DE LA QUINTANA

En el último trimestre del año han salido 85.000 millones de euros de la gestión activa a nivel mundial, parte de los cuales han ido a parar a fondos pasivos o indexados. Los gestores creen, en cambio, que tras un año de pérdidas en la bolsa española y en plena desaceleración –que no recesión– económica, 2019 debería ser un año para volver a apostar por la gestión activa. “La situación en España sigue bien, aunque peor que en 2017, lo que nos hará valorar mucho más el papel de la gestión activa. Creo que será mejor que la *hecatombe* que todo el mundo ve para el próximo año”, apuntó Lola Solana, gestora de la gama de fondos Small Caps de Santander AM, durante la celebración de la primera Jornada *La gestión activa en la bolsa española*, organizada por *elEconomista* en la Bolsa de Madrid, con el patrocinio de Crece MyInvestor y la colaboración de BME.

“La ola de pesimismo” que afecta al mercado”, tal y como la definió Ricardo Vidal, director de inversiones de EDM y cogestor de *EDM Inversión*, ha servido, sin embargo, para “dejar valoraciones muy atractivas”. Esto, en su opinión, permitirá a los gestores “pescar en río revuelto”, porque 2019 seguirá siendo un año de “volatilidad”. Alfonso de Gregorio, responsable de renta variable de



Alfonso de Gregorio (Trea), José Ramón Iturriaga (Abante), Isabel Blanco (elEconomista), Lola Solana (Santander) y Ricardo Vidal (EDM). N. MARTÍN

Trea AM, sostuvo que “esa incertidumbre seguirá estando” dentro de unos meses, lo que abrirá un escenario muy provechoso para “las compañías que fueron penalizadas sin justificación en bolsa, sobre todo pequeñas y medianas empresas –de donde más dinero ha salido–, que podrían rebotar con fuerza a partir de enero”. Esos inversores a la fuga son, en gran medida, estadounidenses

que no solo han vendido fondos de gestión activa, sino también inmobiliarias, provocando una abultada corrección de mercado, afirmó De Gregorio, y también bancos. “Están cansados de que en España cotice permanentemente el riesgo de ruptura del euro (...) y el descuento que se le aplica sólo por ser un país periférico”, afirmó José Ramón Iturriaga, gestor de fondos de Abante Asesores.

“Estamos en una de esas ocasiones en las que las carteras pueden ofrecer altas rentabilidades. 2019 puede asimilarse a 2013, un año en el que se volvió a la normalidad, y en el que interiorizaremos que el Banco Central Europeo (BCE) va a terminar subiendo tipos de interés. 2019 será el año en el que se cerrará el descuento por valoración al que cotizan algunos valores”, concluyó el gestor.

RICARDO VIDAL, DIRECTOR DE INVERSIONES Y COGESTOR DE ‘EDM INVERSIÓN’

“Aunque menos, Inditex seguirá creciendo a tasas del 10%”

EDM Inversión es de los fondos de gestión activa de renta variable española que mejor aguantan el tipo en lo que va de año, con una caída del 4,76 por ciento, según datos de *Morningstar*, frente al 11,2 por ciento que pierde el Ibex 35, y eso que su *portafolio* está compuesto por una clara exposición a ciclo. Por sectores, el principal es el consumo cíclico, seguido de industriales y de servicios financieros, que representan un 46,7 por ciento del total. Inditex es la segunda compañía para *EDM Inversión*, a pesar de las dudas que genera la irrupción de Amazon y otras plataformas de comercio *online* que están desafiando a las firmas de moda tradicionales. “Tiene un modelo integrado entre la parte física y el *online*, que es donde más crecimiento registra. La disrupción de Internet está ahí, pero eso no impide que siga siendo la segunda mayor apuesta del fondo, por



Ricardo Vidal.

EDM-Inversión		EDM
RENTABILIDAD 2018 (%)	-4,76	
COMISIÓN DE GESTIÓN (%)	2,25	
ESTRELLAS MORNINGSTAR	★★★★★	
PRINCIPALES POSICIONES	Grifols, Inditex y Acerinox	
Fuente: Morningstar y gestora.		

detrás de Grifols, aunque vaya a moderar su crecimiento a futuro, en todo caso cercano a tasas del 10 por ciento”, apuntó Vidal.

Santander y Bankinter son las dos únicas posiciones financieras del fondo *EDM Inver-*

sión. “Durante mucho tiempo no hemos tenido bancos por su valoración. Hoy creemos que Santander tiene una gran diversificación geográfica y decidimos entrar en el valor cuando cayó por debajo de 5 euros”, afirmó Ricardo Vidal, cogestor del fondo, que ha convertido a la entidad en la décima posición más importante de su cartera. Recientemente, “la sentencia emitida por el Tribunal Supremo sobre las hipotecas” les dio “la oportunidad de entrar también en Bankinter”.

Otro de los valores destacados en su cartera es Repsol, con la quinta mayor ponderación, que se ha incorporado, además, recientemente, a pesar de la caída del 32 por ciento del precio del petróleo desde máximos de octubre. “La compañía ya no depende tanto del precio del petróleo. Tiene una integración muy vertical”.

ALFONSO DE GREGORIO, RESPONSABLE DE RENTA VARIABLE DE TREA AM

"Aprovechamos la última caída de Cie para comprar más"

"A nosotros, en principio, nos interesa todo aquello que cae mucho", reconoció Alfonso de Gregorio, hoy responsable de renta variable de Trea AM. Y, este sentido, destaca el sector del automóvil, muy castigado en bolsa tanto por distintos escándalos –como el *dieselgate* o por temas de corrupción–, por futuribles aranceles desde EEUU a las importaciones o por la nueva legislación sobre emisiones. Cie Automotive, con una ponderación del 5 por ciento, es la primera posición del fondo *Trea Iberia Equity*, que este año acumula pérdidas del 5,55 por ciento. "Es una compañía que tiene visibilidad, con un crecimiento que le va a permitir cumplir sobradamente su plan estratégico hasta 2020. Cuenta con márgenes ebitda del 18 por ciento y con una gran diversificación. Cie, que a principios de año subía un 45 por ciento, ahora



Alfonso de Gregorio.

Trea Iberia Equity TREA	
RENTABILIDAD 2018 (%)	-5,55
COMISIÓN DE GESTIÓN (%)	1,75
ESTRELLAS MORNINGSTAR	★★★★★
PRINCIPALES POSICIONES	Cie Automotive, Telefónica y FCC

Fuente: Morningstar y gestora.

solo lo hace un 5 por ciento y esa es la razón por la que hemos aprovechado las caídas para incrementar nuestra posición", apuntó Gregorio. Sin embargo, el gestor reconoce abierta-

mente las dudas que le genera un sector tan cíclico como las acereras. Vendieron Arcelor-Mittal hace unos meses, aunque mantiene su confianza sobre Acerinox –cuarto valor del fondo– con una valoración muy atractiva tras las últimas caídas. "Cotiza con un descuento del 50 por ciento sobre la media de PER de los últimos cinco años y otro 30 por ciento por debajo sobre precio valor contable. El mercado se ha pasado de frenada". Sin embargo, De Gregorio aseguró estar infraponderado en el sector financiero. Únicamente tienen en cartera CaixaBank y Liberbank. En su opinión, "son dos claros ejemplos de cómo están limpiando el balance y están bien capitalizados. En Liberbank, la composición accionarial es más proclive a un movimiento accionarial, sobre todo, con Unicaja".

JOSÉ RAMÓN ITURRIAGA, GESTOR DE FONDOS DE ABANTE ASESORES

"Quien pague una prima del 30% por BBVA se lo lleva"

José Ramón Iturriaga, gestor del fondo *Okavango Delta* –también de *Spanish Opportunities* y *Kalahari*– de Abante Asesores se define por su gusto por dos sectores claramente penalizados en la bolsa española: bancos e inmobiliarias, entre las que representan un 63 por ciento de la cartera. Dadas las caídas que se han visto en bolsa, para Iturriaga existe, actualmente, "una enorme distorsión en el mercado" que refleja "la ineficiencia enorme" de cómo están cotizando socimis y entidades financieras en bolsa y que podría dar lugar a dos situaciones en 2019: o una espectacular revalorización de sus acciones u operaciones corporativas por parte de grandes inversores extranjeros, como lo sucedido ya con Blackstone con la compra de Hispania y luego de Testa Residencial. "Estamos en una situación tan distópica que enti-



José Ramón Iturriaga.

Okavango Delta abante)	
RENTABILIDAD 2018 (%)	-8,25
COMISIÓN DE GESTIÓN (%)	1,25
ESTRELLAS MORNINGSTAR	★★★★★
PRINCIPALES POSICIONES	Prisa, Lar España y Metrovacesa

Fuente: Morningstar y gestora.

dades como BBVA cotizan a 0,85 veces valor en libros, cuando tiene casi el 60 por ciento en América del Norte (México y EEUU) donde los bancos cotizan a ratios de dos

veces", dice el gestor. "BBVA puede ser objetivo de actividad corporativa, con 30.000 millones de capitalización que es prácticamente lo que vale Bancomer –su filial en México–. Alguien que hoy pague una prima del 30 por ciento por el banco se lo lleva. Si lo hiciera, por ejemplo, BNP, que no quiere exposición a Latinoamérica, solo con vender lo que tiene allí lo compraría casi gratis". El "aluvión de operaciones corporativas" del que habla Iturriaga es extensible a las inmobiliarias. "Merlin Properties cotiza hoy con el mayor descuento sobre el valor neto de sus activos desde que salió a cotizar hace cinco años", a pesar de "su gran atractivo". "Teniendo en cuenta que su principal accionista es un banco (Santander)" no descarta que pueda recibir ofertas que le resulten interesantes.

LOLA SOLANA, GESTORA DE LA GAMA DE FONDOS SMALL CAPS DE SANTANDER AM

"El inmobiliario, el gran ganador de más demanda interna"

Defendiendo la tesis contraria sobre la banca está Lola Solana, gestora de la gama de fondos Small Caps y de renta variable de Santander Sostenible en Santander AM. Su fondo, *Santander Small Caps España*, especializado en las pequeñas compañías nacionales, debería beneficiarse, según dice, del "aumento de la demanda interna". La gestora defiende que, aunque "el mundo esté muy negativo, especialmente con España", lo cierto es que el menor crecimiento que se espera para nuestro país en los próximos años viene "por la caída de la demanda exterior". Los valores que se beneficiarán del tirón del consumo interno son, para Solana, "compañías del sector inmobiliario, el más correlacionado no sólo con la demanda interna, sino también con el empleo. Está relacionado, además, con las firmas de ascensores, con líneas de Internet, etc. Y esto es lo importante,



Lola Solana.

Santander Small Caps España	
RENTABILIDAD 2018 (%)	-10,33
COMISIÓN DE GESTIÓN (%)	2,00
ESTRELLAS MORNINGSTAR	★★★★★
PRINCIPALES POSICIONES*	Fluidra, Acerinox y Cie Automotive

Fuente: Morningstar y gestora. (*) A cierre de septiembre.

buscar compañías con crecimiento de ventas porque los márgenes van a estar, de cualquier manera, presionados. También buscamos compañías sin deuda o, al menos, que generen rentabilidad de flujo de caja". Destacó, además, fir-

mas farmacéuticas o vinculadas al envejecimiento de la población. En cartera tiene valores como Zardoya, Euskaltel o MásMóvil. Sin embargo, para Lola Solana no está tan clara "la tendencia de que haya que coger ciclo en el momento actual", ya que no ofrece "mucho visibilidad". Tampoco se muestra partidaria del sector bancario. "El ahorro está cayendo en nuestro país" y es de "los sectores con menor visibilidad" a medio plazo, aunque "por valoración" reconoce tener "algún banco doméstico en cartera" [Unicaja, Bankia y Sabadell]. Para la gestora de Santander AM, pagar un PER (número de veces que la acción recoge en precio el beneficio) "de 13 veces puede ser atractivo" en el contexto actual, aunque "a largo plazo" pesa más que las compañías estén "en nichos de mercado, por ejemplo, con altas barreras de entrada".

www.elEconomista.es/Mercados y Cotizaciones y Econtrader

I JORNADA DE LA GESTIÓN ACTIVA DE elEconomista 

Materias primas, automovilísticas y bancos: nichos de valor para los gestores

Los gestores aguardan el momento de que se produzcan más correcciones en las bolsas para poner en marcha la lista de la compra de valores infravalorados, entre los que encuentran, por el momento, a firmas de sectores en proceso de reestructuración

POR ÁNGEL ALONSO

Si hay algo que los gestores *value* suelen aprovechar con fruición es la búsqueda de oportunidades en sectores que el resto de inversores suele menospreciar o infravalorar, porque encuentran otras empresas que ofrecen un mayor rendimiento. Pero es en estos momentos cuando dichos sectores proporcionan un extenso mar de oportunidades donde pescar, porque su precio está por los suelos. Entre esos sectores se encuentran el automovilístico, el financiero y el de materias primas, que por distintas razones han salido del punto de mira de los inversores.

Quizá el menos evidente sea el financiero, ya que todos los inversores esperan que la normalización de la política monetaria de los bancos centrales devuelva la confianza del mercado sobre unas entidades que han esta-



Diogo Pimentel, Ricardo Cañete, Ana Palomares ('elEconomista') y Beltrán Parages. NACHO MARTÍN

do sometidas a la presión regulatoria y de cambio tecnológico.

Pero en el automovilístico, Renault se ha convertido en un paradigma para los gestores *value*, como se ha comprobado con el batacazo bursátil de esta semana. "Hemos aprovechado las caídas para comprar más acciones, porque cotiza muy barato respecto al valor que tiene. Existe el mito de que Tesla controla el mercado del coche eléctrico, pero el número uno en Europa es Renault y el segundo, Nissan", apuntó Diogo Pimentel, gestor de Magallanes Value Investors.

Con las materias primas, después del superciclo que vivieron entre el 2000 y el 2011, se ha producido una reestructuración de las compañías que permite, según azValor, poder entrar en las compañías que serán líderes cuando termine este proceso. Sobre todo, porque la demanda de materias primas ha vuelto a incrementarse.

BELTRÁN PARAGES, SOCIO Y DIRECTOR COMERCIAL DE AZVALOR AM

"El sector del petróleo es el que más nos gusta ahora"

Las compañías relacionadas con materias primas como el uranio, el cobre o el petróleo ha sido uno de los nichos de mercado donde los gestores *value* han estado pescando desde hace varios años. Y azValor se ha convertido en una de las firmas que más firmemente ha apostado en su cartera internacional por empresas de este sector. Beltrán Parages, director comercial y de relación con inversores de la gestora, explicó durante su intervención en la I Jornada de la Gestión Activa organizada por *elEconomista*, que "la mayoría de las compañías ha sufrido enormemente los excesos del ciclo anterior, entre los años 2000 y 2011, y nos encontramos en un mercado de supervivientes. Pero los procesos de depuración tardan un tiempo en producirse y ofrecen oportunidades de inversión. Nos encontramos con valoraciones maravillosas de empresas que han caído en algunos casos hasta un 80 por ciento. Y un mercado con estas características se va reduciendo y te puedes quedar con los líderes".

En este sector, penalizado por el mercado y que "lleva sin ganar dinero cuatro o cinco años, estamos posicionados en compañías en las que el déficit de esas materias primas tendrá un impacto en el precio", según Parages. "Actualmente no hay suficiente generación de cobre, por ejemplo, para aten-



Beltrán Parages.

der a la demanda que existe. En el petróleo, hay un déficit estructural, porque durante los últimos años no se han realizado inversiones. Así que nos encontramos con una escasez de oferta, en un mundo que tiene una necesidad acuciante de materias primas, porque hay muchos países donde está todo por hacer en infraestructuras, bienes de equipo... Son activos huérfanos que están todavía denostados por los inversores", apuntó el director comercial de azValor.

En la gestora se encuentran ahora espe-

azValor Internacional		azValor.
RENTABILIDAD 2018 (%)		-3,1
COMISIÓN DE GESTIÓN (%)		1,80
ESTRELLAS MORNINGSTAR		★★★★★
PRINCIPALES POSICIONES		
Buenaventura Mining, Consol Energy y Cameco		
Fuente: Morningstar y azValor.		

cialmente invertidos en compañías relacionadas con el petróleo. "Es el sector que más nos gusta en este momento. Su bajos precios han provocado que no se hayan realizado inversiones en los últimos años y no hay oferta para cubrir toda la demanda existente, que sigue aumentando porque hay una parte del mundo que sigue necesitando los combustibles fósiles para su crecimiento", aseguró Parages.

Otro de los sectores donde azValor cree haber encontrado valor es el automovilístico, donde "existen dudas sobre cómo se va a reestructurar". La apuesta más conocida de la firma hasta ahora es el gigante coreano Hyundai, que ofrece mayores márgenes en el segmento de su gama baja que sus com-

petidores, a juicio de los gestores de la firma, aparte de su diversificación en mercados emergentes con potencial, como India, Rusia o Brasil. "Es una empresa que tiene más caja de lo que vale en bolsa", subrayó Parages.

Uno de los factores que tienen muy en cuenta en azValor a la hora de invertir es que sean compañías familiares para que haya un alineamiento de intereses con los inversores, aparte de que "son las mejores empresas para beneficiarse de estos déficits".

El director comercial de azValor destacó durante su intervención que la gestión por fundamentales no existe en España, un país donde la mayoría de la inversión sigue estando en el sector inmobiliario. "No es cuestión de poner dinero en fondos *value*, sino de tener paciencia, actitud y conocimientos financieros por parte de los inversores", algo que a su juicio permite aprovechar las oportunidades que ofrece un mercado penalizado. "Lo ideal sería tener más suscripciones netas, pero estoy muy esperanzado en que los españoles mejores la calidad de sus inversiones", subrayó.

Parages sugirió la idea de que los fondos españoles no tuvieran la obligación de publicar trimestralmente sus carteras en CNMV, equiparándolos con los fondos internacionales, para que los inversores mantengan la calma en momentos de pánico.

RICARDO CAÑETE, GESTOR DE BESTINVER

“Unicaja es el ejemplo de banco con negocio razonable”

Hablar del sector financiero y el *value investing* era algo que no solía casar bien. Pero desde hace unos años ambos conceptos se han convertido en algo más fácil de maridar. Y los gestores que siguen esta filosofía de inversión se han vuelto menos reacios a confesar que incluyen en sus carteras algunos nombres del sector financiero, pese a que siguen considerando que su negocio es difícil de valorar. Ricardo Cañete, gestor de fondos de Bestinver, aseguró durante su intervención en la I Jornada de la Gestión Activa de *elEconomista* que la idea no es incluir valores pensando que va a haber una subida de tipos de interés por parte del Banco Central Europeo más pronto que tarde. “Los bancos tienen problemas regulatorios y tecnológicos, pero el margen financiero puede subir el 30 por ciento con tan solo un incremento de 20 puntos de los tipos de interés”, afirmó Cañete.

“Si miramos cómo cotizan las entidades financieras a día de hoy, las posibilidades de perder capital son bajas”, subrayó el responsable de cartera ibérica de Bestinver, para quien se puede esperar una rentabilidad razonable en los próximos años en un entorno en el que el crédito no está creciendo, pero los ingresos de los bancos aumentan un 3 por ciento.

Entidades enfocadas en el negocio domés-



Ricardo Cañete.

ticos como Caixabank, Bankinter, Bankia y Unicaja están incluidas en la cartera de bolsa española, mientras que ING, Intesa Smpaolo figuran en el fondo internacional.

“Unicaja es el ejemplo de un banco con un negocio razonable en las provincias donde opera y que cotiza 0,4 veces su valor en libros”, apuntó Cañete, para quien el objetivo en los fondos es minimizar la pérdida permanente de capital buscando compañías que tengan estrategias de negocio extraordinarias o que cuenten con un modelo que por pre-

Bestinver Bolsa		BESTINVER
		Gestión de Patrimonios
RENTABILIDAD 2018 (%)		-6,17
COMISIÓN DE GESTIÓN (%)		1,75
ESTRELLAS MORNINGSTAR		★★★★★
PRINCIPALES POSICIONES		Semapa, Unicaja y Elecnor
Fuente: Morningstar y Bestinver.		

cio sea igualmente atractivo. “Value es comprar negocios que cotizan por debajo de lo que valen. Miramos la calidad del negocio y compramos cuando su precio en bolsa es inferior a su valor”, según el gestor de Bestinver.

Preguntado sobre si en 2019 el *value* puede contar con un mejor entorno de mercado, Cañete señaló que se podrán encontrar buenas oportunidades de compra. “En Bestinver intentamos buscar rentabilidades por encima del 10 por ciento y construir carteras robustas para intentar no tener pérdidas de capital. El inversor debe tener en cuenta que nos enfrentamos a un mercado con mucha volatilidad, pero con muchas oportunidades de compra. Lo que no sabemos es

cuándo se va a poner en precio”, subrayó.

El gestor de Bestinver también confesó durante su intervención que han buscado las últimas correcciones del mercado para aprovechar la liquidez de los fondos, que se sitúa entre el 8 por ciento y el 10 por ciento. “Con la volatilidad del mercado hemos reducido ligeramente la liquidez que teníamos en cartera. Hemos incorporado compañías nuevas porque ha habido caídas muy relevantes en algunas firmas o hemos visto oportunidades muy específicas. Aun así, todavía es relativamente elevada y hay que tener en cuenta el momento de ciclo en que estamos. Con el cambio de política monetaria pensamos que todavía podemos tener bastante volatilidad en los mercados y, para poder seguir aprovechando las oportunidades, tenemos que guardar liquidez”, apuntó.

Cañete aseguró que tienen cien compañías en la lista de la compra que no suelen estar a buen precio para aprovechar futuras correcciones bursátiles. “Son ideas de inversión en todos los sectores, que cuentan con ventajas competitivas y altos retornos”, concluyó, para reafirmar un mantra de todos los gestores *value*, como es la necesidad del largo plazo para que la inversión en renta variable fructifique. “La volatilidad es el precio que el inversor debe pagar para obtener rentabilidad”, subrayó Cañete.

DIOGO PIMENTEL, GESTOR DE MAGALLANES VALUE INVESTORS

“Hemos comprado más acciones de Renault”

En Magallanes Value Investors se dieron cuenta en el verano de 2017 del odio generalizado que los inversores comenzaban a tener sobre el sector automovilístico, debido a la repercusión que tuvo sobre las principales marcas el *dieseldgate* de Volkswagen y la percepción de que el coche eléctrico iba a ganar cuota de mercado más rápido de lo que se tenía previsto, con Tesla como estandarte de este cambio de tecnología. “Las valoraciones eran ridículas”, señaló Diogo Pimentel, analista y gestor de Magallanes Value Investors, durante su intervención en la I Jornada de la Gestión Activa.

“Comprobamos que estas compañías tenían poca deuda e incluso contaban con caja neta, de hasta 1.000 millones de euros en el caso de Porsche. Descubrimos que esta firma, en realidad, forma parte de un *holding*, que tiene un 30,8 por ciento de las acciones de Volkswagen. Con el asunto de las manipulaciones de las emisiones, Volkswagen se vio obligada a realizar una reestructuración de su negocio, sacando a bolsa algunas divisiones del grupo, como la de camiones. Y en algunos casos valen lo mismo que la matriz, como ocurre con Ferrari y Fiat”, subrayó el gestor.

Renault es otra de las posiciones del sector automovilístico que Magallanes incluyó en su cartera hace tiempo, aunque ahora el sector se ha puesto aún más bajo el foco de



Diogo Pimentel.

los analistas tras la caída del 10 por ciento sufrida en bolsa esta semana, tras la detención en Japón de su ex presidente, Carlos Ghosn, por presunto fraude fiscal.

“Ha sido una sorpresa, nadie lo sabía, pero Ghosn ha sido el arquitecto de lo que es la actual alianza de Renault y Nissan, que no creo que se rompa e incluso en el futuro se podrían fusionar. De hecho, hemos aprovechado las caídas para comprar más acciones, porque cotizan muy baratas respecto al valor que tiene. Existe el mito de que Tesla

Magallanes European Equity		MAGALLANES
		VALUE INVESTORS
RENTABILIDAD 2018 (%)		-8,25
COMISIÓN DE GESTIÓN (%)		1,75
ESTRELLAS MORNINGSTAR		★★★★★
PRINCIPALES POSICIONES		Aker BP, Orascom Construction Industries y Renault
Fuente: Morningstar y Magallanes.		

controla el mercado del coche eléctrico, pero el número uno en Europa es Renault y el segundo, Nissan. Y se está adaptando muy bien a este nuevo entorno del sector, proporcionando exposición al crecimiento global”, subraya Pimentel.

Estas dos compañías son un exponente claro de la visión que tienen en Magallanes Value Investors sobre la búsqueda de valor en las compañías menospreciadas por el resto de inversores, según puso de manifiesto Pimentel durante su intervención en la jornada. “Es un camino duro, porque muchas veces nos ponemos en contra del mercado, en sectores que no gustan. Nuestro modelo de valoración se basa en buscar empresas en las que tengamos una fuerte convicción, con

capacidad de generar negocio, con una valoración atractiva. Pero es un camino a largo plazo hasta que el mercado reconozca ese valor que tu ves. Solo hay que tener paciencia para que aflore”, aseguró.

Para realizar esa búsqueda de valor, los gestores de Magallanes se fijan en lo que denominan *accidentes puntuales*, un cambio de coyuntura que, como ocurrió con las compañías automovilísticas, permita entrar en los valores a un precio barato. “Siempre tenemos un 10 por ciento de liquidez preparada por si acaso, aunque ahora lo hemos reducido al 5 por ciento con las últimas compras”, explicó el gestor. ¿Y cuándo deshacen una posición? Pimentel aseguró que solo venden cuando ha habido un cambio en el modelo de negocio, aunque “cuesta reconocer” que el modelo de una compañía ha cambiado o que se ha apalancado mucho.

Diogo Pimentel incidió en que es fundamental tener una mentalidad de largo plazo a la hora de invertir en un fondo de estrategia *value*. “Los inversores deben estar preparados para las caídas y no realizar reembolsos en momentos de volatilidad, porque es cuando se puede extraer valor. Nosotros hemos tenido incluso entradas de dinero en octubre y eso ha sido posible a la educación financiera que hemos hecho las firmas en los últimos años”, concluyó.

www.elEconomista.es/Mercados y Cotizaciones y Ecomtrader

I JORNADA DE LA GESTIÓN ACTIVA DE elEconomista **Crece. myinvestor BME X****FRANCISCO GARCÍA PARAMÉS** PRESIDENTE Y CEO DE COBAS AM

“Después de caídas del 20%, en dos años suelen venir subidas del 60-70%”

El padre de la inversión 'value' en España explica que estamos en un momento clarísimo para buscar oportunidades, y porqué la esencia de lo que hace es comprar firmas que caen un 70%-80% mientras refirma sus ideas cuando la gente cree que hay que vender Airtel, Renault, Técnicas...

POR JOAQUÍN GÓMEZ

Francisco García Paramés ha aportado a la inversión española lo que Ferrán Adrián a la cocina. Su nombre causa admiración y reverencia, y son muchos los que se declaran seguidores de su religión en la búsqueda de valor debajo de las piedras. Sus secretos de cocina los esconde y no los desvela, pese a escribir sus experiencias en *Invertir a largo plazo* (Deusto) o fomentar la formación a través de Value School. Sus enseñanzas: 15 por ciento de rentabilidad anualizada desde 1992. Encontrar cosas que están baratas y entender por qué. Ir contra nuestra propia naturaleza para hacer algo diferente. Minimizar la macroeconomía porque depende de factores políticos que son impredecibles. Aplicar el sentido común a la inversión. Entender que no hay que ser un gran matemático para comprar compañías. Migrar de lo barato a la calidad. Su regreso al mercado con Cobas, sufriendo la esencia del *value*, que es perder más en momentos altos del ciclo, le provoca pérdidas que solo el tiempo dirá si le han desviado del camino de la inversión más recto que se ha trazado en España. Una trayectoria que obligaba a que fuera el primer entrevistado en la I Jornada de la Gestión Activa de *elEconomista* en la Bolsa de Madrid.

La rentabilidad de los fondos de Cobas asusta en el momento actual -ver gráfico página 14-. ¿Espera la misma recuperación que como cuando en 1998 arrancó el 'Bestinvest Internacional', perdiendo en el primer año un 15 por ciento mientras el mercado hacía un 15 por ciento arriba. ¿Arrancar la cartera en un final de ciclo o un ciclo finalista ha sido un problema?

No, realmente no. Desde el primer día tenemos una cartera que está a PER [veces que el beneficio está recogido en el precio de la acción] de 8 veces. Incluso creo que tuvimos un poco de suerte, porque en 2015 estábamos en pico. Esa sensación de final de ciclo ya no existe y hoy todavía hay más valor que cuando empezamos hace dos años, porque en Europa, que es donde más nos gusta mirar, hay valores que han sufrido y están muy atractivos. Hay mucho valor en el mercado y en España se puede hacer una cartera estupenda. Mi experiencia es que en las cuatro ocasiones que hemos tenido una caída del 20 por ciento -en 2008 del 50 por ciento-, las recuperaciones han sido del 60 a 70 por ciento al cabo de dos años. Son momentos clarísimos de buscar oportunidades interesantes en el mercado.



NACHO MARTÍN

¿Cuándo se va a producir la caída idónea para el 'value'?

Ni idea. Al final, siempre se notará que unas compañías cotizan a PER 50 y otras a 8. La historia siempre ha sido así y va a seguir siéndolo. Estamos al final del ciclo alcista, que es malo para los inversores *value*, lo ha sido siempre, lo fue en 1998-99, en 2006-2007, y digamos que en los dos o tres últimos años.

¿Comprar a la baja es algo que está en el ADN del inversor o es algo que se puede aprender?

Normalmente está en el ADN. No es fácil comprar algo que cae un 20 por ciento y seguir comprando. Te cuestionas si te has equivocado. Y

la respuesta a eso es lo más difícil que hay. La decisión de vender o incrementar la participación es la gran decisión. Es donde se hacen las trampas de valor o es donde puedes ganar mucho dinero. Nosotros hemos tenido de todo. Hemos ido promediando a la baja y, cuando tienes caídas del 80 por ciento, es cuando dices: creo que nos hemos equivocado. Y ya es tarde para rectificar el error. También hay compañías que han caído un 80 por ciento en las que se ha acabado multiplicando por siete la inversión. Es difícil distinguir entre las BMW, nuestra mayor inversión a lo largo de los años (en 2009 las preferentes cotizaban a 11 euros y llegaron a cotizar a cien euros), y la firma de dis-

tribución textil alemana Escada, donde perdimos toda la inversión.

¿Cuando el inversor español ve a los bancos españoles a PER 8-9, puede pensar que están ya baratos y como como dice José Ramón Iturrriaga (Abante) "hay que estar dentro para cuando se imponga la razón"?

A mí no me gustaban, pero llevamos dos o tres años, desde la quiebra de Bankia, en los que pensamos que es un sector en el que hay que invertir. Tenemos posiciones en dos bancos, Bankia y Unicaja. Bancos sencillos de analizar. No invertimos en bancos fuera de España, porque es muy difícil de entender la cultura que tienen y, en una sociedad tan apalancada, si no entiendes muy bien lo que está pasando, no tiene sentido invertir. Bankia y Unicaja están baratas. Estamos con tipos de interés al cero por ciento, y subirán. Es algo que pasará. No sabemos si en uno o en seis años, pero pasará. Mientras tanto, las compañías van ganando dinero, las estamos comprando por debajo de su valor en libros y estamos en un momento en el que nunca ha habido una regulación tan nefasta y una imagen pública tan negativa para la banca, que solo se puede mejorar. O los nacionalizan o mejora su imagen. Después de la experiencia de las cajas semipúblicas no sé si alguien en su sano juicio piensa en esa opción absurda. Hay pocas probabilidades de que pasen cosas negativas por la parte de la regulación. En el ciclo sí, pero vemos que el sector inmobiliario, que es el gran peligro, no se ha movido por el lado de la producción.

¿Los movimientos corporativos entre ambos bancos los incluyen en la presencia de Bankia y Unicaja en cartera?

No. Si hay operación, fenomenal. Pero en una se trata de que el Estado tiene que vender más del 50 por ciento y, en otra, que alguien la compre. Lo importante es que haya flujos de caja que se vayan generando y, mientras, vamos cobrando nuestros dividendos.

En la gestión de la liquidez creo que redactó el método del caso con su marcha desordenada de Bestinvest y la llegada de Beltrán de la Lasastra, con una salida de miles de millones sin impacto en el valor liquidativo.

Hay una cosa clara. La liquidez es un problema de valor y precio. Si compras una casa en la zona de El Retiro, en Madrid, vas a tener liquidez toda la vida. En aquel momento se hicieron bastantes bloques en ciertas compañías. Solo en la venta de BMW de 300 millones se

hizo un descuento del 4 por ciento. En el resto de bloques se encontraron compradores, porque eran interesantes para mucha gente y en un momento que fue malo para el mercado, porque se produjo una caída de 10 por ciento. Que tú veas que una compañía negocia solo 2.000 acciones al día es irrelevante para el grado de liquidez que tengas en tu cartera. Nosotros siempre estamos invertidos al 99 por ciento. Nos gustaría estar invirtiendo al 140 por ciento, porque tenemos más oportunidades que dinero. ¿Qué haces cuando estás invertido al 99 por ciento y ves una oportunidad que es mejor que lo que tienes en cartera? Pues vendes algo que ya tienes. No pagas impuestos y no tienes costes.

La bolsa te da la oportunidad de comprar empresas mucho más baratas que al precio al que venderían sus dueños, ¿el interés siempre está en las empresas familiares, que son entre el 70-80 por ciento de lo que compra?

Sí, claro. Y más después de lo que nos ha pasado en Arytza. Tienen algo que el resto no tienen. Hay un alineamiento del interés, y cuando no hay dueño hay mucho gestor que vela por intereses propios y no los del accionista.

¿En el mundo hay tantos negocios con ventas competitivas como el de los ascensores, sin competencia y que generan clientes fijos durante décadas?

Haberlos los hay. El problema es que suelen estar caros porque suelen ser buenos negocios y la gente no es tonta. El problema es acceder a ellos a un precio razonable.

Con la facilidad de acceso a la información que ha generado Internet, ¿cree que es más difícil encontrar valor que cuando empezó?

No, porque es un problema de naturaleza humana. Para invertir bien no necesitas tener un coeficiente intelectual alto, pero sí necesitas unas características personales que te permitan ir contra el mercado. Cuando nosotros compramos compañías que caen un 70 o un 80 por ciento, las personas se cuestionan la existencia de las compañías. Tienes que conocer muy bien lo que están haciendo y superar barreras mentales de mucha gente para ir tan a la contra, y eso no es nada fácil. Hace unos años, en una entrevista que nos hacían en el *Financial Times*, me preguntaban por AngloAmerican, una de las grandes empresas de materias primas que había caído de 2.500 a 250 peniques y donde la valoración era completamente absurda. Y en la primera pregunta, el tipo que estaba a mi lado (se puede ver en vídeo en Youtube) pone verde al CEO. Y yo me preguntaba qué culpa tendría de que el precio de todas las materias primas hubiera colapsado.

¿Por qué ha perdido prestigio la gestión activa frente a la pasiva, con 7,4 billones ya en esta piscina, en un momento de final de ciclo que favorece a la gestión activa?

Eso es demasiado sofisticado: pensar que el final de ciclo es malo para los gestores *value* y luego empieza a ser muy bueno. A los que nos ha pasado lo vemos muy claro, pero transmitirlo no es fácil. Cobrar mucho por un fondo índice no es sostenible.

Como profeta del 'value', ¿cree que este estilo de inversión ha alcanzado su cuota de mercado potencial en España?

Creo que no. Hay mucha gente nueva, pero con cuotas pequeñas. Es muy difícil saber cuál es la cuota que se debería alcanzar en un país



"INVERTIR BIEN ES SUPERAR LAS BARRERAS MENTALES DE LA GENTE PARA IR CONTRA EL MERCADO"

"ESTAMOS INVERTIDOS AL 99% Y NOS GUSTARÍA ESTARLO AL 140 PORQUE TENEMOS MÁS IDEAS QUE DINERO"

"CUANDO NO HAY UN DUEÑO HAY MUCHO GESTOR QUE VELA POR SU INTERÉS PROPIO Y NO EL DEL ACCIONISTA"

como España, en el que el sector bancario domina la distribución. Por definición es un sector en el que tienes que explicar a la red cosas que son difíciles, y tienes que aguantar momentos malos de mercado que son difíciles de tolerar.

Históricamente, han invertido en 500 compañías y, de ellas, en 50 han perdido toda la inversión. ¿Esta es la regla y que nunca sean posiciones estratégicas del fondo?

Es la regla. Hemos llegado a tener posiciones del 3 por ciento o 4 por ciento en las que hemos

llegado a perder toda la posición. El mayor error que hemos tenido en Arytza es tener un peso demasiado alto. No ha habido error en el análisis de negocio. Sí ha sido un error en el análisis de los gestores.

¿Cómo va a acabar la situación en la compañía suiza, con un 6,3 por ciento de la cartera en la última comunicación de la cartera del fondo? Hemos visto a un Paramés convertido en un activista.

Es la quinta vez que lo hemos sido. Cuando nos atacan nos defendemos. Yo estuve en Suiza en la junta, pero también estuve en la opa de Fasa Renault en Valladolid a finales de los años noventa diciendo que la opa era un cachondeo de precio, y al final subieron la oferta un 20 por ciento. Las cinco veces que hemos sido activistas ha sido frente a ejecutivos que no velaban por los intereses de los accionistas: Renault, compañía pública sin dueño real; Citroën, que era una empresa más o menos privada; Endesa, para qué hablar; Ciba, donde no había accionista y el presidente era quien mandaba; y Arytza.

¿Se ha enharinado con Arytza y se puede pensar que el activismo ha sido para ponerse la venda antes de la herida?

No, porque la ampliación de capital es excesiva. Los fundamentales del negocio siguen siendo muy buenos, y ya veremos cómo acaba, porque está pasando un momento complicado por la materias primas. Su historia no ha finalizado. Sigue siendo el líder mundial en panadería congelada, en un sector de crecimiento. No ha habido un error de análisis claro, como hubo

en Escada, o como pudo haber en alguno de los negocios en los que hemos perdido todo el dinero. Hemos acudido a la ampliación de capital y seguimos siendo el principal accionista.

¿El interés es coger los mandos?

No puedo comentar con más detalle. Una ampliación un poco más pequeña y una venta de activos para los que había compradores habrían ayudado a bajar el endeudamiento. Creo que se puede recuperar bastante. Solo Arytza nos ha costado un 12 por ciento de rentabilidad. No quiero dar cifras, porque nunca damos valoraciones, pero, si no todo, podemos recuperar más de la mitad.

¿El pinchazo de Renault -4 por ciento de la cartera internacional- es una oportunidad para comprar más acciones?

Sí, claramente es una oportunidad. Tenemos una valoración sustancialmente más alta de la que reconoce el mercado en estos momentos. Hemos construido la posición este año. En el peor escenario, que es que se rompa la fusión, la compañía vale más. Y si hay fusión con Nissan, vale significativamente más.

¿Qué importa que ya no se encuentre el jinete Ghosn, esté solo el caballo, que además se haya caído como se ha caído?

Han pasado de un 30 a un 70 por ciento de integración de plataformas. Están segmentado el negocio, los frenos los hace Nissan, las suspensiones las hace Renault. Lo que no sabemos es si lo que ha ocurrido con Ghosn es una jugada de los japoneses para parar o frenar la fusión. En cualquier escenario lo que está claro es que la compañía está totalmente gratis. Es un buen negocio, que no es el mejor del mundo, pero está mejorando y que tiene una exposición al crecimiento global.

Les encantan los barcos con sus posiciones en el sector naviero -Teekay e International Seaways-. ¿No les preocupa el cambio de los motores por las emisiones de azufre, que pueden costar más de cinco millones de euros por barco?

Aunque mi padre era ingeniero naval, los barcos no me gustan. Lo que sí que me gusta es que cuando sucedan los cambios de motores provocará que haya menos barcos navegables y menos millas navegables. Se producirán tensiones de oferta y demanda en un año o dos en el mercado cuando a principios de 2020 empiece la nueva reglamentación. Al final lo que ocurre es que los barcos viejos tienen dos opciones: o comprar combustible más caro o ponerle filtros para el azufre. Lo normal es que algunos barcos viejos se manden achatarrar.

¿Cree que hay otros gestores 'value' que han copiado esta idea?

No lo sé. Sé que alguno tiene, pero la causa efecto no sé cual es. Vimos los barcos por una razón muy sencilla. Estábamos analizando las materias primas en el año 2016, pero el dinero fácil estaba hecho. Nos dimos cuenta de que el sector marítimo y el de fertilizantes (hemos tenido Israel Chemicals, que ya la hemos vendido) nos daban mejor binomio rentabilidad/riesgo, y nos llegamos a atrever a invertir más del 20 por ciento de la cartera. El movimiento natural es que suban nuestras acciones de barcos y moverlos a otros títulos más interesantes.

www.elEconomista.es/Mercados y Cotizaciones y Ecotrader

I JORNADA DE LA GESTIÓN ACTIVA DE elEconomistaCrece.
myinvestor **BME X**

>>> Viene de la página anterior

¿Y dónde están los próximos sectores estresados para empezar a pescar?

En Europa vemos muchas compañías con caídas de más del 50 por ciento. Tengo en la cabeza diez o doce nombres. En Reino Unido menos (10/12 por ciento de la cartera).

Una parte importante de la cartera son compañías coreanas con cajas que valen más que la compañía en bolsa pero que luego no acaban recuperándose en bolsa

Son el paradigma de la paciencia que hay que tener. Nos pasa como en el año 1998 en el que también teníamos el 10 por ciento de la cartera en Asia. Son compañías familiares, tienen unas cajas enormes y con una tendencia muy clara de que el gobierno corporativo de las compañías mejorará.

En el fondo de bolsa española llama la atención que Telefónica pueda ser un valor 'value'.

Hace veinte años estaba entre 10 y 15 euros, y hoy está a 7 euros. Es un buen punto de partida. No ha hecho nada. Es una compañía comodín. No es una acción en la que uno se quedaría para irse a una isla desierta. Cuando no encuentras cosas interesantes, la aprovechas. Ahora la posición la hemos reducido sustancialmente porque se ha comportado razonablemente, y hay muchas compañías como Prosegur Cash que se han comportado muy mal y son más interesantes.

Hay una cifra en Telefónica que son los 6,66 euros -el dividendo de la bestia- porque renta el 6 por ciento.

Si el dividendo se mantiene. Telefónica es una compañía complicada, con una deuda razonablemente alta.

En Técnicas Reunidas están convencidos de que va a recuperar márgenes del 4 por ciento... pero no los vemos por ningún lado.

Es que si no diríamos que ya han recuperado los márgenes del 4 por ciento. No tengo la bola de cristal de cuándo lo va a hacer. Simplificando mucho, en tres ocasiones hemos comprado a 20 y hemos vendido a 40, y lo queremos hacer una cuarta vez. Es una compañía estúpida, con una reputación extraordinaria, con alguna debilidad que esperamos que resuelva, pero con una capacidad de conseguir contratos enorme. Nos pareció extraordinaria la decisión que tomaron hace una año, en noviembre, cuando decidieron mantener a todos los ingenieros aunque se les cayeron dos contratos por razones ajenas a su voluntad.

Normalmente compran cuando pierde contratos y venden cuando los gana. Sin embargo, ahora que recupera contratos está cayendo. ¿Han comprado más?

Es la mayor posición en el fondo Iberia -8,6 por ciento-, y de hecho hacemos algo de trading con ella porque cuando las compañías suben el 20 por ciento, suben porque cambia la percepción, no la realidad, y lo mismo sucede cuando bajan. No voy a decir lo que hemos hecho, pero siempre aprovechamos esas oportunidades porque no nos cuesta una neurona.

Elecnor es una compañía poco seguida por las firmas de inversión en el mercado español, con muchas transferencias de Telefónica, con un plan muy ambicioso de inversión, en la que confía mucho...



Cobas Iberia	c o b a s asset management
RENTABILIDAD 2018 (%)	-12,15
COMISIÓN DE GESTIÓN (%)	1,75
ESTRELLAS MORNINGSTAR	★★★★★
PRINCIPALES POSICIONES	Técnicas Reunidas, Elecnor y Atalaya Mining
Fuente: Morningstar y Cobas AM.	

"EN ARYTZA, SI NO TODO, RECUPERAREMOS LA MITAD DE LA INVERSIÓN QUE NOS HA COSTADO 12 PUNTOS DE RENTABILIDAD"

"HEMOS REDUCIDO LA POSICIÓN EN TELEFÓNICA Y HAY COMPAÑÍAS MÁS INTERESANTES COMO PROSEGUR CASH"

"DIA HA SIDO EL ERROR ESTRATÉGICO EN ESPAÑA, LA GRACIA NOS HA COSTADO EURO Y POCO POR ACCIÓN"

Es una clara infravaloración. Está claro que los activos valen más y la capacidad de generación de valor es mayor. Llevamos 20 años siendo accionistas o más. En 2006-2007 vendimos cuando se desmadró la cotización y, cuando volvió a caer a un precio razonable, volvimos a entrar. Nuestra valoración es mucho más alta de la cotización actual. Cuando tenemos un 7 u 8 por ciento de nuestra cartera en Elecnor está claro que pensamos que los activos valen mucho más.

Todos sabemos cómo se encuentra el negocio de la prensa, que camina hacia el umbral mínimo de la existencia defendiendo el prestigio

Cobas Internacional	c o b a s asset management
RENTABILIDAD 2018 (%)	-23,57
COMISIÓN DE GESTIÓN (%)	1,75
ESTRELLAS MORNINGSTAR	★★★★★
PRINCIPALES POSICIONES	Arytza, Teekay LNG y Teekay Corp.
Fuente: Morningstar y Cobas AM.	

del papel, pero cuesta ver valor en Vocento aunque tenga las cabeceras más fuertes del País Vasco y sea absoluto dominante en ese mercado.

Es cierto lo de la prensa. Lo hemos sufrido en nuestras carnes, pero la realidad es que la prensa local está aguantando muy bien el temporal del cambio tecnológico y hay otros activos que tienen su valor. La compañía genera un flujo de caja que permite reducir deuda a la compañía.

¿En las proyecciones que hacen el muro de pago va a compensar las pérdidas que genera la caída del papel?

Es complicado porque no lo sé yo y no lo sabe nadie. En una compañía como ésta, en la que la publicidad local resiste tan bien y donde el equipo ha hecho un trabajo muy bueno, con un ebitda igual que el de hace seis años cuando le ha caído la publicidad un 35 por ciento, llegará un momento en el que el papel alcanzará su tamaño real, porque tiene su utilidad. Tendrá caídas de la publicidad del 70 por ciento, pero quedará publicidad, que se complementará con la parte digital y la televisión.

Al igual que Vocento les gusta por las cabeceras del País Vasco, otra de sus preferencias es Euskaltel, un compañía cablera. Lo que ocurre es que no ofrece crecimiento.

Las compañías cableras son generadoras de caja, con yields del 10 por ciento. Es cierto que no pueden crecer. No incrementamos la posición, en torno al 4 por ciento.

¿Por qué entraron en Dia? ¿Es uno de esos valores en los que pueden llegar a perder toda la posición?

Ha sido una pena, y el error que hemos tenido

Cobas Selección	c o b a s asset management
RENTABILIDAD 2018 (%)	-22,24
COMISIÓN DE GESTIÓN (%)	1,75
ESTRELLAS MORNINGSTAR	★★★★★
PRINCIPALES POSICIONES	Arytza, Teekay LNG y Teekay Corp.
Fuente: Morningstar y Cobas AM.	

en España. Ha sido triste porque lo veíamos venir. Llevábamos años esperando el colapso de Dia, la insostenibilidad de la compañía. Toda la caída de la acción, de 6 euros a 2 euros, la hemos vivido sin ningún interés. Ya a dos y pico euros compramos algunas acciones, porque pensamos que tiene algunos activos muy buenos, sobre todo las tiendas de conveniencia en donde tienen un proyecto muy interesante. Pensábamos que ya habían limpiado lo que había de malo en el negocio y faltaba todavía un último susto. Entramos dos meses antes del momento correcto y nos ha costado euro y pico la gracia. Ahora seguimos teniendo acciones, pero es otra inversión.

¿Por qué entrar en Dia cuando se llegó a ver que una cuarta parte del capital de la compañía estaba tomado por bajistas?

Éramos conscientes de que la compañía no estaba haciendo las cosas bien y que, desde el punto de vista contable, iban a necesitar hacer provisiones extraordinarias. Lo que pensábamos es que toda la limpia contable a dos euros por acción ya estaba recogida en el precio.

¿Si hay ampliación de capital, Cobas acudiría a la misma?

Depende. Hay que ver el plan, pero lo miraremos con mucho interés.

¿Tienen la sensación que los gestores de Duro Felguera tuvieron la intención de aprovechar su entrada y la de Abelló para relanzar la compañía?

Cuando hicieron la ampliación de capital no reflejaron la situación patrimonial de la compañía. Tiene activos interesantes y mantene-mos las acciones.

Los 'números' deben primar sobre la ISR

La inversión socialmente responsable (ISR) está de moda y cada vez más inversores demandan compañías que acrediten buenas prácticas. Sin embargo, en opinión de algunos de los últimos actores 'value' en llegar al mercado español, representados por True Value, Equam, Valentum y Kau Markets, la ISR no es algo que deba determinar la inversión en una compañía

POR CRISTINA GARCÍA

La ISR o inversión socialmente responsable está de moda. Se observa, por ejemplo, en el boom de fondos de inversión que han nacido con esta temática este año o en el creciente interés de las compañías por recibir el sello que acredite sus buenas prácticas. Aspecto que cada vez valoran más los inversores institucionales y también los *millennials* (la generación que va de 1981 a 1993). No es el caso, sin embargo, de algunas de las últimas gestoras *value* en llegar al mercado español.

Alejandro Estebanz, asesor de True Value, reconoce que, ahora mismo, no mira "casi nada" este tipo de criterios. "Si es un negocio legal en el país en el que cotiza es suficiente", apunta. Considera que no es bueno mezclar ética con negocios y la razón la ilustra con una anécdota: "Se ha puesto de moda la desplastificación, que es eliminar los plásticos de la sociedad. Si investigas a fondo la industria", dice, "descubres que existen botellas de cartón que están bien vistas porque son biodegradables. Sin embargo, por dentro van recubiertas por una película de plástico y es más difícil reciclar plástico mezclado con cartón -casi imposible- que sólo cartón o sólo plástico. Pero ese envase ya cumple con la ley y socialmente está bien visto".

Su opinión no es aislada. José Antonio

Larraz, socio fundador de Equam Capital, estima que "la responsabilidad social que tiene cualquier compañía es maximizar el retorno a sus accionistas". Matiza que no es que en Equam no tengan en cuenta criterios de responsabilidad social corporativa o que no les preocupe el medio ambiente, sino que, en su opinión, "lo que tienen que hacer las compañías es crear riqueza para la sociedad".

En Valentum tampoco se fijan en aspectos medioambientales a la hora de seleccionar en qué invierten. "Tenemos una petrolera y probablemente a alguien no le guste", reconoce Jesús Domínguez, gestor de esta casa, pero sí analizan el gobierno corporativo. José Iván García, CIO de Kau Markets y asesor de *Fonvalcem*, tampoco criba valores en función de criterios que no sean financieros.

No es la única *moda* que esquivan estos gestores, también prefieren mantenerse alejados de las compañías ligadas a la marihuana, que han vivido notables subidas en bolsa después de que Canadá haya legalizado su consumo para uso recreativo. Una de las razones por la que lo hacen es por el riesgo regulatorio, alega Domínguez, de Valentum: "Por mucho que se empiece a legislar sigue existiendo un riesgo regulatorio bestial, de que lo legalicen y lo vuelvan a ilegalizar". Estebanz, de True Value, coincide: "Vimos una empresa que cotizaba por 10.000 millones

de dólares, con ventas trimestrales de 10 millones, que perdía 18 millones. Épico. Estaba cotizando a 300-400 veces ventas, como ocurría en la época de la burbuja *puntocom*".

Pequeñas empresas y cíclicas

Estos gestores encuentran atractivo, por el contrario, en el universo de las *small caps* y en los valores cíclicos. "Las grandes oportunidades están en las pequeñas empresas", opinan en Valentum. "Y es probable que también empiecen a estar en las cíclicas", añade. No sabe si en ellas deberían incluirse los *autos*, dice, "porque son compañías muy complicadas, muchas veces son trampas de valor. Debes venderlas cuando están baratas y comprarlas cuando están caras".

Estebanz también detecta oportunidad en las cíclicas: "Normalizas el ciclo y, aunque los beneficios caigan ente un 30 y un 40 por ciento respecto a la media histórica a la que han cotizado, siguen estando con muchísimo descuento. La narrativa del mercado es que en 2019 habrá una recesión, pero la gente no la compra", opina. Mientras, José Iván García, de Kau Markets, apunta a la tecnología, la misma que ha golpeado a Wall Street, y reconoce que es curioso porque "en los últimos años mucho *value* ha denostado la parte tecnológica". En Equam, por su parte, prefieren no hablar de sectores: "Vamos donde

hay más pesimismo", declara Larraz. "Por ejemplo, cuando hay *Brexit* vamos a Reino Unido y cuando llega la inestabilidad política en Italia acudimos allí. Generalmente funciona porque cuando reina el pesimismo, la gente se asusta, vende y caen las cotizaciones. Y no es porque las empresas valgan menos, que a veces sí, simplemente es porque se produce un flujo de salida más fuerte que el de entrada", describe.

Abuso de la etiqueta 'value'

Al margen de su visión de mercado, la que manejan de la industria de inversión colectiva y, en concreto, del *value*, tan de moda últimamente, es que están convencidos de que el contexto actual es el idóneo para aplicar esta filosofía de inversión con más de 100 años a sus espaldas. "Si uno mira la dispersión de valoraciones del quintil más caro del mercado y el más barato, que es una forma de ver cuánto de favorable es el momento para practicar *value*, estamos en una de las mayores dispersiones desde el año 1999-2000, que fue una época histórica para hacerlo", expresa Estebanz. Desde Equam lanzan, no obstante, una advertencia respecto al auge del *value*: "Ahora todo el mundo dice que lo hace, pero una cosa es decirlo y otra es hacerlo. Creo que el término está siendo manoseado", sentencia Larraz.



José Iván García, CIO de Kau Markets.



Alejandro Estebanz, asesor de True Value.



Jesús Domínguez, gestor de Valentum.



José A. Larraz, socio fundador de Equam.

Fonvalcem B ANDBANK /	
RENTABILIDAD 2018 (%)	-23,24
COMISIÓN DE GESTIÓN (%)	1,5
ESTRELLAS MORNINGSTAR	★ ★ ★ ★ ★
PRINCIPALES POSICIONES	Devoteam, Burelle y Safran
Fuente: Morningstar.	

True Value renta4	
RENTABILIDAD 2018 (%)	-12,81
COMISIÓN DE GESTIÓN (%)	1,35
ESTRELLAS MORNINGSTAR	★ ★ ★ ★ ★
PRINCIPALES POSICIONES	Goeasy, MTY Food Group y Premium Brands Holding
Fuente: Morningstar.	

Valentum VALENTUM / M	
RENTABILIDAD 2018 (%)	-4,22
COMISIÓN DE GESTIÓN (%)	1,35
ESTRELLAS MORNINGSTAR	★ ★ ★ ★ ★
PRINCIPALES POSICIONES	Global Dominion, Flow Traders e International Petroleum
Fuente: Morningstar.	

Iconometric Equam Global Value A EQUAM /	
RENTABILIDAD 2018 (%)	-15,1
COMISIÓN DE GESTIÓN (%)	1,0
ESTRELLAS MORNINGSTAR	★ ★ ★ ★ ★
PRINCIPALES POSICIONES	MITIE Group, Euronav y Parques Reunidos
Fuente: Morningstar.	