



# El analista debe convertir la información en conocimiento y recomendación ”

---

Dos intensas décadas dedicadas a los mercados financieros no han hecho mella en el entusiasmo con el que en 1994 se aventuró a estudiar en profundidad los mecanismos de la Bolsa. La introducción de los sistemas de contratación electrónica, la llegada del euro, la caída de Lehman, la reestructuración del sistema bancario español... Acontecimientos que han dejado un panorama muy diferente al que encontró en sus comienzos pero que conoce tan bien como entonces por haberlos vivido en primera línea de fuego. Razones no le faltan para decir que en esto de los mercados para llegar a cuatro el camino no es siempre dos más dos.

# Ricardo Murillo,

Director Financiero  
y de Mercados del  
**Grupo Banco Caminos**



Grupo Banco Caminos



Ver web





José Manuel Del Puerto

ELBOLETIN.COM

**Y** han pasado veinte años desde que presentó su primer trabajo en profundidad sobre los mercados de renta variable. ¿Ha cambiado mucho en este tiempo la forma en que analistas e inversores se enfrentan a ellos?

Ciertamente, el panorama actual es muy diferente del de entonces. La introducción de la tecnología en los mercados de valores supuso un verdadero *big bang*: pasar del mercado de corros al mercado electrónico. Un salto que se tradujo en mayor acceso a los valores, más liquidez y transparencia. En definitiva, en mayores facilidades para el intercambio de valores, que es lo que deben favorecer los mercados. Antes sólo las grandes entidades tenían acceso directo a estos sistemas, ahora cualquier cliente de cualquier casa puede hacerlo desde su portal. Incluso, desde su teléfono móvil y en tiempo real **se puede contratar** un valor en apenas diez segundos.

Otra gran revolución fue la entrada del euro. La moneda común hizo posible la creación del EuroStoxx 50, un índice que permitió empezar a mirar al exterior. Fue el primer gran paso para la apertura de las fronteras a la inversión, que hoy prácticamente no existen al hablar de países OCDE y en vías de desarrollo. La gestión se ha abierto completamente.

**Además, los productos que se ofrecen son cada vez más variados y no dejan de crecer en popularidad...**

En efecto, las plataformas de negociación permiten el acceso a un abanico cada vez más amplio de productos. Si no es directamente, sí es posible invertir en ciertos sectores o activos a través de los ETF. Este mecanismo, cada vez más popular, permite invertir de forma global en sectores, áreas geográficas o productos sintéticos que de otro modo no serían accesibles para cualquier tipo de inversor.

Estos fondos cotizados han llegado desde el mundo anglosajón, más avanzado en cuestiones financieras. Los ahorros de sus ciudadanos se destinan un 70% a mercados financieros frente a un 30% de inversión inmobiliaria. Un escenario inverso al español y tal vez por eso son referentes en cómo deben hacerse las cosas para que funcionen bien en materia de productos financieros.

**Todos estos cambios, ¿en qué se traducen para un analista, como es tu caso?**

Lo primero es que exigen mucho más conocimiento de los mercados y de las características de cada producto. Es cada vez más complicado poder desconectar, porque decir por qué sube o baja un activo no es difícil, lo complicado está en comprender estos motivos, es decir, que la información pase a ser conocimiento y así poder tener un criterio de inversión. Por ejemplo, se trata de determinar si un valor está caro o barato y saber cuándo es el momento de comprar y de vender.

En definitiva, la clave para obtener mejores rendimientos de una cartera no es otra que comprender qué subyace detrás de cada subida y bajada del mercado. Las ineficiencias del mercado son bastante menores a las existentes cuando yo presenté mi primer estudio, pero las hay. Aunque son muy determinadas, ocurren y la tarea del analista es detectarlas para reducir riesgos y conseguir una mayor rentabilidad. En Bolsa, para llegar a cuatro el mejor camino no es siempre dos más dos, sino cinco menos uno o tres más uno.

**Con los tipos de interés casi a cero y el temor a la deflación, ¿aún hay margen de rentabilidad?**

El pasado otoño supuso un antes y un después. De mirar únicamente hacia Alemania y EEUU, por mo-

## Banco Caminos. Cifras primer semestre 2014 (Miles €)



### Patrimonio gestionado aproximado

(\*) se integra ya en el segundo semestre 2014



tivos muy distintos, se ha pasado a ponderar cada vez más Bolsa española frente a extranjera. Así lo hemos hecho en Banco Caminos, entidad en la que he desarrollado mi carrera en los últimos once años. También nos lanzamos a abrir posiciones con vistas al medio plazo en el dólar, para aprovechar la diferencia de velocidad de la recuperación económica frente a Europa.

Nos vamos a una dinámica muy parecida a la vida en EEUU, que al menos se mantendrá por dos años. Un escenario desconocido para el inversor común, que además no está habituado a comparar el rendimiento de su cartera con la inflación. Junto con la relativa pérdida de atractivo de las alternativas tradicionales de ahorro, se percibe un retroceso en la aversión al riesgo en renta variable arropado por la recuperación de precios, aún a pesar de que el año 2008 sigue estando aún muy cercano. Así se entiende que clientes de renta fija tradicional se vayan pasando, poco a poco, a posiciones conservadoras en renta variable, que ahora ofrecen un mayor potencial.

Otra de nuestras áreas actuales de inversión es

el Sureste Asiático, cuyas Bolsas han quedado rezagadas con respecto a las occidentales. Y, además, con descuento por no ser de este grupo. Por ratio PER están mucho más baratas y cuentan con mayores perspectivas de revalorización que las europeas en general.

### En esta coyuntura convulsa, ¿se dejan asesorar los clientes en general y en particular los de Banco Caminos?

En **Banco Caminos** tenemos una filosofía: conocer al cliente de una forma natural. Si bien nuestra relación se formaliza a través de la documentación pertinente, todo nuestro negocio está enfocado hacia el cliente, no hacia el producto. Además, nuestro cliente tipo tiene un alto conocimiento financiero y le gusta tomar sus propias decisiones de inversión. Sin embargo, en estos años de crisis son cada vez más los que han preferido confiar la gestión de su cartera a nuestros expertos, por el valor añadido que encuentran en nuestro análisis y selección de valores.



Nuestro cliente tipo tiene un alto conocimiento financiero y le gusta tomar sus propias decisiones de inversión. Sin embargo, en estos años de crisis son cada vez más los que han preferido confiar la gestión de su cartera a nuestros expertos, por el valor añadido que encuentran en nuestro análisis y selección de valores. ”

### ¿Y su comportamiento es siempre el mismo?

Cuando las Bolsas suben, el cliente está tranquilo. Las llamadas suelen llegar cuando hay una bajada. Ahí es cuando hay que demostrar que tenemos un criterio inversor claro y, por tanto, que podemos emitir una recomendación. Nuestro primer objetivo es ayudar a nuestros clientes a que por sí mismos tengan un mejor conocimiento de los mercados de valores, como se refleja en los muchos materiales y herramientas disponibles en la web de nuestra entidad. Una web detrás de la que hay un gran equipo de profesionales que no asesora sobre un producto a colocar, sino que asesora a un cliente en función de sus propias circunstancias personales, financieras, fiscales... Las decisiones de inversión son, así, individualizadas e intransferibles.

### Una vez se coloca al cliente por delante, ¿qué papel le corresponde al analista?

El analista debe convertir la información existente sobre un mercado, una compañía o un activo concreto en conocimiento que permite desarrollar toda una propuesta de inversión: dónde invertir, cuándo invertir y con qué invertir. El qué, te lo da el análisis fundamental; el cuándo, te lo da el análisis técnico; y al cómo, se llega en función de las características fiscales, de liquidez y demás del producto.

Los fundamentales por los que se determina la entrada en un activo específico pueden variar a lo largo del tiempo, por lo que hay que entender que siempre los analistas emiten consejos y previsiones racionales en un momento concreto. A veces se juntan tres o cuatro variables que modifican la coyuntura y ocasionan la tormenta perfecta. Sin embargo, lo importante es trasladar al cliente por qué, en tu opinión de experto, es momento conveniente de comprar o vender, aún contra la tendencia de fondo del mercado.

En definitiva, nuestra tarea es gestionar y asesorar lo mejor posible, prestando especial atención a las características de cada cliente, al que sometemos a una especie de test de estrés, ya que la sensibilidad a perder siempre es el doble a la de ganar la misma cantidad. Procuramos que la rentabilidad finalmente obtenida no sea muy dispar a lo inicialmente proyectado, para ello realizamos un análisis *top-down* de las distintas regiones geográficas y sectores para después evaluar el tipo de producto más eficiente en cada caso gracias al *asset allocation*. En ocasiones, por cuestiones fiscales o de accesibilidad es más conveniente un tipo de estructura de cartera que otra para cada cliente.

### ¿Ha conseguido crecer Banco Caminos siguiendo un modelo tan distinto al de la banca comercial?



Ya antes de la crisis, Banco Caminos crecía a doble dígito, pero a un ritmo inferior al de otras muchas entidades. Sin embargo, la excelente gestión de riesgos del grupo ha permitido obtener unos altos ratios de liquidez y solvencia a la par que aumentar cifras operativas, mantener el nivel de atención al público, incrementar la plantilla y hasta realizar ciertas adquisiciones. El cliente ha depositado su confianza en nosotros incluso en tiempos en que esta cualidad escaseaba.

Es común que los clientes opten por operar directamente una parte de sus carteras y delegar a los profesionales de la entidad otra para acceder a productos más sofisticados o mercados a los que es difícil acceder o son menos familiares tales como Asia, fondos internacionales, materias primas o fondos de autor. No obstante, en el transcurso del tiempo, suelen delegar a Gefonsa -sociedad de valores de Banco Caminos- la parte que ellos mantenían.

### **Echando la vista algo más hacia atrás, ¿cómo ha sido la evolución de la entidad?**

Banco Caminos surgió como sociedad cooperativa de crédito hace 35 años con la finalidad de ayudar y resolver las necesidades financieras de los ingenieros de caminos. Parte de ellos ya ejercía laboralmente

como autónomos cuando esta situación resultaba poco frecuente y para su actividad requerían de algunos productos financieros que no se ofertaban con la especialización y la fluidez que precisaban.

Esta cooperativa, formada por el actual presidente Clemente Solé, junto con el apoyo de otros socios, fue creciendo para dar servicio a los familiares y personas de contacto más directo de los ingenieros. Siempre atendiendo a las necesidades y sugerencias del cliente, porque si él gana, probablemente irá también en beneficio de la entidad. Así se configuró el actual Banco Caminos como sociedad de crédito. Luego se le sumaron una gestora de fondos de inversión y Sicav, una gestora de planes de pensiones, un operador de banca y seguros y la sociedad de valores Gefonsa, en la que yo he desarrollado buena parte de mi carrera profesional.

Como resultado de este progresivo crecimiento, fiel a la misma esencia que en sus comienzos, hemos alcanzado una cifra de activos fuera de balance superior a los 850 millones de euros sobre un volumen total de balance de 1.800 millones. Unos números que hablan de la especialización de la entidad en el mercado de valores y de una alta confianza por parte de nuestros clientes.

### **Y, entre tanto avance; ¿alguna vez ha tenido que parar los pies a un cliente?**

Alguna vez, sí. Sobre todo cuando el perfil de riesgo que dice tener parece superior al que dan a entender sus apreciaciones económicas y sus finanzas personales. Para evitar estas situaciones ponemos delante del cliente una simulación de lo que podría reportarle su cartera tanto en condiciones favorables, como en escenarios negativos. Nuestro consejo es comenzar con un pequeño porcentaje en renta variable e ir tanteando.

### **¿Pero eso no va en contra de ese mantra del “cortoplacismo” imperante en los negocios?**

Quizá pecamos de conservadores, pero preferi-



Nuestra tarea es gestionar y asesorar lo mejor posible, prestando especial atención a las características de cada cliente, al que sometemos a una especie de test de estrés, ya que la sensibilidad a perder siempre es el doble a la de ganar la misma cantidad. Procuramos que la rentabilidad finalmente obtenida no sea muy dispar a lo inicialmente proyectado



mos hacerlo así porque ese es el perfil de nuestro cliente. Además, estamos convencidos de que los inversores que han aguantado dentro del mercado durante toda esta crisis, probablemente ya lo estarán para siempre. También es tarea del analista y del gestor explicar que una tensión en el mercado es superable, siempre que el objetivo de inversión no esté centrado exclusivamente en el corto plazo.

Los cambios en la regulación también acompañan y, de nuevo inspirados en la experiencia anglosajona, apuntan hacia una mayor transparencia. Cuando yo comencé en esto de la Bolsa, los auditores de un 20% de las compañías cotizadas presentaban alguna salvedad a sus cuentas, ahora esto ocurre en apenas un 2% de los casos.

#### ¿Predica con el ejemplo en este empeño por hacer extensible a la sociedad el conocimiento financiero?

Lo intento porque creo que una parte importante del éxito profesional reside en el conocimiento y el trabajo y poco en el azar o la suerte, un factor que, como en mi caso sólo fue el detonante de mi interés por saber de finanzas. Mi relación con los mercados de valores empezó en segundo de Económicas y Empresariales en la Universidad de Salamanca. Aquel año redescubrí unas viejas acciones de Telefónica que había recibido como regalo en mi niñez. Al comprobar lo que se ha-

bían revalorizado en once años, comencé a leer sobre el tema. Cuanto más leía, más me gustaba. Así llegué hasta mi trabajo de fin de carrera: muchos viajes entre Salamanca y Madrid, fórmulas tan largas que no cabían en las antiguas hojas de cálculo informático... Muchas vicisitudes durante un año para determinar cómo batir la ineficiencia de los mercados y que el análisis técnico no es una suerte de bola de cristal.

Mi carrera profesional comenzó ya vinculado al análisis financiero. En concreto, en el año 2003 desembarqué en Gefonsa como director de análisis. Desde entonces, hasta el día de hoy en mi responsabilidad actual he buscado siempre esta filosofía de trabajo. De hecho intervengo, activa y periódicamente, en foros donde se presenta a jóvenes estudiantes la posibilidad de ser analistas financieros, así como en otros para la formación de ahorradores e inversores.

#### ¿Y qué le gustaría trasladar a la gente respecto a la labor de los analistas de mercado?

Pues algo simple. Que los analistas somos seres racionales y damos predicciones racionales basadas honestamente en nuestro saber y trabajo diarios. Generalmente no podemos prever la aparición de factores sorpresa, económicos, geopolíticos o de otro tipo, con los que nadie contaba. Ⓢ