

ENTREVISTA A ARTURO FREI Y JUAN CARLOS URETA – RENTA 4

Por Hugo Aravena, CFA, Charles Buchanan, CFA y Nicolás Álvarez, CFA

Con esta entrevista estamos continuando con la iniciativa de CFA Society Chile de entrevistar a profesionales que se desempeñan en compañías que adhieren a los valores y principios que destaca CFA Institute y CFA Society Chile. En esta ocasión tuvimos el placer de entrevistar a Juan Carlos Ureta Fundador y Presidente de Renta 4 y Arturo Frei Gerente General de Renta 4 Corredores de Bolsa en Chile. En la entrevista se cubrieron diferentes tópicos de la situación actual de la economía incluyendo las correcciones, alta inflación, políticas monetarias, sugerencias en donde invertir, criptoactivos, comisiones cero y la perspectiva de Europa sobre el proceso constituyente en Chile. La entrevista completa está disponible a través de nuestro canal de Youtube, a continuación, un resumen de los aspectos más destacados de la entrevista.

¿Qué piensan ustedes sobre criptoactivos?

El mundo blockchain y cripto para nosotros es un mundo que va a suponer una enorme revolución en los mercados financieros y mundiales de inversión. ¿Y por qué? Porque realmente lo que hace Blockchain es crear un gran registro de la propiedad digital global y lo que hace es tener la capacidad de rotar de identidad y titularidad a cualquier tipo de activo. Lo que estamos viendo es que se van a crear nuevos activos digitales y nuevos mercados. Un ejemplo puede ser la NBA, la liga de baloncesto americana donde sacó NBA Top Shot. Aquí existen activos como la jugada de Lebron James o tengo un momento de los finales, por ejemplo. Esos activos los voy a convertir en activos digitales que voy a ofrecer a un coleccionista o un aficionado a ese equipo y a eso le voy a dotar de una titularidad única. En base a eso voy a generar también eventualmente un mercado secundario porque igual él que ha comprado ese tipo de activo luego quiere venderlo.

¿Qué está ocurriendo en el mundo cripto? Como toda novedad tecnológica y todo fenómeno novedoso ha generado también una cierta burbuja, mucha especulación y mucho humo. Cuando nacen las punto-com en el año 99 y cuando vino la euforia de las punto-com había muchas compañías que no valían nada pero que como tuvieron la punto-com el mercado las catapultó a niveles muy altos y luego desaparecieron con el pinchazo de la burbuja. Pero quedaron las buenas. Quedaron las Amazon, quedaron las compañías que realmente estaban aportando un valor y eso es lo que creemos que va a pasar con el mundo cripto. La tecnología es muy potente para todos los mercados, y en particular para el mercado financiero. Por ejemplo, se pueden tokenizar activos de tipo inmobiliario. Se han sacado con Allfunds, que es una gran plataforma de inversión, el primer fondo de inmobiliario tokenizado por lo menos en Europa. Creemos mucho en esa tecnología, aun sabiendo que ha habido un poco de burbuja o bastante burbuja y que tendrá su corrección.

Con una visión como inversionista europeo, ¿cuál es tu opinión del proceso constituyente en Chile?

Nosotros en España vivimos en la década de los 70 del siglo pasado también un proceso constituyente que fue la llamada reforma política. Salíamos de una etapa larga de un sistema de dictadura de Franco y ahí se hizo una constitución y la gente también la quería como aquí en Chile. Quería una nueva constitución, quería un cambio político y se hizo y fue un éxito.

Fue un éxito porque la gente quería el cambio, pero quería también mantener y conservar lo bueno que había creado la dictadura. La clase media había prosperado gracias a buenas condiciones de vida. Estuvieron de acuerdo en formar una constitución que respetaba a la economía del mercado, la propiedad

privada, el modelo de libertad económica y eso generó una reforma política exitosa.

Que estamos viendo en Chile a veces nos inquieta porque por un lado no estamos viendo ese consenso básico de las fuerzas políticas y por otro lado estamos viendo cambios que podrían tocar esa institucionalidad que ha tenido en Chile y que ha sido la base de su prosperidad. El respeto a la economía del mercado, a la propiedad privada y a una economía libre.

Es la iniciativa privada que crea riqueza en una economía y el estado es responsable para redistribuirla y evitar desigualdades, dar servicios básicos. Entonces creo que sería muy bueno para la sociedad chilena si la gente manifieste lo que manifestó la sociedad española en su momento que quieren mejorar la estructura política, pero quieren mantener los pilares de lo que ha sido la prosperidad que ha conseguido en Chile en los últimos 30 años.

¿En los mercados bajistas mundialmente hoy en día, cuál es la visión de la casa de Renta 4 en como un inversionista podría posicionarse?

Mira, hoy en día la pregunta más importante para el asset allocation es ¿ha cambiado el modelo o no? Me explico, ha llegado el COVID-19 y dio el primer shock con toda la conmoción del COVID. De repente llegó la gran euforia de que podemos crear una economía nueva más digital, más sostenible, medioambiental y verde, y esto va a ser fenomenal. Hoy se genera una gran expectativa y esa gran expectativa es la que en los mercados del año 2021 se cotizó muy al alza. De repente en el 2022 estamos viendo que precisamente las empresas que eran los ganadores, Netflix por ejemplo, las empresas digitales tecnológicas, las empresa de hidrógeno, se están viniendo abajo. Compañías como Paypal están teniendo correcciones realmente impresionantes de un 70 a un 80 por ciento.

Entonces la pregunta es si todo esto era un espejismo generado por la gran liquidez y volvemos a la economía más tradicional. Hay economistas muy respetables como Nouriel Roubini que está diciendo que vamos a un periodo muy oscuro a la estanflación y esto va a ser muy duro y va a durar años. Nosotros creemos que el modelo de inversión y el modelo económico de fondo no ha cambiado y seguimos creyendo mucho en la economía que va a estar en una innovación para la disrupción estructural y permanente. La innovación y la disrupción en todos los sectores, agricultura por el

agrotech, seguros por el insurtech o la medicina por la telemedicina. El fenómeno de innovación permanente desde la destrucción creativa llamada de Joseph Schumpeter.

Estamos interpretando las correcciones del año 2022 como una corrección de excesos y no un cambio de modelo y esencialmente también una oportunidad de comprar aquellas compañías que nos gusta a precios muy buenos. Por ejemplo, en compañías de medios de pago como Paypal, la compañía Block que antes se llamaba Square, y Adyen en Europa. Nos parece que son compañías que van a tener un enorme protagonismo en el mundo del futuro y si las podemos comprar a un buen precio lo haremos.

No somos tan apocalíptico como Nouriel Roubini y creemos mucho que la innovación realmente va a transformar el mundo. Recuerdo en 2011 cuando también hubo una crisis medio raro en los mercados y Marc Andreessen publicó un artículo en el Wall Street Journal que se llamaba "Why Software is Eating the World". Marc Andreessen decía mira las bolsas se están derrumbando, pero yo estoy comprando Apple, estoy comprando Amazon, estoy comprando Google. Estoy comprando compañías que se van a comer el mundo porque esas compañías hacen todos. Igualmente nosotros pensamos que la innovación va a seguir y se va a comer el mundo y hay que estar ahí, hay que estar en compañías innovadoras de cualquier sector. También no queremos caer en optimismo ingenuos porque sabemos que hay correcciones que va a durar y los ajustes seguirán, pero en esa fase de ajustes aprovechamos para crear las carteras que nos gustan.

¿Qué piensan de las políticas monetarias ultra expansiva a lo último 15 años y la disyuntiva que han causado con alta inflación y un mercado donde es difícil retirar esto estimuló?

Lo que creemos es que la Fed y los bancos centrales tienen ante sí una misión casi imposible, como normalizar las condiciones monetarias sin dañar excesivamente a la economía. Es lo que se llama a veces el "soft landing" pero desde luego realmente nunca ha habido "soft landing" sino más bien "hard landing" y ahora lo que está ocurriendo es que la Fed se encuentra con una situación hoy día que es especialmente problemática porque nos encontramos con una economía enormemente endeudada con una cantidad de liquidez inyectada que llevamos casi



década y media del año 2008 de políticas monetarias expansivas en Europa, EE. UU. y Japón (vamos a dejar aparte Japón que es un caso especial) en un experimento monetario llamado quantitative easing el “QE” y ahora entramos otro experimento monetario en el quantitative tightening “QT”.

Los bancos centrales tienen que normalizar unas condiciones de economía muy endeudada con una economía que está muy subsidiada y la gente no quiere renunciar a los subsidios como la renta mínima vital [IMV en España] o algunas consideraciones asistenciales mínimas. Y estamos viendo que la Fed está lanzando mensajes muy duros “hawkish”, pero en Renta 4 tenemos muchas dudas de que la Fed sea capaz de llevar a cabo esos reconocimientos monetarios que tal y como nos está diciendo porque la economía se puede venir abajo de manera muy rápida y veamos a la economía que curiosamente conviven en una inflación muy elevada con una situación de desaceleración también rapidísima. Como hemos visto en el primer semestre del año el PIB americano ha caído 0.4% y lo que supone pasar de una economía que se estaba sobrecalentando es qué te pasa a la economía que mantiene altos niveles de inflación y a la vez empieza a desacelerarse de manera rápida. En el caso de China hay algunos analistas que opinan que este segundo trimestre podría tener crecimiento negativo. Hay que considerar cosas extraordinarias como el confinamiento en Shanghái, pero es preocupante que una economía que pasa de crecer por dos dígitos durante muchos años exhibiendo crecimiento negativo.

A nuestro modo de ver va a ser una normalización monetaria diferente a las anteriores y en nuestra opinión limitada. Dicho de otra manera, nuestra convicción es que cuando la Fed se enfrente y creemos que se va a enfrentar al dilema de inflación o recesión, la Fed va a optar por la inflación. Podemos equivocarnos, pero lo vemos así de claro porque realmente la Fed puede ser independiente de los gobiernos, pero no es independiente de la opinión pública.

¿Y qué rol juega la estabilidad del mercado financiero en todo eso?

Los mercados evidentemente están respondiendo por estas caídas. El mercado de repente ha enfrentado el endurecimiento monetario que nos hacen dar también

a una situación de inflación al alza y crecimiento a la baja y se han enfrentado otra cosa que es muy importante, los desajustes muy grandes de mercados básicos. Lo hemos visto en el mercado de materias primas, de repente hace falta materias primas para la sociedad digital. Hace falta más cobre, hace falta más litios y no hay capacidad de producción en el corto plazo. Hemos visto al mercado de chips que no hay suficiente. Hay una mayor demanda de chips por la sociedad digital.

Y esta inflación es muy compleja porque tiene un componente de inflación de demanda, pero también tiene inflación de oferta porque no hay los productos necesaria para la nueva sociedad digital más verde y medioambiental. La fabricación de coches se para porque no llegan los chips necesarios y en EE. UU. con que lo que más hace sube el IPC en 2021 eran los coches de segunda mano.

La Fed se enfrenta a una situación muy compleja porque está teniendo que normalizar una economía muy endeudada desde un nivel de inflación muy altos con unos tipos de interés absurda y artificialmente bajos. En mi opinión particular la Fed y los bancos centrales van a operar como operamos todos cuando enfrentamos algo que no nos es conocido, prueba de ensayo y error. Voy a mantener un lenguaje duro porque tengo que anclar las expectativas de inflación y no puedo decirle a la gente que no voy a combatir la inflación, y voy a ver qué pasa y voy a ir corrigiendo. Tengo mucho respeto por los bancos centrales, pero se han equivocado cuando minusvaloraron la inflación el verano pasado y se pueden volver a equivocar y sería el segundo error de la Fed si sobrevalora la fortaleza de la economía.

¿Qué piensan ustedes sobre el modelo de negocios de cero comisiones como lo de Robinhood?

Yo he estado en esta industria [de corredora] por más de tres décadas y las comisiones siempre han ido a la baja. Es un mercado muy competitivo en el que entran siempre nuevos competidores y la nueva tecnología también ha generado una capacidad de manejo de las operaciones con costes menores y por lo tanto las comisiones siempre han ido a la baja. Realmente el elefante en la habitación del sector se llama comisiones ceros primero en el trading y ahora ha empezado también en el asesoramiento y gestión, me refiero a



toda la llamada la inversión pasiva “passive Investment”.

El caso de Robinhood es muy emblemático porque demuestra que nunca hay comisión cero. Al final una empresa sino te lo cobra un lado te lo cobra por otro o si no te da un pésimo producto. Yo recuerdo en Europa la Isla de Malta ofrecían comisión cero y luego algunos clientes se encontraron con grandes incidencias en la ejecución y luego nadie respondía. No había nadie al otro lado del teléfono para responder por un error o una incidencia y a veces a ese cliente le costaba mucho más dinero que lo que había dejado de pagar de comisión.

Robinhood vivía de dos formas de ganar dinero. Una de ellas era cuando los tipos de interés cuando estaba en positivo para no gastar el dinero de los clientes lo invertía en letras del tesoro pero además de eso luego vendía los flujos de órdenes de los clientes a Citadel, Millenium y otro tipos de operadores más grandes de forma que ese operador más grande pudiera hacer lo que se llama el “frontrunning” es decir ponerse por delante de la orden del cliente y obtener un beneficio a costa del cliente. La SEC está revisando todo eso de Robinhood y parece que va a prohibir ese tipo de prácticas y si Robinhood quiere dar un buen servicio tendrá que cobrar comisiones y además cobrarlas de manera abierta y directa y no por la puerta de atrás.

¿Cuál fue tu motivación para fundar Renta 4 en España en 1986?

En el año 86 hubo un evento muy importante para los mercados financieros que fue el llamado “Big Bang” de la bolsa de Londres, cuando se pasa del sistema de comisiones fijas y el sistema de brokers individuales yendo del orden del mercado individuales al sistema de comisiones libres, y viniendo al mercado sociedades y compañías.

Entonces en ese momento yo era agente de cambio de bolsa en Madrid y había sido abogado del estado también del ministerio de economía. Se vio muy claro que el modelo de sistema financiero iba a cambiar e iba a haber compañías de inversión, sociedades que prestan servicio de inversión. Fue un momento a mediados de los ochenta muy importante de los mercados financieros en que hay una serie de cambios tecnológicos y ahí pensé que realmente era muy bueno el iniciar una empresa, una empresa dedicada a las

inversiones, Renta 4 nació vinculada a la inversión y siempre ha estado vinculada a la inversión.

Tuve la suerte de hacer un viaje a EE. UU. el año 86 precisamente en que vi un poco lo que estaba pasando en Nueva York y vi como las grandes casas de inversión allí canalizaban los flujos de ahorro de forma directa hacia empresas y eso me pareció que era algo muy potente que tenía mucha fuerza y que la economía española se iba a transformar también si contaba con un mercado de capitales profundo y fuerte. Y así nació Renta 4, igual que otras otras compañías similares en los años 85, 86, y 87 generadas por la onda expansiva del “Big Bang” de la bolsa de Londres que iba a llegar a España y que además las finanzas del futuro iban a ir más por empresas especializadas en ofrecer servicios de inversión y hacer como bancos de inversión y eso es un poco el origen de nosotros.

¿Qué fue lo que impulsó el tremendo crecimiento de Renta 4 durante la pandemia? (~700% crecimiento en usuarios 2019-2021)

Primero hay que considerar la visión de Juan Carlos y de todo el equipo en la matriz para visualizar lo que pasó en Chile. En Chile se ha producido un proceso muy similar al que se produjo en España respecto al cambiar el ahorrador al inversor y también situarse con la arquitectura tecnológica para recibir este flujo de nuevo usuarios.

Desde el primer día estuvimos con precios muy competitivo, pero los precios nunca fueron nuestro principal diferenciador porque nuestro principal diferenciador ha estado principalmente la filosofía de negocio alineado con el cliente, y por supuesto eso incluye formación, educación, asesoría y compromiso con entregar un contenido de calidad desde el marco de teórico hasta la elección de inversión.

Por lo tanto, estuvimos muy bien situados al momento en que se produjo ese boom finalmente fue en la pandemia donde la gente con el confinamiento y también con los retiros de la AFP tuvieron que invertir y así como también tienen al doctor también necesitan a su asesor de cabecera, entonces en ese sentido Renta 4 está también cumpliendo su rol y los clientes lo han agradecido.

Hicimos un sondeo ético en el mercado financiero chileno y los encuestados reportaron algunas brechas en el comportamiento de profesionales de



www.cfasociety.org/chile

inversión en Chile ¿cuán importante es para ustedes este tema?

Respecto a los códigos de conducta que ustedes tienen lo hemos observado bien y los hemos utilizado incluso dentro de nuestros códigos de ética para poder complementarlo y llevarlo a un nivel más altos. Un ejemplo de nuestra dedicación a la ética es que no tenemos carteras propias.

El cliente te pide unos estándares también de comportamientos. Hoy en día no le gusta al inversor trabajar con una compañía que esté teniendo malas prácticas que estén aprovechando de información confidencial en general. Cuando yo empecé con la bolsa el cliente te pedía la información confidencial, hoy en día ya no es. Al cliente le gusta que les des buenas ideas de inversión, pero no le gusta saber que se está aprovechando de algo de manera ilícita o poco ética. Desde luego en nosotros tenéis un aliado por lo que hacéis en el CFA Institute Society.

