

## José Ramón Iturriaga

Okavango Delta, AGF – Spanish Opportunities

Tras un convulso septiembre, las aguas parecen estar volviendo a su cauce en las últimas semanas. Los primeros síntomas de que la inflación pueda estar tocando techo han hecho que la renta fija se asiente y esto se ha trasladado al precio del resto de los activos. Las bolsas han recuperado con fuerza de la mano, sobre todo, de los sectores más ligados a la economía real, quedándose algo por detrás las compañías tecnológicas en este periodo. En el año el Ibex 35 acumula una caída del -14,82%, frente a -5,01% del fondo.

Todo se reduce a lo que pase con la inflación. A medida que se vaya embridando, los bancos centrales moderarán el tono y, también, la percepción sobre la economía mejorará. En las próximas semanas, los datos que vayamos conociendo confirmarán la reversión de los índices de precios que ya anticipan distintos indicadores adelantados. El precio de los fletes, por ejemplo, que como recordarán fue el origen de los cuellos de botella que provocaron la primera pata de subida de la inflación -sí, los precios venían subiendo antes de la invasión de Ucrania-, ha vuelto prácticamente a la casilla de salida. Las materias primas -metales y alimentos- han vuelto a los niveles a los que estaban antes del comienzo de la guerra y el petróleo también está prácticamente ahí.

A estas alturas del partido, todo pasa por lo que haga el precio del gas. En las últimas semanas ha corregido con fuerza, pasando de los casi 350 euros a los que llegó a finales de agosto, a menos de 50 la referencia *spot* y algo menos de 100 la referencia a 30 días. La caída ha sido muy rápida y brusca y, aunque sigue alto para lo que han sido los patrones históricos, está a unos niveles mucho mejores que los que esperábamos antes de verano. De hecho, los peores augurios que anticipaban cortes de suministro hoy ya están descartados. La más rápida acumulación de reservas por parte de los países europeos, la caída sustancial del consumo y la mejor climatología han ayudado mucho sin duda a desterrar las previsiones más pesimistas. Podemos decir que se ha salvado razonablemente bien la bola de set que se planteaba para este invierno.

De cara al año que viene, es difícil, más difícil de lo habitual si cabe, hacer predicciones con respecto al precio del gas, que es donde se va a seguir jugando el partido. Por un lado, Europa del Este con desde luego Alemania a la cabeza, habrá avanzado más en la búsqueda de alternativas y de proveedores, así como en su capacidad de regasificación. Y, por otro, es difícil saber qué pasará con el suministro ruso si en los próximos meses hubiera un desenlace de la guerra. En cualquier caso, este invierno lo hemos salvado mucho mejor de lo que cualquiera hubiera

pensado y el que viene, pues ya veremos, aunque entra dentro de lo razonable que pueda ser mejor.

Así las cosas, en los próximos meses la inflación con algo de retraso sobre el horario previsto se va a reconducir. Y eso se va a traducir en dos cosas que, en cierta medida van de la mano, pero no solo. Los bancos centrales van a empezar a matizar el discurso -y aquí habría que distinguir entre Europa y Estados Unidos, porque el origen del problema no es el mismo-; y la percepción sobre la realidad económica va a mejorar porque hasta ahora gran parte de esas muy malas sensaciones que en general tenemos todos están vinculadas fundamentalmente al comportamiento de los precios.

## Cartera actual

El sesgo de la cartera continúa siendo el mismo, con bancos e inmobiliarias como sectores con más peso relativo.

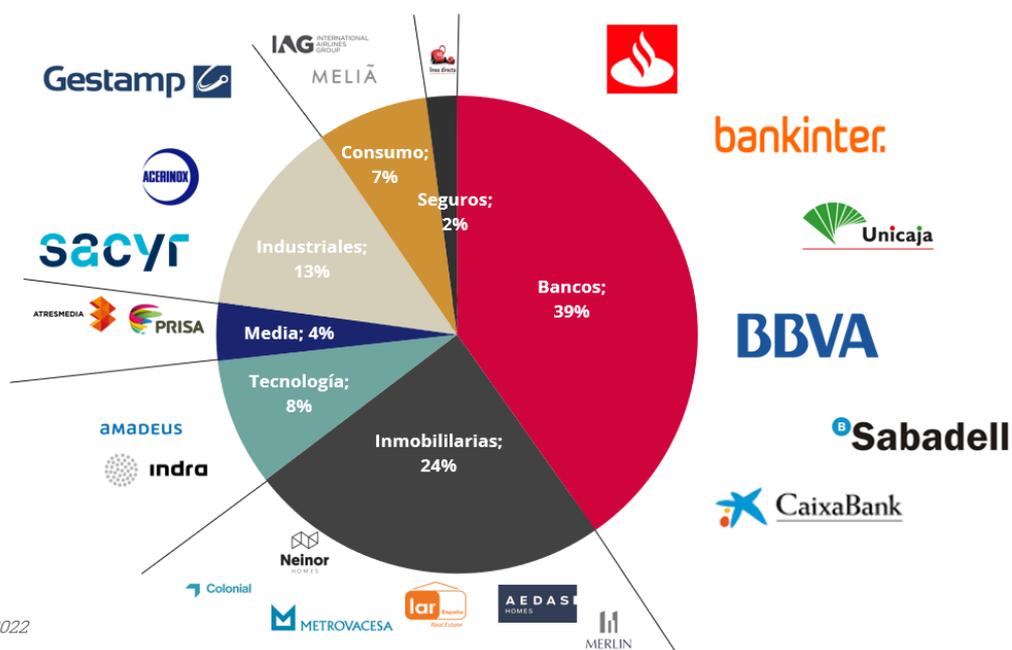
En el caso de la banca, la publicación de resultados del tercer trimestre confirma que las subidas de tipos de interés suponen un antes y un después. Además, da la sensación, por cómo están batiendo las estimaciones del consenso de analistas, que se ha infraestimado el impacto de las subidas en los resultados. Han pasado muchos años, pero resulta oportuno recordar cómo de agradecidas son las cuentas de resultados de la banca con el viento de cola. Y hoy probablemente todavía más, porque la vuelta del ciclo de los tipos se ha producido desde niveles nunca vistos. Los resultados que acabamos de conocer son una buena muestra de por dónde pueden ir las cosas los próximos tiempos y, desde luego, a los precios actuales -5 veces beneficios de este año y 8% de rentabilidades por dividendo medias de los bancos- no está recogido por el mercado.

El sector inmobiliario, sin embargo, ha sufrido tras la vuelta del verano. Por un lado, las socimis percibidas como proxys del bono y, por otro, las promotoras inmobiliarias por las peores sensaciones con respecto al ciclo económico. En ambos casos, da la sensación de que el mercado se ha pasado de frenada. Y, probablemente en el caso de las socimis, el mejor ejemplo sea la fortísima caída que sufrió Colonial que, sin duda, es la compañía europea con mejores activos en su balance. La subida de tipos tiene su traslado a la valoración en tanto que la ampliación del tipo no se compense por las subidas de las rentas, que no hace falta recordar están ligadas a la inflación. En cualquier caso, los descuentos con los que cotizan las compañías no se justifican y en el momento que se perciba que los tipos dejan de subir deberían recuperar las caídas.

En lo que respecta a las promotoras el mercado, también han pecado de excesivamente simplistas anticipando caídas comparables a la de otros ciclos u otras geografías cuando la situación no es ni por asomo comparable. El momento del ciclo es completamente distinto. El desequilibrio entre la oferta y la demanda es notable, tras más de diez años en los que se han promocionado menos de cincuenta mil viviendas al año, esto es 500.000 desde 2012 que comparan con las más de tres millones que se construyeron los diez años antes del pinchazo de la burbuja. Las compañías ahora no tienen *stock*. Están vendiendo principalmente producto para entregar en 2024 y 2025. A 2008 llegamos con un millón de viviendas sin vender. El número de promotoras hoy es muy reducido y la gestión mucho más profesionalizada. El suelo se compra con *equity* -en el ciclo anterior se compraba con deuda, lo que probablemente fue el pecado original-. Y, hoy, hay compradores institucionales que adquieren la vivienda para poner en alquiler, que sirven para dar salida de forma recurrente a un tipo de producto concreto y con menos demanda del comprador típico. La estructura de capital de estas compañías tampoco es comparable con la que tenían entonces con niveles de endeudamiento muy inferiores para niveles de actividad similar. Hoy, además, la demanda es real y no especulativa como lo fue entonces. Lo que ha pasado con el precio tampoco tiene nada que ver estos últimos años aquí y en el resto de los países desarrollados.

En pocas palabras, pese a lo que pueda decir el mercado a través de la cotización de alguna de estas compañías, la situación es otra y las valoraciones son escandalosas. Probablemente la mejor forma de verlo sea a través de la rentabilidad por dividendo que ofrecen la mayor parte de ellas: a este ritmo de remuneración al accionista, en pocos años pagan lo que valen en bolsa.

### Distribución sectorial – 22 valores



Cartera a 30/09/2022

## Visión de mercado

Siempre habrá quien interprete la calma de los últimos días como la que precede a la tempestad. Sin embargo, la constatación de haber llegado algo más tarde de lo que todos pensábamos al pico en inflación supone el punto de inflexión en la percepción económica y en los mercados. Y lo que quizá estemos pasando por alto es, que una vez que se dé la vuelta, la velocidad a la que se va a revertir el componente general de la inflación.

En los próximos meses, unos tipos de interés más asentados darán pie a que los mercados recuperen la cordura. Este escenario de previsible normalización de la percepción del riesgo debería recogerlo muy bien la cartera, en la medida que las valoraciones y resultados les den muchísimo soporte.

Quedo a su disposición para lo que puedan necesitar.

José Ramón Iturriaga.

---

Si desea más información sobre este producto, por favor, haga clic [AQUÍ](#).

La información contenida en esta carta informativa es de carácter general y no constituye asesoramiento. Cualquier decisión o actuación basada en su contenido deberá ser objeto del adecuado asesoramiento profesional. La carta Informativa ha sido elaborada 28/10/2022 y ABANTE ASESORES no asume compromiso alguno de actualización o revisión de su contenido.



@abanteasesores



Abante Asesores



Abante Asesores



@abanteasesores



Abante Asesores