

José Ramón Iturriaga

Okavango Delta, AGF – Spanish Opportunities

En 2022 el fondo acabó el año en positivo -subió un 1,43% %- frente a la caída del 5,56% del Ibex 35. La bolsa española fue la que mejor comportamiento tuvo entre las desarrolladas. De igual forma que todos estos años la composición sectorial jugo en su contra, en los últimos meses, el mayor sesgo a bancos y a economía real le ha favorecido. Y de cara a 2023 no hay razones para pensar que no lo siga haciendo, todo lo contrario. Tipos más altos estructuralmente rompen con las dinámicas de estos últimos años y anticipan un cambio de paradigma en la inversión en el que la bolsa española es claramente ganadora.

2022 ha sido un año que en lo que se refiere al mercado se recordará por el terremoto en la renta fija que provocó la subida de los tipos de interés. Caídas nunca vistas que, hasta cierto punto eran inevitables si tenemos en cuenta el punto de partida tras los años de tipos extraordinariamente bajos. Lo que no se podía prever era ni la brusquedad ni la magnitud del movimiento que se desató por la vuelta a escena de la inflación. A los desequilibrios motivados por la reapertura económica tras la pandemia, se sumaron las fuertes subidas de las materias primas tras la invasión de Ucrania lo que se tradujo en lecturas de inflación que solo recordábamos los viejos del lugar. Los planteamientos de los bancos centrales saltaron por los aires y la respuesta ante unos incrementos de precios que no cejaban acabó llegando.

En bolsa, la subida de tipos y los miedos a una desaceleración económica se tradujeron en caídas altas, pero no extraordinarias. En concreto los índices con mayor exposición a compañías de crecimiento sufrieron más como, el Nasdaq, situado a la cola en el año. Mientras que los índices con mayor exposición a compañías más ligadas a la economía real aguantaron mejor, alimentando lo que se ha venido a llamar -la capacidad de los anglosajones para poner nombre a las cosas es insondable y contrastada- gran rotación.

El año empieza en cierta medida como acabó el anterior. La visión *top down* se sigue imponiendo y los titulares sobre inflación, política monetaria y crecimiento marcarán los tiempos.

Resulta razonable pensar que la mejora de la inflación que se comenzó a ver a finales de 2022 se acelere a medida que avanza el nuevo año porque las bases de comparación mejoran significativamente. La menor presión inflacionista permitirá que los bancos centrales no se pasen de frenada y que dejen de subir no tardando mucho. Y la recesión más anticipada de la historia, ahí no es nada, es probable que acabe quedando en un chascarrillo.

La fuerte caída del precio del gas, que ha pasado de más de 350 euros que estaba en verano a menos de 60 euros que está ahora, cambia por completo la película. Los menores precios de la energía se trasladan directamente a las expectativas de precios y de crecimiento. El hecho de que a estas alturas del invierno el precio del gas esté donde está, permite descartar los peores augurios. No va a haber apagones ni cortes de luz. Algo menos de frío sumado a unos inventarios prácticamente en máximos y una reducción del consumo, sin que se haya visto reflejado ni en los niveles de producción industrial ni en el bienestar de la población, echa por tierra prácticamente todos los análisis que se han hecho hace solo pocos meses.

Una vez que parece que las bolas de partido que se plantearon el año pasado se han salvado con nota, lo más importante mirando para adelante es que los tipos de interés no van a volver al punto de partida. Básicamente no hay ningún tipo de incentivo para que los bancos centrales vuelvan a las andadas. La inflación, aunque no a los niveles actuales, ha venido para quedarse - entre el 3-4% que están indicando en los convenios colectivos las subidas de sueldos de los próximos años-; y aunque la economía pueda crecer algo menos, no estamos hablando de nada grave que vaya a requerir que los bancos centrales vuelvan al doble mortal con tirabuzón. Los bancos centrales van a subir algo más los tipos desde los niveles actuales para luego mantenerlos a esos niveles durante mucho tiempo.

Tras más de diez años en los que la ausencia de presiones inflacionistas nos ha hecho que nos olvidemos de ella y ha permitido que los tipos de interés permanezcan anormalmente bajos, entramos en un periodo en el que inflaciones algo más altas (3-4%) de forma estructural cambian por completo lo que ha sido el paradigma de inversión de los últimos años. La renta fija recupera su atractivo y vuelve a ser un activo invertible. Y en renta variable debería continuar la rotación de los sectores de más crecimiento cuyas valoraciones se han beneficiado de las menores tasas de descuento de estos últimos años hacia aquellos que, o bien directamente se benefician de los tipos más altos, o vuelven al radar porque los inversores son capaces de mirar más allá de lo que lo ha hecho bien estos últimos años.

Cartera actual

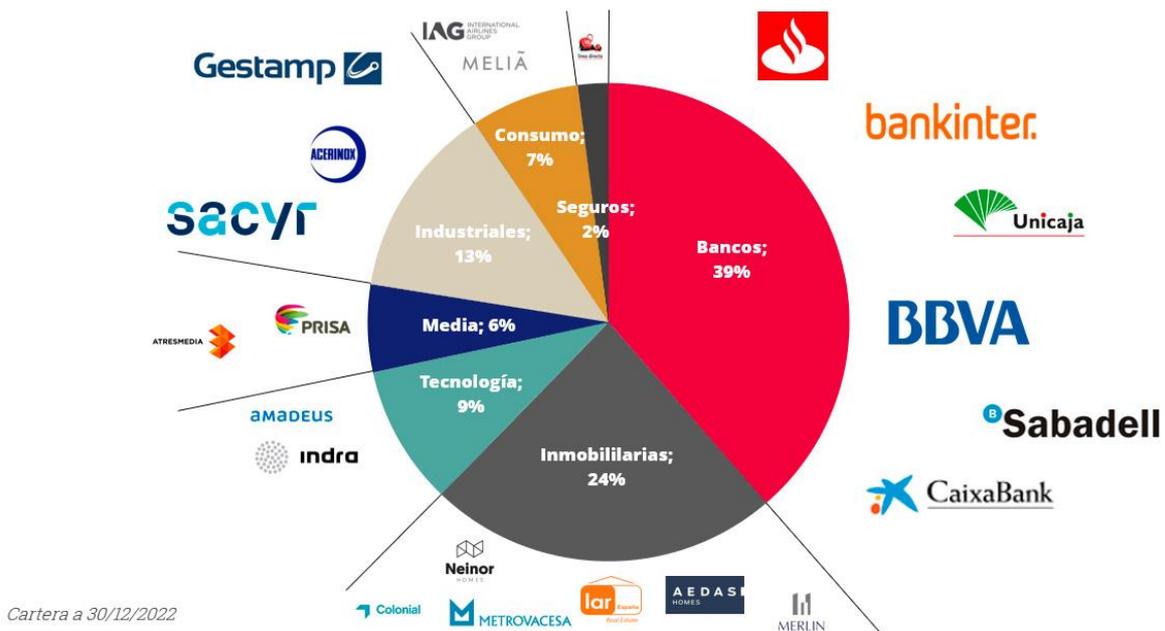
Empezamos el año con un sesgo de cartera similar al del año pasado que creo se puede beneficiar mucho de las dinámicas actuales en el mercado.

Los bancos siguen siendo el sector con mayor peso, con prácticamente un 40% de exposición. Y son los que salen claramente más beneficiados en la situación actual. Las cuentas de resultados, contracorriente, van a mejorar de forma sustancial. Importa enfatizar que esta vez es distinta en tanto que los tipos de interés se han dado la vuelta desde negativo, lo que va a hacer que la

recuperación de los márgenes vaya a ser si cabe todavía más espectacular. El pasivo de la banca, en cosa de pocos meses, no solo ha dejado de costar, sino que va a aportar al margen en tanto que los bancos no tienen ningún incentivo en trasladar el tipo de interés de la facilidad de depósito al cliente. La contribución de esta pata es difícil de anticipar, pero intuitivamente es mucha. Además, las valoraciones siguen siendo muy atractivas (0,7 veces valor en libros para un sector que va a duplicar la rentabilidad en los próximos 18 meses). Y el peso del sector bancario en las carteras es poco o nada significativo.

En el caso del sector inmobiliario, tras las caídas indiscriminadas del año pasado motivadas por los miedos a una fuerte contracción de la economía, el suelo por valoración es claro. A medida que se vaya constatando que los tipos se van a estabilizar a niveles razonables -en torno al 3%- y que la economía va a seguir creciendo, deberían recuperar el terreno perdido porque lo que han puesto en precio las acciones son escenarios apocalípticos.

Distribución sectorial – 22 valores



Visión de mercado

El cambio de marea en los mercados de la mano de la subida de los tipos de interés supone un corrimiento de tierras que va a continuar. Se trata de un nuevo paradigma que rompe con las dinámicas de los últimos años. Llevado al extremo se va a traducir, como hemos visto en los últimos meses, en que lo va a hacer bien lo que no lo ha hecho bien y no lo va a hacer bien lo que sí lo ha hecho.

Nuestra cartera, como se ha podido intuir en 2022, tiene todos los mimbres para seguir beneficiándose de esta vuelta a la normalidad. La mejora de los titulares macro -inflación, tipos de interés y crecimiento- está permitiendo que los fundamentales de las compañías recuperen su protagonismo y en nuestro caso éstos son muy atractivos. El propio mejor comportamiento debería retroalimentarse en un momento en el que la gestión pasiva y los modelos cuantitativos han ganado mucho peso.

El arranque del año ha sido bueno y no hay razones para pensar que no debiera continuar.

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 18/01/2023 y ABANTE ASESORES no asume compromiso alguno de actualización o revisión de su contenido.



@abanteasesores



Abante Asesores



Abante Asesores



@abanteasesores



Abante Asesores