

# José Ramón Iturriaga

Okavango Delta, AGF – Spanish Opportunities

Durante el mes de marzo, el amago de crisis bancaria ha provocado una sacudida que, más allá de la brusquedad de algunos movimientos, no ha terminado rompiendo nada. Han bastado pocos días para que el mercado asimilara que no nos enfrentamos a una crisis sistémica y que sus eventuales efectos van a quedar en poco, por no decir nada. La primera reacción a las noticias del rescate del banco californiano fue que se revertiera parte de lo que muchos de los activos habían hecho en lo que llevábamos de año, lo que se ha ido matizando en las últimas semanas a medida que se descarta que pueda ir a más. A última fecha disponible, el fondo sube un 10% frente a la subida del índice de referencia de algo más del 12%.

Lo sucedido en marzo si acaso sirve para reforzar la visión de que nos encontramos en un cambio de marea que rompe con las dinámicas de los últimos años de la mano del nuevo orden en los tipos de interés. Todo se interpreta en esa clave y el comportamiento del mercado es una buena muestra de que no tiene para nada claro cuál es el nivel al que se van a terminar estabilizando. Y eso, sin duda, es el quid. Probablemente el sesgo cognitivo lleva a que una parte importante de los agentes del mercado atribuyan un nivel de probabilidad alto a que podamos volver al entorno de tipos bajos, no muy por encima de los extraordinariamente bajos en los que hemos estado instalados estos últimos años. Sin embargo, no parece el escenario central. De hecho, hoy, los bancos centrales tienen muy pocos incentivos para que, una vez que terminen de subir -algo de lo que están cerca-, vuelvan a bajar. La inflación ha venido para quedarse. No a los niveles actuales, pero muy por encima de las lecturas de estos últimos años. Y la economía está aguantando mucho mejor de lo que nadie esperaba. Con inflaciones entre el 3 y el 4% y la economía al trantrán, los responsables de la política monetaria no van a bajar los tipos muy por debajo de donde están ahora.

Y ese nuevo entorno de tipos de interés es, precisamente, sobre lo que se construye el nuevo paradigma de inversión que rompe con el que hemos estado instalado estos últimos años.

La economía europea debería, por primera vez en mucho tiempo, hacerlo mejor que la estadounidense porque aquí las subidas de tipos no van a ser tan fuertes porque la inflación es más un problema de oferta que no de demanda como en Estados Unidos. Además, dentro de Europa las economías con más sesgo a servicios destacarán, ya lo están haciendo, porque son precisamente estos sectores los que más se están beneficiando del entorno actual en el que tras los confinamientos, las ganas de recuperar el tiempo perdido se están imponiendo contra viento y marea.

Si a la fuerte recuperación del turismo, sumamos el momento muy positivo de la promoción residencial -desequilibrio entre la oferta y la demanda, ratio de esfuerzo razonable y tipos de interés reales negativos-, el bajo endeudamiento del sector privado, el saldo positivo de la balanza de pagos y los fondos europeos, tenemos la combinación que sientan las bases para un nuevo superciclo en la economía española.

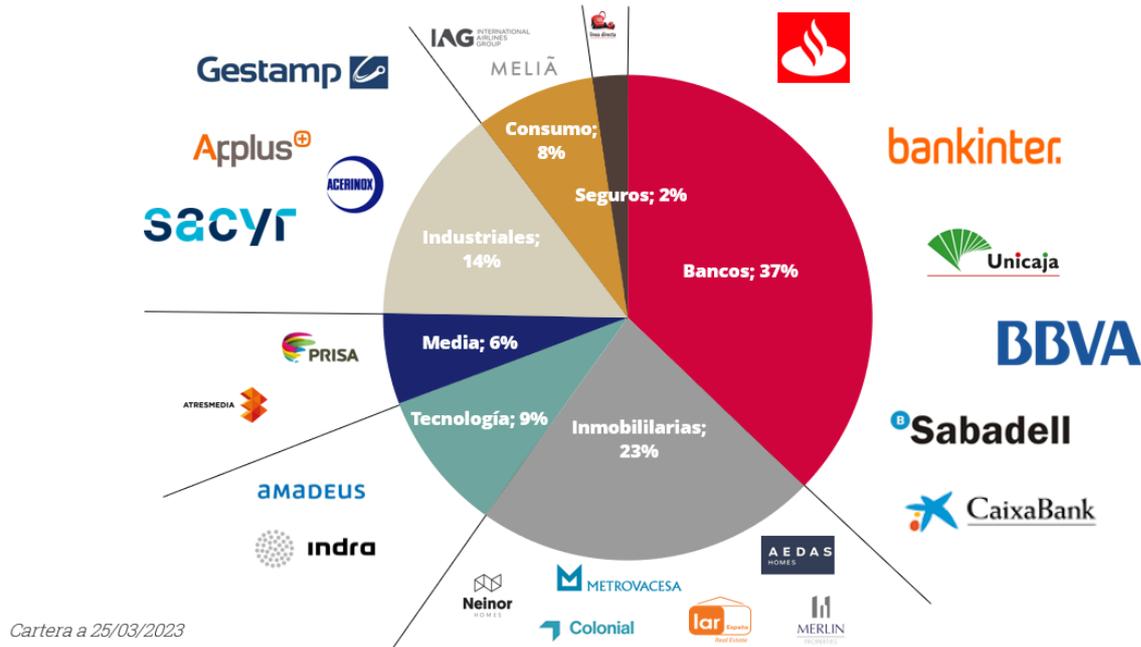
Puestos a buscar parecidos, por eso de que la historia no se repite, pero rima, el momento actual, si acaso, se asemeja con finales de los 90 principio de los años 2000. La economía española está claramente y tras una larga travesía en el desierto con el viento de cola. La gran diferencia es el punto de partida actual. No hay un problema de deuda privada, y eso tiene su reflejo en los niveles de solvencia y apalancamiento del sistema financiero, sistema que, no hay que olvidar, ha sufrido una profunda transformación en los últimos años: se ha sacado de la carretera a los conductores borrachos con lo que eso supone. Y, por primera vez en nuestra historia, crecemos sin necesidad de endeudarnos con el exterior, crecemos ahorrando. Ya estamos creciendo más y vamos a seguir creciendo más una temporada larga lo que debería dar pie a que volvamos al radar del inversor internacional que en los últimos años nos ha tenido en el mejor de los casos olvidados.

En lo que respecta al mercado, también hay similitudes con el año 2000. Entonces el pinchazo de las puntocom hizo que en las bolsas tomaran el relevo, tras unos años en los que sólo habían tirado los sectores ligados a internet, los sectores más ligados a la economía real. Hoy, salvando las insalvables distancias entre las empresas tecnológicas de ahora y de entonces, la subida de los tipos de interés tiene un claro reflejo sobre todo en los múltiplos que se pueden pagar por las compañías que fían prácticamente toda su valoración al valor terminal. A mayor tasa de descuento, menor el valor que le concede el mercado. La rotación sectorial de esas compañías de crecimiento a las más ligadas al ciclo está servida y eso, como entonces, favorece a los índices que tienen más peso en esos sectores y en concreto al financiero. Aunque pueda parecer lejano hubo un tiempo en el que la bolsa española destacó entre los mercados desarrollados. Hoy se vuelven a dar las circunstancias para que vuelva a pasar.

## Cartera actual

En los últimos días hemos aprovechado las caídas para incrementar el peso en el sector financiero comprando Bankinter, que ha sido con diferencia el banco español con el que el mercado más se ha ensañado.

## Distribución sectorial – 23 valores



Los resultados del primer trimestre que estamos a punto de conocer van a ser probablemente la mejor prueba del algodón de como de baratos están los bancos españoles. Esos números van a servir para confirmar que tras las últimas caídas la banca española cotiza a poco más de seis veces beneficios, muy por debajo de su valor en libros (0,7x), y con una rentabilidad por dividendo superior al 7%, algo que no tiene mucho sentido cuando los bancos españoles tienen el viento de cola como pocas veces antes lo han tenido. La subida de tipos de interés les entra en vena tanto por el lado del activo -reprecación de la cartera de hipotecas variables-, como por primera vez en su historia por el lado del pasivo. Al haberse dado la vuelta los tipos de interés desde tasas negativas, los depósitos a la banca de primeras les han dejado de costar; y hoy son una forma de financiación muy barata porque los incentivos para remunerarlos son muy pocos. Todo esto en un entorno de morosidad claramente sostenido, ausencia de problemas de capital y liquidez sobrada.

El mercado sigue sin discriminar y mete a todos los sectores cíclicos en el mismo saco. Las diferencias son muchas y probablemente la temporada de resultados sirva para evidenciarlo. Quizá donde esa falta de discriminación ha sido más sangrante ha sido en las promotoras inmobiliarias y en concreto en el caso de Aedas. Aedas es la mejor compañía del sector. La única que ha cumplido puntualmente con su plan estratégico y que está en condiciones de seguir haciéndolo en un entorno competitivo distinto, más profesionalizado y con el viento claramente de cola. Las últimas caídas no tienen explicación. Y quizá la mejor evidencia es que a velocidad de cruce como ya está la compañía, la rentabilidad por dividendo es superior al 15%.

## Visión de mercado

La crisis bancaria ha sido una tormenta en una taza de té que ha servido para evidenciar el cambio de marea en el que el mercado actualmente está inmerso. La vuelta a la normalidad en los tipos de interés supone un nuevo paradigma en los mercados que rompe con las dinámicas de los últimos tiempos. Y el paréntesis del mes de marzo es buena prueba de ello.

Una vez que las aguas han vuelto a su cauce -cosa que por cierto han hecho muy rápido-, volvemos a la pregunta fundamental con la que anda a vueltas el mercado últimamente. ¿Dónde se van a estabilizar los tipos de interés? La respuesta a medida que avanza el año cada vez va siendo más clara: no muy lejos de donde están ahora. Esta nueva realidad va a hacer -ya está haciendo- que las lógicas del mercado rompan con las de estos últimos años.

La bolsa española es claramente una de las ganadoras del nuevo entorno. Al cambio de tornas en las bolsas -lo que ha venido a llamarse gran rotación, esto es, trasvase de sectores de crecimiento a los más ligados a la economía real y en concreto el bancario- se suma el superciclo económico en el que ya está inmersa la economía española. Si a lo anterior sumamos el hecho de que la exposición internacional de los grandes inversores internacionales es muy baja, llegamos a la combinación perfecta para que pueda, por fin, destacar.

Una vez más 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 14/04/2023 y ABANTE ASESORES no asume compromiso alguno de actualización o revisión de su contenido.



@abanteasesores



Abante Asesores



Abante Asesores



@abanteasesores



Abante Asesores