

José Ramón Iturriaga

Okavango Delta, AGF – Spanish Opportunities

En las últimas semanas, tras las idas y venidas provocadas por el amago de crisis bancaria en Estados Unidos, el polvo se empieza a asentar y, aunque alguna entidad pequeña estadounidense pueda todavía verse arrastrada, una crisis sistémica es del todo descartable. El mercado está devolviendo la atención fundamentalmente a lo que pueda pasar con la inflación y la respuesta de los bancos centrales. En lo que llevamos de año el fondo ha subido un 8,92% frente, al 11,41% del Ibex35.

La paulatina mejora de los índices de precios confirma que lo peor está por detrás y que en los próximos meses la inflación se va a estabilizar entre el 3% y el 4%, lo que va a permitir que los bancos centrales levanten el pie del freno. Es probable que ya hayamos visto la última subida de tipos en Estados Unidos y que al Banco Central Europeo no le queden muchas. La facilidad de depósitos en la zona euro se va a estabilizar en torno al 3,5%, mientras que el tipo de referencia estadounidense se va a mantener cerca del 5%.

La economía por su parte está aguantando mucho mejor de lo que la mayoría esperaba. Se ha producido la paradoja sin precedentes de que con la confianza del consumidor desplomándose a niveles nunca vistos como consecuencia de las fuertes y bruscas subidas del precio de la energía, el menoscabo en el crecimiento económico haya sido marginal. Y aunque las subidas de tipos, sobre todo en Estados Unidos, puedan provocar todavía algo de resaca, podemos decir que hemos salvado con nota la bola de partido. El ahorro acumulado y “las ganas de recuperar el tiempo perdido”, algo que es difícil de cuantificar, pero que sin la menor duda ha pesado mucho a la hora de mantener la propensión al consumo y a la inversión, han sido los factores que han hecho que esta vez sea diferente.

Importa asimismo enfatizar que son precisamente las economías más expuestas a lo que supone la recuperación del tiempo perdido -ocio, ladrillo- las que mejor lo están haciendo y las que mejores perspectivas tienen. En cierta medida, se revierte lo que han sido las dinámicas de los últimos años y lo empiezan a hacer bien las que lo han hecho mal (España) y al revés.

El final de las subidas de tipos por parte de los bancos centrales es un hito clave para los mercados. Con esta referencia, tendremos más claro como quedan las cosas tras la reprecación que se ha vivido en los últimos tiempos y probablemente el mercado de capitales tras unos meses en modo esperar y ver, eche a rodar y produzca cierto efecto arrastre en el resto de la economía.

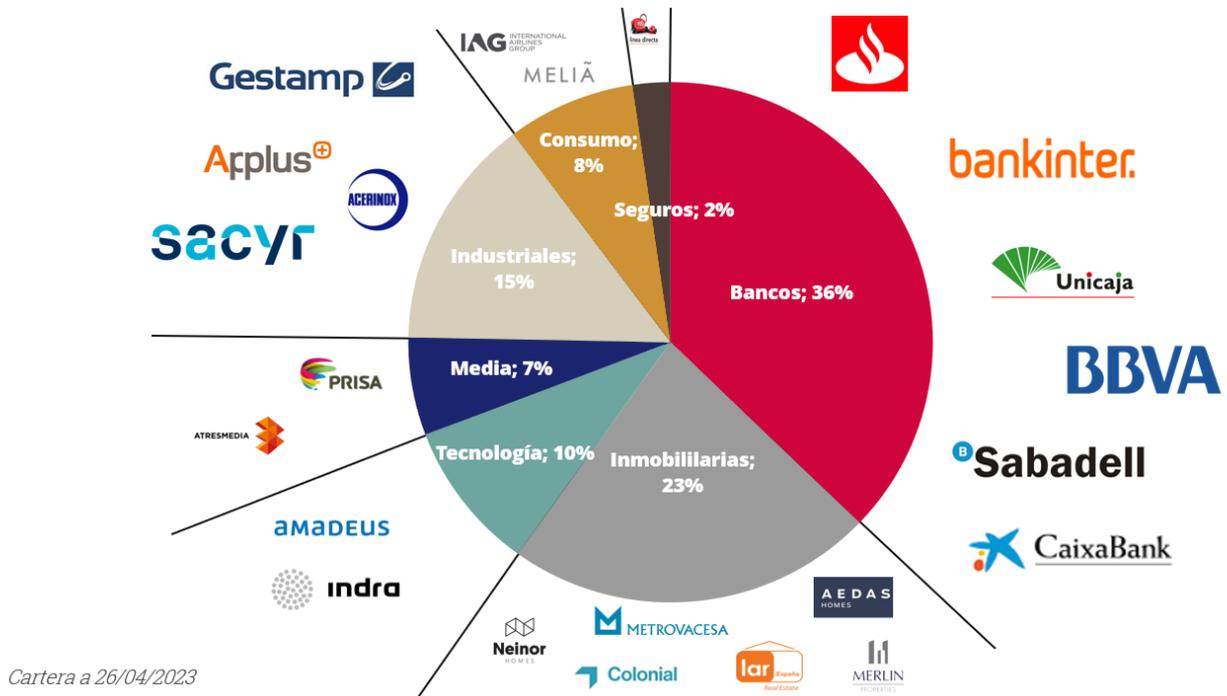
Importa enfatizar que, a diferencia con la gran crisis financiera, no hay ni va a haber problemas con los mercados de capitales ni con el acceso a la financiación. Se trata más de un problema de digestión por parte de las distintas partes del nuevo orden de precios que va a tardar en resolverse lo que los bancos centrales tarden en dejar de subir los tipos. No queda mucho.

Hay que insistir en que la vuelta a la normalidad de los tipos de interés es un cambio de marea que ha venido para quedarse. Con expectativas de inflación más cerca del 3 que del 2% y una economía al trantrán, los bancos centrales no tienen incentivo en bajar los tipos de interés. Hay que vencer el sesgo cognitivo que ha provocado estos últimos años de tipos anormalmente bajos y hacerse a la idea de que el nuevo paradigma es el viejo paradigma: en la zona euro, inflaciones entre el 3-3,5% y tipos de interés marginalmente por debajo.

Cartera actual

La última incorporación a la cartera, la compañía de servicios Applus, en los últimos días ha sido objeto de rumores de una posible opa. No es el único valor que dada la valoración de la cartera puede verse envuelto en una eventual operación de este estilo. Y la inminente reapertura del mercado de capitales lo deberían propiciar.

Distribución sectorial – 23 valores



Por otra parte, los excelentes resultados de la banca del primer trimestre de la banca europea y en concreto de la española, deberían servir para despejar cualquier duda. Los resultados de los bancos han sido buenos tanto en absoluto como, sobre todo, en relativo. Van a seguir yendo a contracorriente los próximos trimestres y más en el escenario macro que parece que está emergiendo: crecimiento al trantrán y tipos de referencia a estos niveles durante más tiempo de lo que podía esperar el mercado hace unos meses.

Hoy, con los resultados en la mano, sabemos que la banca está cotizando a menos de seis veces beneficios (crecientes) y una rentabilidad por dividendo de (casi) doble dígito. Capital de sobra que probablemente devuelvan al accionista. Y el mercado está en modo no quiero saber nada como demuestra el comportamiento de las últimas semanas una vez que ya ha quedado claro que lo de los bancos regionales no va con nosotros -no sé quién puede estar vendiendo, por ejemplo, Bankinter, Caixa o BBVA con los resultados que publicaron hace nada y a los precios actuales-, tiene la clara lectura contraria de que aquí solo hay cortos, por lo que en algún momento el *squeeze* podría ser de manual. Al mercado ya no le quedan excusas.

En el caso de las inmobiliarias -tanto socimis como promotoras-, quizás necesitemos algún trimestre más de resultados para que los datos acaben con los relatos que últimamente han cogido algo de vuelo y que de una forma un poco grotesca no diferencian entre las distintas geografías. Un muy buen ejemplo de lo anterior es lo que ha pasado con la tan cacareada desaparición de los centros comerciales. En los últimos años, básicamente no ha pasado nada de lo que auguraban muchos de los bancos de inversión. Lejos de desaparecer, las ventas, la ocupación y las visitas se han incrementado, lo que lógicamente ha repercutido al alza en la renta media. Los cientos de análisis que anticipaban que la mayor penetración del comercio electrónico iba a -en cuestión de poco tiempo- a llevarse por delante las tiendas a pie de calle en todas sus versiones han quedado en papel mojado.

En contra de lo que pronosticaban, probablemente lo que hemos vivido estos últimos años sirva para que podamos descartar planteamientos maximalistas a los que sin duda son muy dados algunos en los mercados. Si, en la excepcionalidad en la que hemos vivido, las compras por internet han llegado a donde han llegado, no parece que por muy cómoda que a algunos les pueda parecer, vayan a alcanzar mucha más cuota de mercado y lo que desde luego hay que descartar es que vaya a desbancar por completo otras formas de comercio.

Más allá de que es algo específico de las socimis, lo de los centros comerciales es un muy buen ejemplo de cómo se mueven últimamente los mercados. El relato es todo. O por lo menos lo es a corto plazo, que es lo que mueve a los cuentacuentos que viven de eso. Estas opiniones, esta es la clave, no son desinteresadas. La volatilidad alimenta sus resultados. Esto ha sido siempre así, pero ahora más. El cada vez mayor peso de la gestión pasiva y, sobre todo, los algoritmos en los

movimientos del día a día de los mercados, hace que esa volatilidad alimentada por los planteamientos de estos agentes del mercado se magnifique.

Visión de mercado

El pesimismo está de moda, pero yo no quiero estar de moda. Quiero tener éxito con las decisiones de inversión. Y, hoy, con 2023 bien avanzado, tenemos elementos de juicio suficientes para pensar que lo que ha estado detrás de las idas y venidas de los mercados en las últimas semanas no tiene más recorrido. El nuevo orden de valoración de los distintos activos de la mano de la vuelta a la normalidad de los tipos de interés es el movimiento de fondo en los mercados. Y nuestra cartera está muy bien preparada como ha demostrado en el arranque de año para aprovechar esta corriente que es la que va a terminar imponiéndose.

El mejor remedio contra el ruido del corto plazo es el de siempre. No dejarse llevar. Mantenerse firme en las ideas de inversión en las que se tiene convicción y esperar que escampe. Y visto lo visto, no tiene pinta de que vaya a ser mucho.

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 12/05/2023 y ABANTE ASESORES no asume compromiso alguno de actualización o revisión de su contenido.



@abanteasesores



Abante Asesores



Abante Asesores



@abanteasesores



Abante Asesores