

# José Ramón Iturriaga

Okavango Delta, AGF – Spanish Opportunities- Abante Sector Inmobiliario

## Visión de mercado

Las últimas semanas han continuado con las dinámicas de los últimos meses. La vuelta a la normalidad de los tipos de interés ha permitido- entre otras cosas- que el mercado vuelva a fijarse en las valoraciones. Y, aunque todavía pueda quedar alguna subida, lo que cada vez parece más claro es que los tipos no se van a ir mucho más arriba y que tampoco van a bajar muy rápido. La inflación ha hecho techo, pero va a tardar en volver a la casilla de salida. Ahora bien, la cordura parece que se va a imponer entre los bancos centrales y podemos descartar el riesgo de que se pasen de frenada subiendo tipos. Lo esperable es que los tipos cortos terminen estabilizándose algo por debajo de donde están ahora a 18-24 meses vista; y los largos no se deberían mover mucho de los niveles actuales, lo que deja un escenario completamente distinto al que ha imperado los últimos años, pero en el que, al menos los más viejos del lugar, nos movemos con soltura.

La economía aguanta mejor de lo esperado, aunque en Europa, justicia poética, son precisamente las economías que peor lo han hecho los últimos años las que mejor comportamiento están teniendo. Sin ir más lejos, la española será la economía grande desarrollada que más crezca en 2023 y 2024, según el último informe de previsiones del FMI. La institución ha mejorado un punto la previsión de crecimiento este año hasta el 2,5% y más del 2% para el año que viene, creciendo casi tres veces más que la zona euro.

Así las cosas y a medida que avanza el año, se confirma el cambio de marea en los mercados. En teoría, los perdedores de la normalización de los tipos de interés en bolsa deberían ser aquellas compañías que fían gran parte de su valoración a los beneficios futuros, lo que en el argot se conoce como valor terminal. El repunte de la tasa a la que ese valor terminal se trae a valor presente tiene mucho impacto en el precio que el mercado está dispuesto a pagar por estas empresas. De hecho, así está siendo. En los últimos 24 meses han sido precisamente estas empresas las que han sufrido más en bolsa. Las “*start ups*” tecnológicas o algunas de ellas, por lo menos, son las que mejor encarnan este perfil de compañía. Grandes expectativas de beneficios futuros que, de momento, no se dejan ver en la cuenta de resultados. En concreto, lo que se conoce como “el Nasdaq sin beneficios” ha caído a plomo en los últimos tiempos.

Sin embargo, el comportamiento de los índices estadounidenses enmascara este comportamiento por el peso de siete compañías, “Las siete magníficas”, que parecen tocadas por el hada de la inteligencia artificial. El espectacular comportamiento de estas grandísimas empresas es lo que está detrás de las subidas de estos índices. La dificultad es saber cómo se traslada a las cuentas de resultados de estas compañías la innegable revolución que supone la IA.

La semana pasada, por ejemplo, conocimos los resultados de Tesla. Quizá no sea el mejor ejemplo porque esta compañía produce cosas tangibles -coches con cuatro ruedas-, frente a las

otras cuyas cuentas de resultados son, por así decirlo, más etéreas. Como pudimos comprobar la semana pasada, los problemas de Tesla son muy parecidos a los del resto de empresas automovilísticas del mundo. De hecho, venden algo menos que las grandes compañías europeas de coches de alta gama con precios más bajos. La gran diferencia es que el valor en bolsa de la compañía americana es superior a la suma de todos los demás fabricantes de coches del mundo, lo que facilita mucho las comparaciones.

La pregunta es si, como pasa con Tesla, el mercado se ha pasado también de frenada a la hora de valorar las otras grandes compañías estadounidenses que cotizan a múltiplos que solo se justificarían si el crecimiento de los beneficios los próximos años fuera exponencial. Quizá tardemos un tiempo en saberlo. Tengo la inmensa suerte de que esa no es mi guerra. Mi única recomendación sería no apostar en contra. Son muchos los que se han dejado años de rentabilidad poniéndose en frente del mercado.

Toca repetir la conclusión de los últimos meses: nada hace pensar que, teniendo en cuenta las valoraciones de partida, las dinámicas de los últimos tiempos deban cambiar, todo lo contrario. El buen comportamiento ya sabemos que se retroalimenta y a estas alturas del año podemos confirmar que el tren ya ha salido.

### Okavango, Spanish Opportunities

El fondo continúa con el buen comportamiento -es un claro beneficiario del cambio de marea que se está produciendo en el mercado- y en lo que llevamos de año acumula una rentabilidad del 21%, frente a la subida del Ibex 35 de algo más del 15%.

Tras el resultado electoral del pasado 23 de julio, conviene recordar una lección que deberíamos tener ya aprendida: hay que olvidarse de la política, lo que importa es el momento del ciclo y este, como vengo tiempo repitiendo, es particularmente bueno en España. Entiendo que cuesta mucho sacar la cabeza de la centrifugadora de la política española y coger la distancia necesaria, y más en estos días en los que, por lo menos a algunos, nos invade la sensación de oportunidad perdida y de perfecta tormenta electoral, pero es nuestro trabajo. La economía y la bolsa española son una de las ganadoras del cambio de marea al que estamos asistiendo y lo que pasó el domingo no influye sustancialmente.

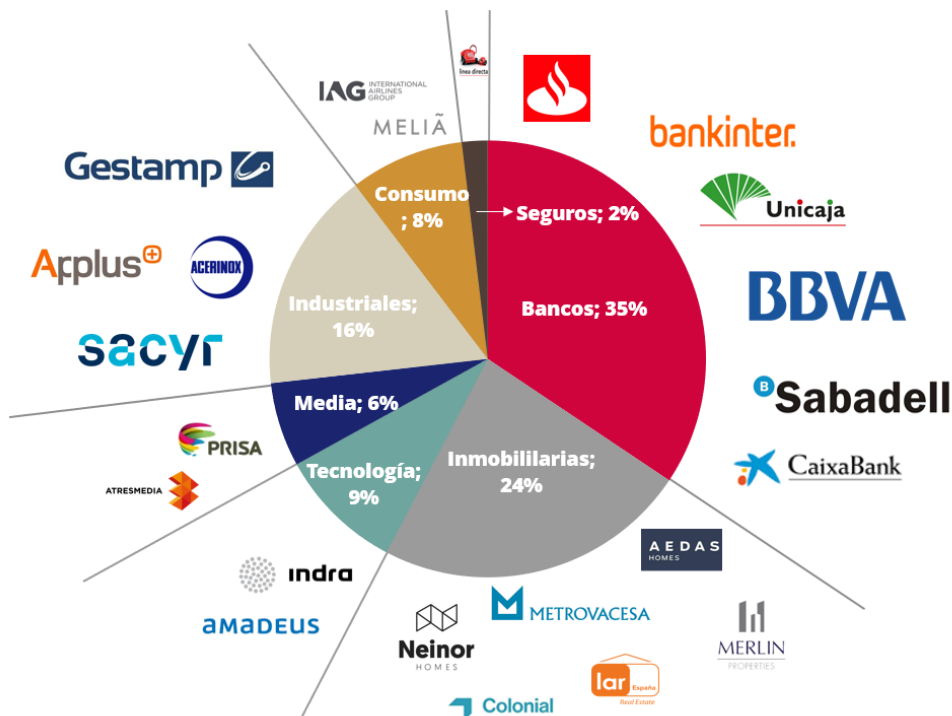
Un buen ejemplo, quizá el mejor, de aquello que no paro de repetir, lo hará bien lo que lo ha hecho mal y viceversa, son los bancos. Ha comenzado la publicación de resultados del segundo trimestre y los resultados confirman lo que ya sabíamos. A la reprecación del activo hay que sumar que el coste del pasivo sigue manteniéndose en niveles muy bajos -no hay incentivos para pagar por los depósitos- y que el hecho de que la economía esté aguantando razonablemente bien se traduce en que la mora y las comisiones aguantan. Difícilmente se podría describir un escenario mejor. Y, además, las cosas todavía tienen que mejorar. El último trimestre de este año o el primero del siguiente será, probablemente, el periodo en el que el margen financiero haga máximos.

Importa en cualquier caso enfatizar varias cosas. Por un lado, estos resultados no son para nada extraordinarios. Los beneficios que están obteniendo ahora los bancos no caen del cielo. Son los que, tras muchos años de travesía por el desierto de tipos ridículamente bajos, alcanza un sistema financiero que se ha transformado de arriba a abajo. Extraordinario ha sido lo que han hecho los bancos estos últimos años de tipos negativos.

El salto en la rentabilidad de la banca es el ejemplo más claro del cambio de paradigma que supone la subida de los tipos de interés. Es algo, además, que ha venido para quedarse. *Grosso modo*, los bancos, en cosa de algo más de un año, van a doblar la rentabilidad y esta se va a mover los próximos años en este nuevo rango. Lo vimos la semana pasada con los resultados de Bankinter. Trimestre contra trimestre del año anterior ha doblado el resultado, ganando en los primeros seis meses del año -impuesto a la banca incluido- casi lo mismo que en todo 2021.

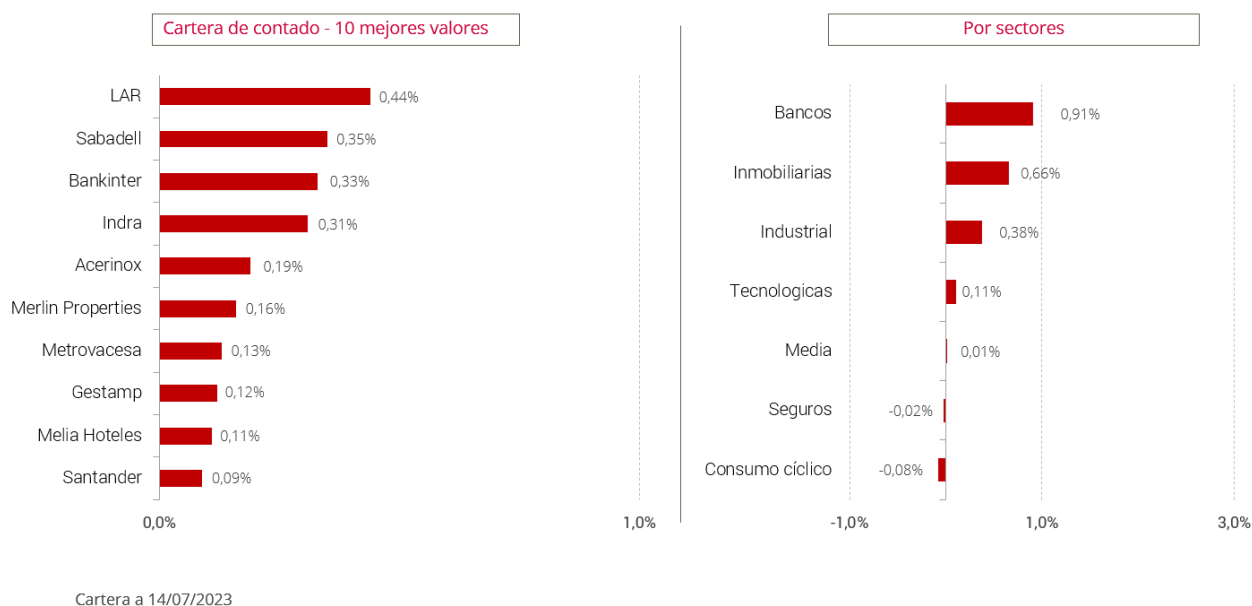
La pregunta ahora sería, ¿tiene sentido que un banco de la calidad de Bankinter cotice a menos de 6 veces el beneficio de velocidad de crucero al que, como podemos ver por los resultados que conocimos la semana pasada, no va a tardar mucho en llegar? El mercado de momento no se lo reconoce ni habiendo metido los dedos en las llagas. Es difícil saber cuándo lo hará. Pero de lo que no hay duda es de que lo acabará haciendo. El retorno de la banca sumando dividendos y recompras de acciones será probablemente lo que apee al mercado del caballo. Siempre lo ha hecho y esta vez no va a ser diferente.

## AGF- Spanish Opportunities Fund: distribución sectorial



Cartera a 14/07/2023

## Performance Attribution en 2023



### Abante Sector Inmobiliario

En los algo menos de dos meses de vida del fondo, Abante Sector Inmobiliario acumula una rentabilidad del 10%.

El aparente final del ciclo de subidas de tipos de interés por parte de los bancos centrales ha hecho que el sector despierte. Esta es la referencia de valoración que necesitaba el mercado para que volvieran las operaciones al mercado privado. Y son precisamente estas transacciones las que sirven para demostrar la pasada de frenada de la bolsa -varios pueblos y alguna gasolinera- en el caso de las compañías cotizadas.

Es previsible que, a medida que el final del ciclo de subidas de tipos se confirme, aumenten las transacciones en el mercado privado y esto se siga trasladando a las cotizadas. Entretanto, los resultados que van publicando las compañías sirven para desmontar los relatos -dato mata relato- que en los últimos años se han extendido en el sector inmobiliario. A estas alturas del partido, ya sabemos que, en contra de lo que defendían avezados analistas, los centros comerciales no van a desaparecer. De hecho, los resultados de este año de este uso en concreto van a estar prácticamente por encima en todas sus líneas de los publicados en 2019 que, recordamos, fue año récord. En oficinas los resultados también nos permitirán afinar mejor cuál es el diagnóstico de la situación actual. Ya les puedo anticipar que difícilmente será tan malo como lo que ahora mismo están poniendo en precio las compañías.

El lanzamiento del fondo está teniendo muy buena acogida. Invertir en ladrillo a través de compañías cotizadas se está probando muy eficiente. Inviertes con liquidez diaria en los mejores activos que están gestionados de forma profesional por los mejores equipos y de forma diversificada.

La valoración actual del conjunto del sector es muy atractiva. El descuento sobre el valor de sus activos está en niveles solamente vistos en la gran crisis financiera lo que tiene difícil explicación. La percepción de riesgo va a disminuir, está ya disminuyendo, además de porque los tipos están cerca de dejar de subir, porque los relatos que se habían impuesto sobre el futuro de los centros comerciales primero y últimamente oficinas se están desmontado. Dato mata relato.

A velocidad de crucero, la rentabilidad objetivo de este fondo sería la suma de la rentabilidad implícita de los activos subyacente más la inflación, esto es entre un 5-9%. Hoy el potencial es mayor porque el sector cotiza en modo *distress*.

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 26/07/2023 y ABANTE ASESORES no asume compromiso alguno de actualización o revisión de su contenido.



@abanteasesores



Abante Asesores



Abante Asesores



@abanteasesores



Abante Asesores