

# José Ramón Iturriaga

Okavango Delta, AGF – Spanish Opportunities- Abante Sector Inmobiliario

## Okavango Delta, Spanish Opportunities

El cambio de tranco por parte de los **bancos centrales** despeja una de las dudas que se cernían sobre los mercados en los últimos tiempos. Los tipos de interés bajan algo más y, probablemente, más rápido de lo que se esperaba antes de verano sin que haya habido un cambio sustancial del cuadro macro ni en un sentido ni en otro. Lo anterior apuntala el **escenario de “no aterrizaje”** de la economía lo que, sin duda, es el mejor de los desenlaces posibles. Y aunque sigue imperando un cortoplacismo exasperante en los movimientos del mercado al calor de los titulares macro, el análisis de los fundamentales con algo más de distancia permite continuar particularmente optimista con la **bolsa española**. El fondo en el año acumula una rentabilidad del 21% frente al 18,75% del Ibex 35.

La economía española es la que más crece de las grandes economías europeas. No hay discusión posible. Este año un 3%, mientras que Alemania, por ejemplo, puede que acabe contrayéndose algo y la media de la Unión Europea no llegará al 1%. La pregunta pertinente en este momento procesal es **si es sostenible este crecimiento diferencial**. Probablemente la mejor forma de responder esta pregunta sea tratar de anticipar si las razones que han estado detrás de este mayor crecimiento son sostenibles a medio plazo.

La **economía española**, resumiéndolo mucho, ha tenido un mejor comportamiento por cuatro motivos. El primero es la inmigración. En los últimos cinco años han entrado dos millones de personas a trabajar a nuestro país. Otra forma de verlo es que del último millón de personas que se han empezado a cotizar en la Seguridad Social en los últimos 24 meses, setecientas mil son extranjeras. Y todo parece indicar que esto va a seguir así. Son muchos los sectores muy intensivos en mano de obra -construcción y hostelería- que tienen claramente el viento de cola. Probablemente este **cambio demográfico sea el mayor motor económico** porque es un movimiento que, como nos enseña la historia, se retroalimenta. A mayor número de cotizantes, mayor consumo, lo que a su vez conlleva más inversión y, consecuentemente, más contrataciones.

Otro factor importante son los **fondos europeos**. Aunque no hay mucha información, la sensación es que los Next Generation siguen teniendo mucha pólvora seca. Importa recordar que el importe de esta partida extraordinaria equivale a doce puntos de PIB o, lo que es lo mismo, todo lo que ha recibido España desde su ingreso en Europa a través de los fondos de cohesión. Por lo tanto, los próximos años van a seguir contribuyendo a un mayor crecimiento.

Por otro lado, la **fortaleza del turismo** ha venido para quedarse. El cambio de prioridades que se ha producido tras el Covid, supone un claro impulso para una partida que tiene un peso relativo muy elevado en el PIB español. Aunque las tasas de crecimiento puede que no sean tan altas como estos últimos años, no hay razones para pensar que no se vaya a seguir creciendo.

Y, por último, el **sector exterior**. Las exportaciones de bienes y servicios españolas han ganado mucho peso tras la gran crisis financiera -han prácticamente duplicado desde 2008 y ahora suponen más del 40% del PIB- y eso hace que el crecimiento actual sea, por así decirlo, más sano. Hay que destacar la importancia de las exportaciones de servicios no turísticos que hoy se sitúan muy por encima de la media europea.

Al **crecimiento diferencial y sostenible** de la economía hay que sumarle la valoración de la bolsa española. Y ya sea por múltiplos con respecto a sus beneficios o a la rentabilidad por dividendo que pagan las acciones que componen el índice, la conclusión es la misma: está entre barata y muy barata.

Si, por ejemplo, analizamos la evolución de la ratio que sale de dividir el precio de las acciones entre su beneficio -que se sitúa es en torno a diez veces- comprobamos que es, por un lado, inferior a la media histórica y, por otro, mucho más bajo al de otros mercados desarrollados. Además, si hacemos un ejercicio muy simple que consiste en comparar la evolución de esta ratio estos últimos años con, por ejemplo, esa misma ratio de la bolsa europea, comprobamos como el de la española se ha mantenido estable a pesar de que la revalorización de las acciones, mientras que en la europea se ha incrementado más de un 20%. La razón detrás de este comportamiento diferencial se debe a que **los beneficios de la bolsa española han crecido más**, compensando la expansión del múltiplo.

Otra forma de ver la misma realidad es comparar la evolución de ambas bolsas y sus beneficios. La pendiente del resultante de dividir la evolución del precio del Ibex 35 entre la del Eurostoxx 600 es inferior al que resulta de hacer ese mismo ejercicio con los beneficios de sendos índices. La conclusión más evidente es que el comportamiento del índice español se ha quedado por detrás de lo que han reflejado los resultados empresariales.

Lo anterior también se refleja en otra métrica, que no tiene ni trampa ni cartón, que son los dividendos agregados pagados por las compañías que componen los índices. La **rentabilidad por dividendo de la bolsa española es claramente la más alta de las bolsas desarrolladas**. Es más de tres veces más alto que, por ejemplo, la bolsa estadounidense y prácticamente el doble que la europea.

Cuando este análisis lo bajamos a nivel sectorial o de compañía, la conclusión es la misma. Los sectores españoles cotizan a múltiplos más atractivos que sus comparables europeos. Por

ejemplo, un sector tan importante como la banca, que tiene representación en todas las bolsas desarrolladas, cotiza en España con descuentos con respecto a sus homónimos europeos -y ni que decir tiene con respecto a los estadounidenses-.

Por lo tanto, las diferencias de valoración no son consecuencia de la composición de los índices. Y la conclusión no es otra que la bolsa española está muy barata.

### Cartera actual

En las últimas semanas hemos incrementado algo el peso en el sector industrial manteniendo por lo demás el **sesgo de la cartera a bancos, inmobiliarias, renovables y compañías de ocio** que, en general, son claras beneficiarias del buen momento de la economía española.

Con respecto a la banca, la bajada de tipos de interés más rápido de lo que se esperaba ha hecho que en seguida se desaten las dudas sobre el impacto que pueda tener en la rentabilidad futura. Se trata de un análisis muy básico y que en cierta medida trata de azucarar miedos recientes. Sin embargo, da la impresión de que, una vez más, el mercado está siendo muy simple en sus asunciones. Si nos atenemos a lo que nos han dicho los bancos para 2025, solo tenemos las indicaciones que ha dado el Sabadell -que, como saben, se está defendiendo de la OPA hostil del BBVA-.

En lo que respecta al beneficio neto, no ha apuntado ningún deterioro, todo lo contrario, las indicaciones están muy por encima de lo que estimaba el consenso. Las razones que hay detrás de esta guía de los beneficios del banco catalán son perfectamente extrapolables a la mayor parte de bancos españoles. Da la impresión de que la contracción de márgenes va a ser menos por el crecimiento del balance y, en lo que respecta a la línea de beneficios, hay que contemplar el impacto positivo que van a tener tanto las comisiones -seguros y productos de fuera de balance- como la baja morosidad.

El otro día en un encuentro celebrado por el diario económico *Expansión*, el consejero delegado de Caixabank, **Gonzalo Gortázar**, dijo: "No vamos a ver el mismo nivel de crecimiento", lo que no necesariamente implica decrecimiento... Ahora mismo el consenso está en una contracción del 7% de beneficio neto (2025 vs 2024), pero parece que es consecuencia de un análisis muy burdo. Si esto fuera así, las valoraciones actuales de la banca no estarían justificadas. Si los beneficios o la rentabilidad de este año la consideramos la de un año normal, el múltiplo tendría que ser muy superior.

**El mercado asume que los tipos van a bajar** igual de rápido que han subido, que los volúmenes van a seguir sin crecer y que las comisiones tampoco van a tener un comportamiento diferencial. Puede que veamos algo de caída en beneficio neto en 2025, pero a lo mejor la noticia es que en 2026, cuando ya se hayan movido todos los tipos, volvemos a beneficios por encima de 2024 y

una rentabilidad estabilizada (mayor del 15%), superior al coste de capital, lo que no explica que los bancos coticen por debajo de su valor en libros. El próximo 19 de noviembre es el día del inversor de Caixabank. El banco reunirá a la comunidad inversora para contar cómo ve las cosas.

Si anuncia, como algunos esperan, que en 2025 y 2026 lo va a hacer razonablemente bien, ya tendremos una referencia que, sumada a la que ya ha dado el Sabadell, debería servir para disipar los temores que últimamente se han instalado. Si esto finalmente fuera así, pillaría, una vez más, a los inversores con el pie cambiado porque en los últimos años se han aficionado a utilizar al sector de piñata. Y, además, ayudaría mucho al sector a futuro porque con tipos estabilizados al 2% y con estas rentabilidades, la película es muy distinta. A ver qué nos cuentan el 19 de noviembre.

El resto de la cartera se beneficia claramente de la bajada de tipos de interés y está **cotizando a valoraciones tremendamente atractivas** lo que es un claro exponente de la ineficiencia del mercado que llevamos tiempo comentando.

Las **inmobiliarias** tienen claramente el viento de cola. En el caso de las **promotoras** hay pocas dudas. Y en el de las **socimis**, las que había, han ido decayendo con el paso del tiempo. Las cotizaciones siguen siendo muy atractivas y probablemente la bajada de los tipos de interés las devuelva al radar del inversor institucional.

El ángulo en las **renovables** sigue siendo el mismo. Las transacciones en el mercado privado se están haciendo muy por encima del múltiplo implícito al que cotizan el megawatio instalado las compañías cotizadas por lo que es probable que podamos ver algún tipo de operación corporativa. Entretanto, la recuperación del precio de la electricidad, la bajada de los tipos de interés y la firma de PPAS (Power Purchase Agreement) debería servir para que salieran, por lo menos, de la cesta de las compañías más odiadas por el mercado.

Y en el caso de las **cíclicas industriales** parece que se va acercando su momento. Han puesto en precio prácticamente el fin del mundo, por lo que cualquier otro escenario lo deberían recoger positivamente.

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 16/10/2024 y ABANTE ASESORES no asume compromiso alguno de actualización o revisión de su contenido.



@abanteasesores



Abante Asesores



Abante Asesores



@abanteasesores



Abante Asesores