

## José Ramón Iturriaga

Okavango Delta, AGF – Spanish Opportunities

El primer trimestre del año, en lo que a los mercados se refiere, ha venido marcado por el fortísimo repunte de los tipos de interés. De hecho, un movimiento como el que hemos vivido no tiene precedente histórico. Podemos distinguir dos partes. Antes de la guerra en Ucrania, los tipos subían por la progresiva normalización de la percepción del riesgo. Y después, el mayor miedo a la inflación y la dureza en el mensaje de los bancos centrales -en concreto la Reserva Federal estadounidense- han acelerado el movimiento. En renta variable, parte de la rotación sectorial que se produjo en la primera parte del movimiento se ha revertido porque los miedos al alza de los precios han venido acompañados de mayores dudas sobre la recuperación económica. En lo que llevamos de año, el fondo acumula una rentabilidad del 7,86%, frente al Ibex, que pierde un 0,71%.

La clave es si las dudas sobre la recuperación económica se acaban o no concretando. En las últimas semanas las fortísimas caídas de los datos de confianza del consumidor no se han trasladado a la economía real. Los distintos indicadores sobre la evolución de la economía - ocupación hotelera, ingresos fiscales, PMIs etc.- no reflejan la pérdida de confianza. A esto está contribuyendo tanto las altas tasas de ahorro acumulado, como la altísima proporción marginal al consumo por el afán en recuperar el tiempo perdido tras los dos años de pandemia. Llegados a este punto, esta divergencia se puede solucionar de dos maneras. O bien el consumo termina cayendo y arrastrando al resto de la economía. O el *shock* de confianza es transitorio y vuelve a niveles más normalizados sin que por el camino haya tenido mayor impacto económico.

Otro dato importante es lo que pase con el precio del petróleo. Su evolución va a determinar lo que pase con la economía y con los precios. Si como hasta ahora, y más allá del repunte que tuvo hasta los 140 dólares coincidiendo con la prohibición de Estados Unidos y Reino Unido de importar hidrocarburos rusos, se mantiene en torno a los 100 dólares o baja algo más, la sangre no debería llegar al río. El impacto en el crecimiento se limitará a unas pocas décimas y la peor lectura de la inflación la tendríamos por detrás y solo por el efecto base debería ajustarse rápido antes de final de año.

La evolución del precio del petróleo es lo que va a dar o quitar razones y, en este sentido, que no se hayan cortado las importaciones de hidrocarburos rusos por parte de Europa es fundamental. El sesgo retrospectivo en una situación inédita como a la que nos estamos enfrentando actualmente, como ya nos enseñó la pandemia, no sirve. Tratar de inferir el futuro tirando del retrovisor hoy no es posible.

En lo que respecta a lo que puedan hacer los bancos centrales hay que enfatizar que no están en la misma situación a uno y otro lado del Atlántico. La inflación subyacente en Estados Unidos está muy por encima de la europea. La Fed va a subir más y más rápido que el Banco Central Europeo. El BCE lo acabará haciendo, pero el tiempo en cierta medida juega a su favor. Y el impacto en las economías debería ser distinto. En el siempre difícil ejercicio de controlar los precios enfriando la economía, pero sin pasarse, los bancos centrales tienen a su favor -frente a otros ciclos comparables- que el punto de partida de los tipos de interés nunca ha sido tan bajo. Por lo que, aunque puedan parecer muchas, por ejemplo, las subidas en Estados Unidos, el punto de llegada sigue siendo relativamente bajo para patrones históricos; y, si nada se rompe, a medida que avance el año, las bases de comparación deberían ayudar a que se relaje la presión en los precios.

En otro orden de cosas, importa destacar el aluvión de operaciones corporativas al que estamos asistiendo. Y de momento no tiene visos de cambiar. La enorme cantidad de dinero que hay en las cunetas y el atractivo al que muchas compañías cotizan, sienta las bases para que el trasvase de dinero del mercado privado a la bolsa continúe. El tamaño de las operaciones que se van conociendo rompe récords día tras día y hay pocos sectores que escapen del voraz apetito de los inversores financieros e industriales.

### **Cartera actual**

En las últimas semanas ha salido de la cartera Repsol. El muy buen comportamiento relativo y el hecho de que una eventual caída del precio del petróleo pudiera afectar la cotización nos ha llevado a cambiarla por Indra, que es una de las compañías que más claramente se va a beneficiar del incremento en el gasto en defensa de los próximos años -además de estar cotizando a un múltiplo muy atractivo y haber sufrido una enorme transformación en los últimos años-.

Además, ha salido Mediaset porque las escasas posibilidades de que la matriz europea mejore la mediocre oferta que presentó hace unas semanas nos empuja a cambiarlo por Atresmedia. Cotiza a múltiplos muy atractivos con una de las rentabilidades por dividendo más altas de la bolsa española y con un claro ángulo corporativo una vez que el proceso de consolidación europeo está lanzado.

Hay que destacar que, además de Mediaset, actualmente tenemos en cartera otras dos compañías que están en la vorágine corporativa: Metrovacesa y Lar. En el caso de la socimi, uno de los competidores naturales en centros comerciales en España compró la participación de Pimco -vendedor forzado- y hoy es el principal accionista de la compañía. No tiene mucho sentido que se quede como inversor financiero sin presencia ni siquiera en el consejo de la compañía, por lo que no es descartable que haya noticias en un futuro próximo. En lo que respecta a la

promotora inmobiliaria, el inversor mexicano Carlos Slim ha lanzado -a través de la filial inmobiliaria de FCC- una oferta para hacerse con otro 25% de la compañía -actualmente ya tiene un 5% directamente-. En este caso es poco probable que prospere el movimiento, pero solo la demostración de interés es positiva en sí misma. No se ha escrito el último capítulo en ninguna de estas dos historias.

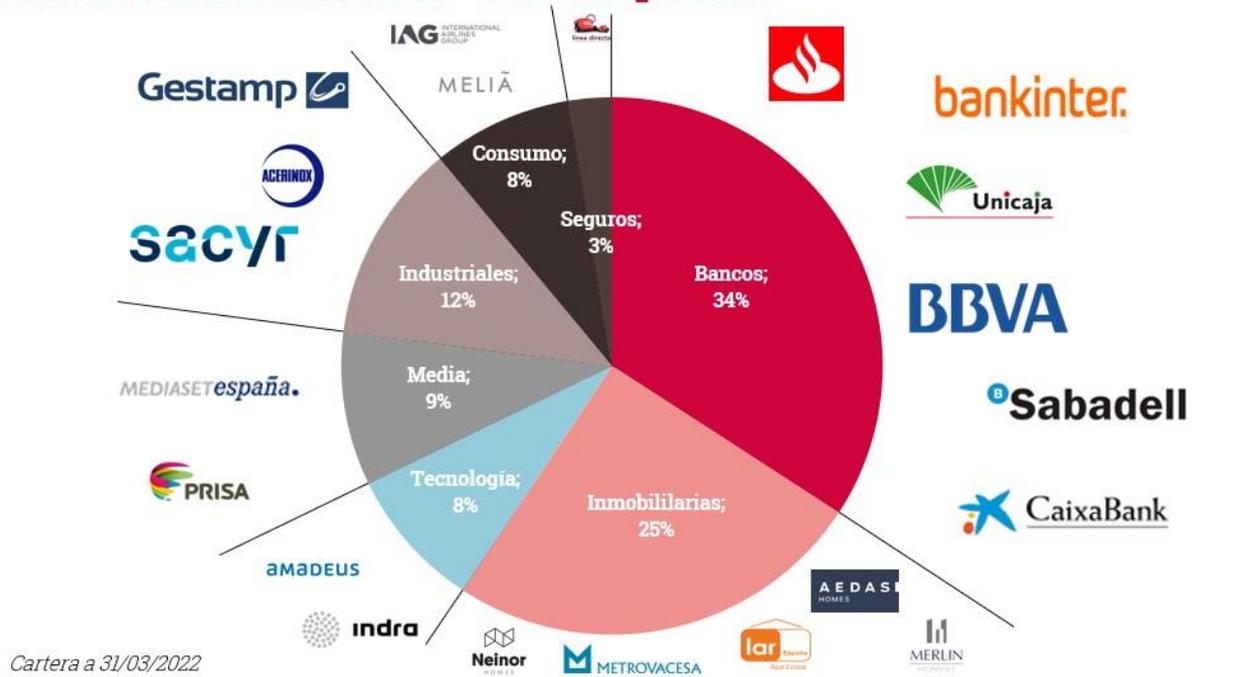
Se dan las circunstancias para que continúe el baile corporativo y, además de las mencionadas, tenemos en cartera alguna otra compañía que tiene ese ángulo.

En el caso de los bancos resulta pertinente destacar la circunstancia que si cabe esta vuelta de los tipos de interés va a ser más beneficiosa para sus cuentas de resultados que lo que tradicionalmente ha sido por el hecho de que el Euribor sale de terreno negativo -de hecho, ya ha salido después de muchos años cotizando en negativo-. Nunca lo hemos vivido, por lo que no podemos fijarnos en el pasado para extrapolar cuál fue entonces el comportamiento de las cuentas de resultados. Ahora, podemos inferir que los primeros 100-150 puntos básicos de subidas se van a trasladar de forma mucho más efectiva que en ocasiones anteriores. De saque las primeras subidas de tipos no van a tener ningún coste para los bancos a la hora de retribuir los depósitos porque hasta el momento les están costando. Así que, de primeras, los primeros 50 puntos básicos de subida del Euribor les va a entrar en vena por el lado del pasivo a los bancos por el menor coste. Los siguientes 50 es muy probable que tampoco tengan ningún coste -y también se lo lleven los bancos- porque después de tantos años costándoles el pasivo no tienen ningún incentivo en comenzar a retribuir los depósitos a las primeras de cambio.

Por el lado del activo la relación es fácil de calcular ya que la exposición de los bancos españoles al Euribor es bastante evidente, sobre todo en las hipotecas. Por otro lado, el incremento de la morosidad, hay que hacer dos reflexiones. Por una parte, el peso de las hipotecas a tipo fijo firmadas en los últimos años se ha incrementado sustancialmente y estas, las más nuevas, son las que más en riesgo están cuando se da la vuelta el ciclo. Y, por otro, que dado el método de amortización que generalmente aplica -el francés- las alzas en los tipos de igual manera que no supusieron una rebaja muy sustancial de la cuota al cambiar intereses por principal, ahora tampoco se va a notar, ya que afectará más al *mix* que a la cantidad mensual.

Por lo tanto, una subida moderada de los tipos de interés, como el que se espera en Europa, va a tener mucha mayor repercusión en las cuentas de resultados de la banca de lo que tradicionalmente ha tenido cuando se han dado estas circunstancias históricamente. En dos o tres años la banca podría recuperar entre cuatro y cinco puntos de rentabilidad sobre los activos tangibles -superando con creces el coste de capital- cotizando como cotizan a un múltiplo sobre valor en libros extremo.

## Distribución sectorial – 21 compañías



### Visión de mercado

Las dudas han vuelto al tejado del crecimiento. La subida de las materias primas sumadas a la retórica, mucho más contundente por parte de los bancos centrales, que anticipa mayores subidas de tipos de las que se esperaban hasta hace poco, ha puesto en duda la capacidad de la economía de continuar con la recuperación.

La clave es lo que pase con el precio del petróleo por el traslado evidente que tiene tanto al crecimiento como las expectativas de precios. La inercia que tiene la economía tras la reapertura, el bajo nivel de deuda privada y el ahorro acumulado hacen que, si el precio del petróleo se mantiene en estos niveles o baja algo, los miedos económicos se atemperen y vuelva el mercado a las dinámicas de principio de año.

Este es, salvo catástrofe, el escenario central lo que, visto lo visto, es bastante positivo para nuestra cartera.

Quedo a su disposición para cualquier consideración.

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 25/04/2022 y ABANTE ASESORES no asume compromiso alguno de actualización o revisión de su contenido.



@abanteasesores



Abante Asesores



Abante Asesores



@abanteasesores



Abante Asesores