

José Ramón Iturriaga

Okavango Delta, AGF – Spanish Opportunities

La vuelta al cole está siendo movida. El endurecimiento del discurso por parte de los bancos centrales -que comenzó en la cita anual de Jackson Hole- ha caído como un jarro de agua fría en un mercado que estaba algo complaciente con el devenir de la política monetaria. Mayores subidas de tipos en menos tiempo y con pocos visos de que se puedan revertir en el corto plazo cambian la narrativa que había comprado el mercado. La renta fija, lógicamente, es la que peor parada ha salido y suma las caídas de las últimas semanas a la histórica pérdida que acumulaba en el año. Y en la renta variable vuelve, en parte, la dinámica de rotación de sectores de crecimiento a aquellos más ligados a la economía real. En el año, hasta el 16 de septiembre, el fondo pierde un 1,86%, frente a las caídas del 9,50% de la bolsa española.

Importa distinguir que los bancos centrales esta vez no tienen que ir de la mano en el proceso de reversión de las políticas extraordinarias que han estado vigentes estos últimos años. La inflación es de naturaleza distinta. En esta parte del mundo tiene que ver mucho más con los problemas de oferta -básicamente, el precio del petróleo y, últimamente, el del gas-, mientras que en Estados Unidos están en un punto en el que la economía ha alcanzado una velocidad de crucero en la que probablemente sea necesaria una mayor desaceleración para que los precios reviertan. En cualquier caso, los peores datos de inflación ya están por detrás. En los próximos meses los datos reflejarán las caídas que se han producido en el precio de prácticamente todas las materias primas que, a excepción del gas, que también ha caído (un 50% desde los máximos de hace unas semanas, aunque sigue estando muy alto), están en mínimos de los últimos seis meses por debajo de donde estaban al empezar la guerra.

La economía, lógicamente, se va a resentir. Tanto Estados Unidos como algún país europeo puede que entre en recesión técnica, esto es dos trimestres consecutivos de decrecimiento del PIB. Ahora bien, se trata de algo en cierta medida buscado no sobrevenido y que, desde luego, no tiene nada que ver con lo que a partir de las últimas experiencias entendemos como recesión. Las diferencias con lo que conocemos como la gran crisis financiera -que sería con la que nos podemos comparar- son absolutas. No hay problemas de endeudamiento del sector privado ni de solvencia de los bancos. Ni hay problema con burbujas de valoración en ningún sector. La economía va a crecer menos temporalmente, pero no va a ser algo que traiga mucha cola. Estamos en un túnel en el que ya se ve la salida.

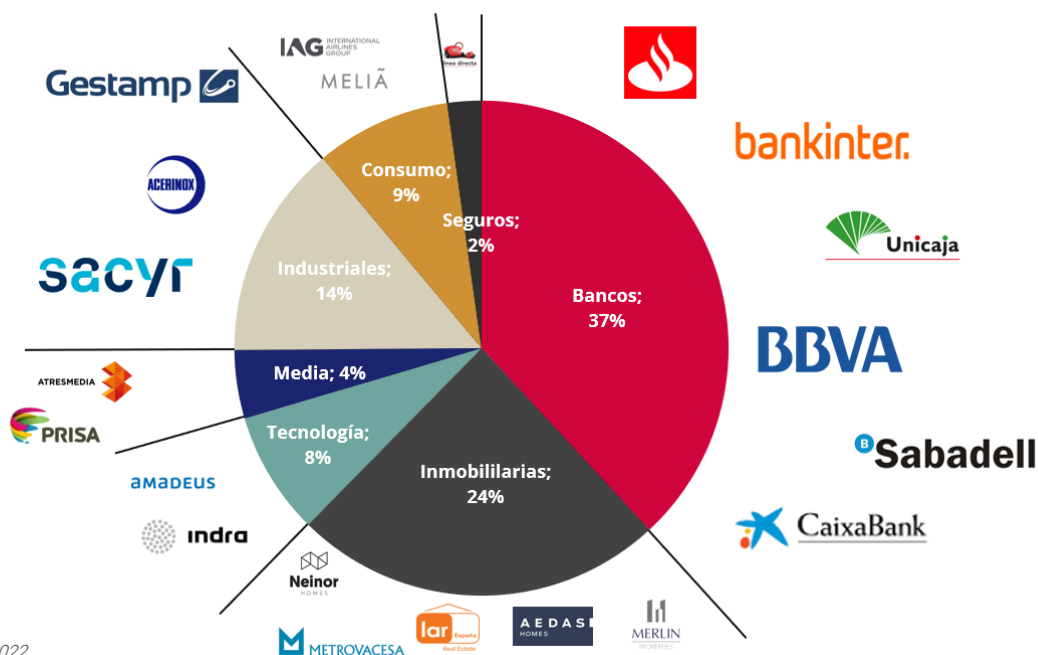
Evidentemente, el devenir de la guerra va a influir en las dinámicas de precios. Ahora bien, resulta interesante destacar que, desde el anuncio del corte definitivo del suministro por parte de Rusia a final del verano, el gas se ha ido a la mitad. En cierta medida, el mercado ha puesto la venda antes de la herida lo que, sumado al hecho de que los países europeos y en concreto Alemania van por

delante en el proceso de acumulación de reservas, hace que se descarten los peores escenarios de cortes de suministros de los que se hablaban cuando todo esto empezó. Además, una eventual desescalada del conflicto que, dados los últimos acontecimientos, y aunque sigue sin ser el escenario central, no es en absoluto descartable, supondría un cambio radical en las expectativas lógicamente para mejor.

Cartera actual

Durante el verano se aprovecharon las caídas para incrementar el peso en bancos. Este sector es el que más pesa en la cartera (35%). Y en los últimos días, el cambio de mensaje por parte del BCE ha provocado que el mercado se cayera del caballo. La constatación -como Santo Tomás, los mercados han tenido que meter los dedos en las llagas- de que los tipos van a subir (se situarán entre el 1,5-2%) y mantenerse en esos niveles ha provocado un cambio radical del sentimiento. De un día para otro se han caído del guindo. Se han dado cuenta de que la combinación actual de política monetaria y fiscal es viento de cola para los beneficios de la banca. En un momento de valoración extraordinario -en relativo cotizan en mínimos de 30 años y en absoluto claramente por debajo de su valor en libros y a 6-7 veces beneficios-, rentabilidades por dividendo de más de un 7% y recompras de acciones a todo lo que da, la subida de los tipos y la mayor rentabilidad de los bonos ha sido el catalizador. Lo que, sumado a un mejor momento de los resultados en absoluto, pero también en relación al resto de sectores, los ha puesto definitivamente en el disparadero. Además, se verían muy beneficiados por una posible reducción de la incertidumbre geopolítica.

Distribución sectorial - 21 valores



Cartera a 31/08/2022

El resto de la cartera mantiene el sesgo a cíclicas en sus distintas versiones. A medida que se vayan disipando los peores temores -menor crecimiento, incluso recesión técnica en algún país, que en ningún caso será en España, pero nada comparable ni con las consecuencias de crisis anteriores-, desandarán el camino andado. Las valoraciones descuentan escenarios imposibles que solo se justifican por el sesgo *top down* que marca el día a día de los mercados.

Visión de mercado

Estamos en un punto en el que las expectativas son tan bajas, están tan deprimidas por las circunstancias actuales, que el desenlace solo puede sorprender por un lado. O bien pasa lo que todo el mundo espera que pase, pero las consecuencias son algo mejor de lo esperado porque nos pillan, mal que bien, preparados. O un giro en el desenlace de la guerra, que, repito, no es lo que más probabilidades tiene y no es algo que podamos predecir pero que, desde luego, tampoco se puede descartar, cambia por completo el final de la película.

El vuelco que hemos visto últimamente en el sentimiento hacia la banca es un buen indicador de lo que puede pasar con gran parte de la bolsa española en las próximas fechas. A medida que se vayan disipando los miedos se impondrán los fundamentales. Y hoy en muchas de las compañías cotizadas en el mercado español son muy atractivos. Como decía Larry Fink, CEO de BlackRock, la mayor gestora del mundo hace pocas fechas en un medio español: "España está infravalorada, la miro con mucho optimismo".

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 21/09/2022 y ABANTE ASESORES no asume compromiso alguno de actualización o revisión de su contenido.



@abanteasesores



Abante Asesores



Abante Asesores



@abanteasesores



Abante Asesores