

RODRIGO UTRERA RESPONSABLE DE RENTA VARIABLE DE SANTANDER AM

“Europa cotiza como en 2017 pese a tener un 40% más de beneficios”

El máximo responsable del mayor fondo de bolsa ibérica, el ‘Santander Acciones Españolas’, y de varios fondos europeos, considera que el mercado está dejando oportunidades por el posicionamiento de los inversores ante un escenario de casi recesión que no cree probable

POR ÁNGEL ALONSO Y JOAQUÍN GÓMEZ

El nuevo responsable de renta variable de Santander AM entró en la gestora a principios de este año, poco antes de la guerra de Ucrania y con la inflación como un tema que ya preocupaba a la comunidad inversora. Y durante estos meses ha podido ir adaptando las carteras de los fondos que dirige, entre los que se encuentra el *Santander Acciones Españolas*, el de mayor volumen patrimonial de su categoría (con más de 900 millones de euros) y los de bolsa europea, en los que asegura que está encontrando numerosas oportunidades en un mercado que está descontando el peor escenario posible, el de una recesión, cuando existen otros datos positivos, como una mayor estimación de beneficios para las compañías europeas.

¿Hasta qué punto podemos estar ante uno de los mejores momentos de entrada en mercado teniendo en cuenta que se va a producir una aceleración de la subida de tipos mucho más rápida de lo que pensamos, aunque luego bajen porque probablemente entraremos en un escenario de recesión?

Estamos en un escenario complejo donde los mercados han estado muy dirigidos por las políticas de tipos de los bancos centrales. Si echo la vista atrás, el mejor momento para invertir nunca ha sido cuando las malas noticias se manifiestan y ocurren, sino cuando empiezan a ser temidas y se prevé que puedan ocurrir. Y ahora estamos en esa fase. Viene un cambio de paradigma en los bancos centrales y un cambio de equilibrio en los tipos de interés a largo plazo, pero el mercado se está posicionando de manera muy brusca y extrema. La pregunta clave es cuál va a ser el escenario normalizado y qué está ya descontado por el mercado. Hay datos que son llamativos. Los principales índices europeos están ahora mismo a los mismos niveles que estaban en 2017, han perdido el retorno equivalente a cinco años, cuando las estimaciones de beneficios están un 40% por encima. Es una aproximación muy simplista, pero no por simplista deja de ser válida, y es que con un nivel de beneficios empresariales un 40% mayor los índices europeos están cotizando a niveles de hace cinco años. Dicho de otra manera: el mercado parece asumir en precio y múltiplo que las compañías europeas pierden ese 40%.

¿Y eso qué implicaría?

Significa asomarnos a un escenario de recesión, no sé si muy relevante, pero sí a un escenario de enfriamiento económico muy cla-



ANA MORALES

ro. No digo que sea lo que va a pasar, pero viendo la reacción del mercado, aparentemente parece que estamos en un territorio donde se empiezan a descontar ese tipo de cosas. Realmente tenemos datos positivos y negativos encima de la mesa, pero parece que solo importan los negativos. Ahora mismo nadie da validez al hecho de que hace muy poco las compañías han reportado unos resultados que han batido consenso, nadie da importancia al hecho de que la revisión de beneficios en el año están siendo positivas todavía en Europa y EEUU...

En ‘elEconomista’ lo vigilamos mucho y nos cuesta creerlo...

Siempre pasa en momentos como el actual. Tenemos un mercado que cuando ha entrado en modo miedo solo tiene ojos para lo negativo, que está ahí y nos preocupa.

¿Pero los bancos centrales tienen la capacidad de tener el mercado controlado o con-

sidera que han perdido esa capacidad?

Es una pregunta complicada y no tengo la respuesta. No sé si los bancos centrales van a conseguir sus objetivos. Espero y deseo que sí. Pero intento ver dónde están las bolsas. El mercado ya está asumiendo que la política de los bancos centrales en Europa nos lleva a un enfriamiento económico severo, por eso los índices están en niveles de hace cinco años con un 40% más de beneficios. Una caída de este calibre es una recesión marcada y es el *derating* que ha tenido la bolsa desde 2017. Al final el problema de fondo no ha cambiado tanto en los últimos dos meses, lo que sí ha cambiado es el foco del mercado y lo que le preocupa. Los últimos beneficios empresariales han sido buenos, la confianza empresarial está bien. Lo que está colapsando es la confianza del consumidor, principalmente debido a los costes energéticos.

¿Pero no va a tener que trasladarse esa desconfianza del consumidor en algún momen-

to al beneficio de las empresas?

Sí, pero el mercado ya lo está valorando, pensando que los beneficios y la confianza se van a deteriorar se va a deteriorar. Si mejora un poco el tema geopolítico, desaparecen las incertidumbres en el suministro de gas a Europa, con una inflación que repunta y unos niveles de tipos más altos... podría ser un escenario razonable para el que nadie está posicionado y cuando ocurre eso los movimientos del mercado siempre son abruptos. Y los bancos centrales siempre han llegado un momento en que han sido sensibles al impacto en el mercado de sus políticas. Lo peor que puede hacer un inversor es comprar cuando la cosa esté mejor, y al revés, porque los mercados no funcionan de esa forma. Si medimos el estado de ánimo por la portada de los periódicos, sabremos cuándo son buenos momentos de compra y viceversa.

A finales del año pasado, teníamos el convencimiento de que no estábamos compran-



do bolsas baratas, pero la realidad ahora es que tenemos un Ibex 35 que se paga un PER 11 y 10 el próximo año, un EuroStoxx a PER 12 y 11 el próximo año. Y si se hace la inversa de expectativa de rentabilidad, obtenemos retornos anualizados del 9%/10%. ¿Podemos empezar a ver ya que estamos comprando bolsas baratas?

Ahora sinceramente estamos en un punto donde tienes la incomodidad de ver las caídas del mercado y del valor liquidativo de los fondos pero, por otro lado, empezamos a ver oportunidades como veíamos en abril de 2020 o en la crisis soberana. La clave es no intentar adivinar el futuro y, con los datos que tenemos ahora, hacer un abanico de escenarios futuros y ver si el mercado percibe a las compañías de manera simétrica o asimétrica. Cuando el mercado ya está introduciendo en algunos casos concretos una recesión severa, que no nos parece que sea el escenario más probable, es cuando se debe tener la cabeza fría y aprovecharlo. Ahí es donde tiene que brillar la gestión activa, que se ha enfrentado a cinco años difíciles. Cuando la mayoría de los movimientos del mercado vienen explicados por los tipos de interés, eso produce muchas ineficiencias de valoración, en muchos casos de compañías o sectores concretos, que se quedan atrás o suben simplemente por una exposición relativa a una temática, como ha sido la bajada de tipos de interés o las políticas laxas de los bancos centrales. Lo que tenemos que ver es lo que está metido ya en precio.

¿Es España una mejor oportunidad que el mercado europeo en ese escenario?

En ese escenario de medio plazo Europa está mejor colocada que EEUU porque el mercado está descontando un escenario mucho

“SI MEDIMOS EL ESTADO DE ÁNIMO POR LA PORTADA DE LOS MEDIOS, SABREMOS CUÁNDO SE DEBE INVERTIR”

“CUANDO EL MERCADO DESCUENTA UNA RECESIÓN ES CUANDO SE DEBE TENER LA CABEZA FRÍA Y APROVECHARLO”

más irreal y no veo hasta qué punto quedan excesos por purgar en Europa. Y a España por la composición del índice le ha ido muchos años mal. Si miramos el *gap* entre comportamiento del índice y beneficios, está más o menos a la par, porque los sectores que tienen más preponderancia en España lo han hecho peor en beneficios. Pero de cara a medio plazo tienen una situación relativa mucho mejor de la que tenían, y creo que tienen margen para recuperar el terreno perdido.

¿Entonces seguirá siendo la bolsa española un alumno aventajado frente a la europea?

Si analizamos el comportamiento del *value* frente al *growth* europeo, a pesar del *rally* y del comportamiento relativo del *value*, estamos a niveles de 2020, aunque desde 2017 empezó a coger pendiente de una manera muy abrupta. Pero lo que hemos visto ahora es que se ha deshecho una parte muy pequeña de ese movimiento.

SECTOR FINANCIERO

“Algunas firmas meten en precio escenarios muy catastrofistas”

¿Qué peso tiene el sector financiero en el ‘Santander Acciones Españolas’ y qué peso va a tener?

Alrededor del 17% del fondo.

¿Y va a ir cerrando el ‘gap’ respecto al Ibex, donde pondera algo más?

Veremos. Si surgen oportunidades... Reconozco que mi sesgo ahora es ir cerrándolo, pero una de las primeras decisiones que tomé en el fondo en enero fue aumentar el *gap*, mientras que ahora lo estoy cerrando. No puedo decir qué vamos a hacer de manera estructural. Va a depender de lo que haga el mercado y donde veamos las oportunidades. En el punto en el que estamos ahora, hay algunas firmas financieras que empiezan a meter en precio escenarios muy catastrofistas.

¿La estrategia que van a seguir es intentar descorrelacionarse algo más del Ibex 35?

Descorrelacionarse del índice, desde mi punto de vista, no debe ser nunca una decisión tomada a priori. Independientemente de la estrategia, en cualquier fondo de gestión activa hay un componente claro de *bottom up*. Ahora tengo más bancos de los que tenía en otros fondos en los últimos años, pero porque pienso que es más atrac-



tivo. No tiene que ver con que me quiera parecer al índice o no. Descorrelacionarse debe ser una consecuencia, no una base.

Ahora se pueden ver a 12 cotizadas españolas por debajo de PER 10, cinco compañías con rentabilidades por dividendo por encima del 8%...

Lo que me parece más relevante es imaginar qué escenario se tiene que dar para que

ese PER 10 se convierta en un objetivamente muy alto. La clave está en qué tiene que pasar para que el PER fuese de 16, qué caída en beneficios tendría que sufrir esa compañía y qué escenarios macro y micro de la empresa serían compatibles con esa caída de beneficios. Y cuando te das cuenta de que esos escenarios con altísimamente improbables y raros es cuando tienes la oportunidad de invertir.

BOLSA ESPAÑOLA

“El Ibex es el paradigma de donde tiene menos sentido la indexación”

Siendo ‘Santander Acciones Españolas’, con más de 900 millones de euros, el fondo más grande de su categoría ¿en qué ratios es más atractivo el propio Ibex en el debate sobre indexación o gestión activa?

El Ibex es el ejemplo paradigmático donde tiene menos sentido relativo la indexación porque históricamente los datos lo avalan. El porcentaje de gestores que consiguen batir al Ibex es mayor que el porcentaje de gestores que consiguen batir al MSCI Europe e infinitamente mayor de los que baten al SP 500. Y eso no es porque seamos más listos los gestores españoles, sino porque es un índice muy concentrado que permite aprovechar las ventajas de la gestión activa. De lo que se trata es de aprovechar las habilidades para sacar lo mejor de los dos mundos: optimizar el retorno de los participantes, que es lo importante, sin tener que tomar la decisión cada tres meses de si soy un gestor activo o pasivo, lo cual sería tremendamente complejo.

¿El inversor internacional está volviendo o tiene tan fuera del foco a España que no utiliza los grandes fondos activos para entrar en bolsa española.

No tengo la sensibilidad sobre la procedencia de los inversores, aunque el *Santander*



Acciones Españolas por su volumen patrimonial es un *proxy* sobre el comportamiento de los inversores. Me parece claro que las temáticas sobre las que gira el Ibex 35 a nivel sectorial han traccionado relativamente peor que otras. Y eso ha calado mucho en la mentalidad de los inversores. Este año se está dando la vuelta precisamente porque el entorno favorece ahora al tipo de empresas que están presentes en el Ibex. Di-

cho lo cual, estamos todavía muy lejos. Las subidas de patrimonio recientes son debidas a que el fondo lo está haciendo bien. Pero no estoy viendo en general un incremento del apetito del inversor extranjero de la bolsa española. Eventualmente llegará y puede ser un catalizador para que aumente el *performance* relativo de España frente a otros países. Pero una tendencia de diez años no se revierte en seis meses.