

# ¿ESPAÑA OPORTUNIDAD DE INVERSION?

Antes de empezar....



¿La **economía española**  
**entrará en recesión** en  
2023 o en 2024?

## Antes de empezar....

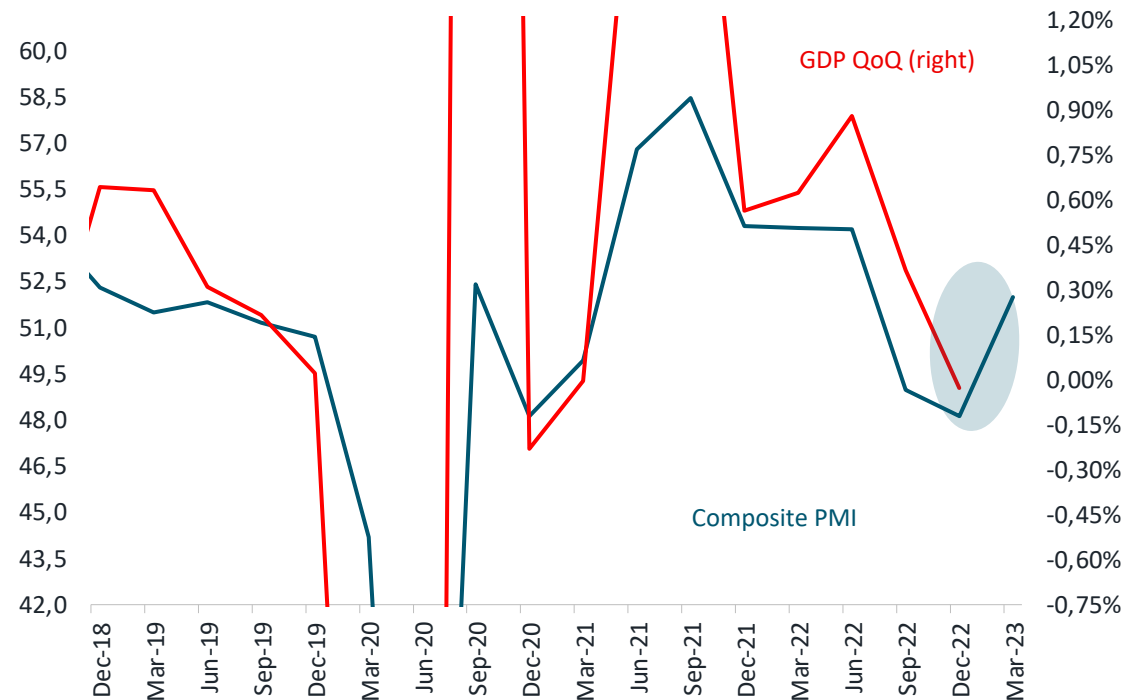


¿Qué preocupa más:  
Bancos centrales y  
tipos, Inflación,  
Geopolítica , Crisis  
Bancaria o Recesión?

# Macro : El año ha empezado mejor de lo que esperaban los inversores como se ve el GDP y en la confianza del consumidor

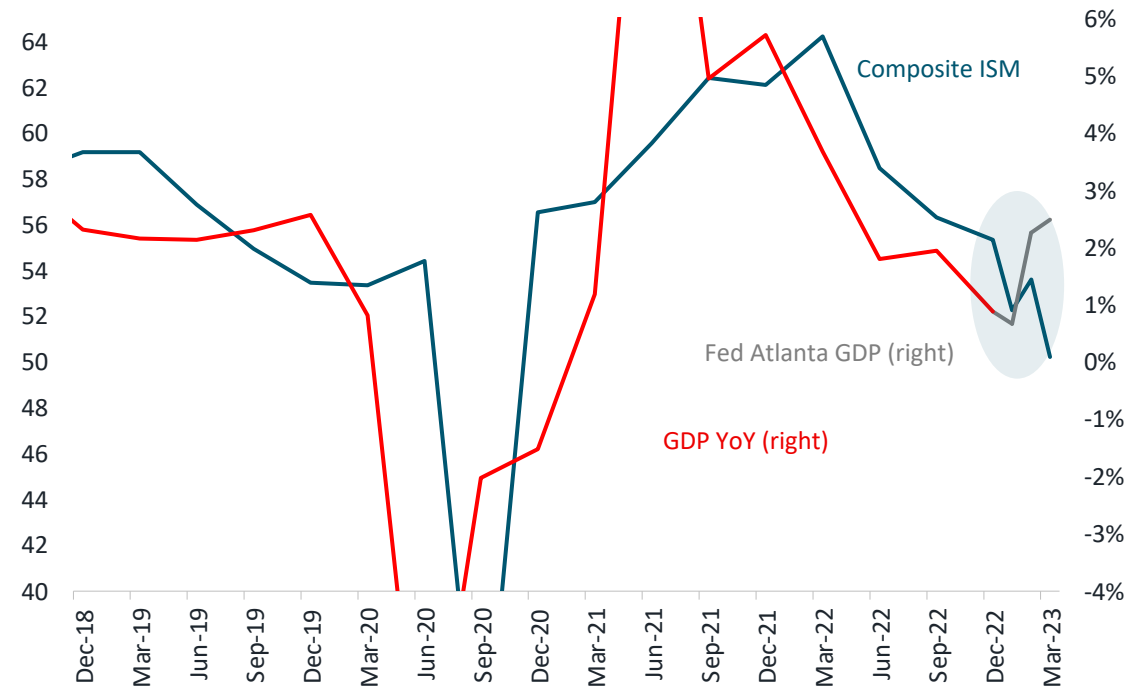
## Euro Zone: composite PMI and quarterly GDP

Source: Bloomberg and SAM calculations



## US: composite ISM, GDP YoY and Fed Atlanta GDPNow

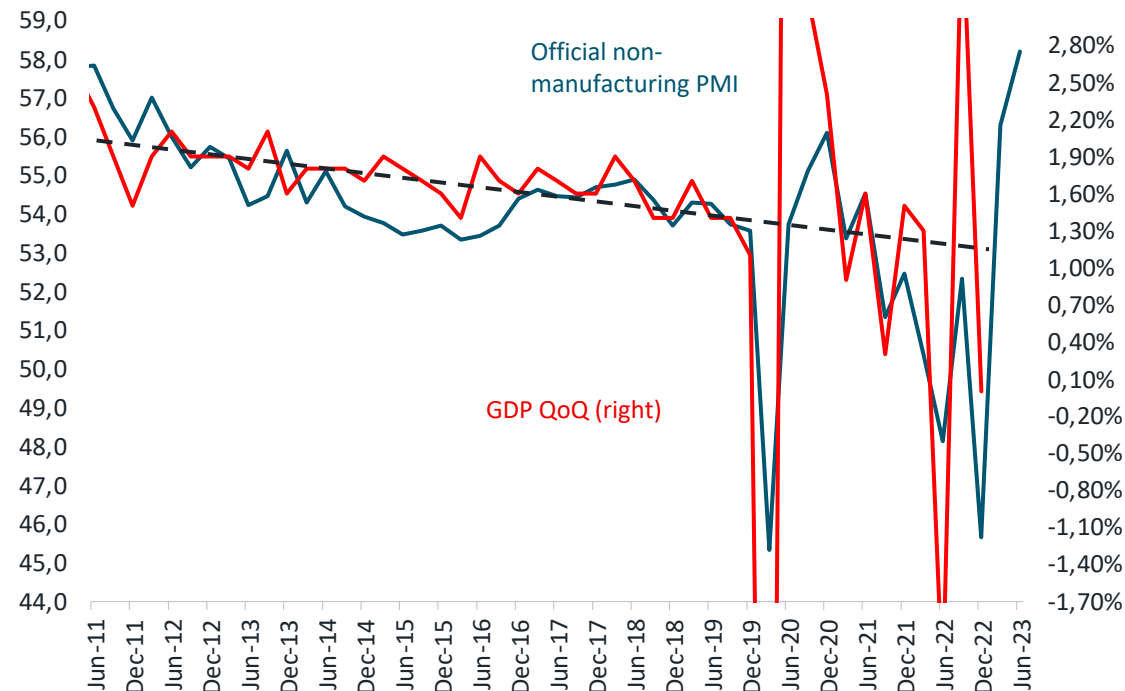
Source: Bloomberg and SAM calculations



## Macro : El anuncio de la reapertura de China ha impactado positivamente en los indicadores económicos. Siendo un viento de cola muy positivo para-Europa

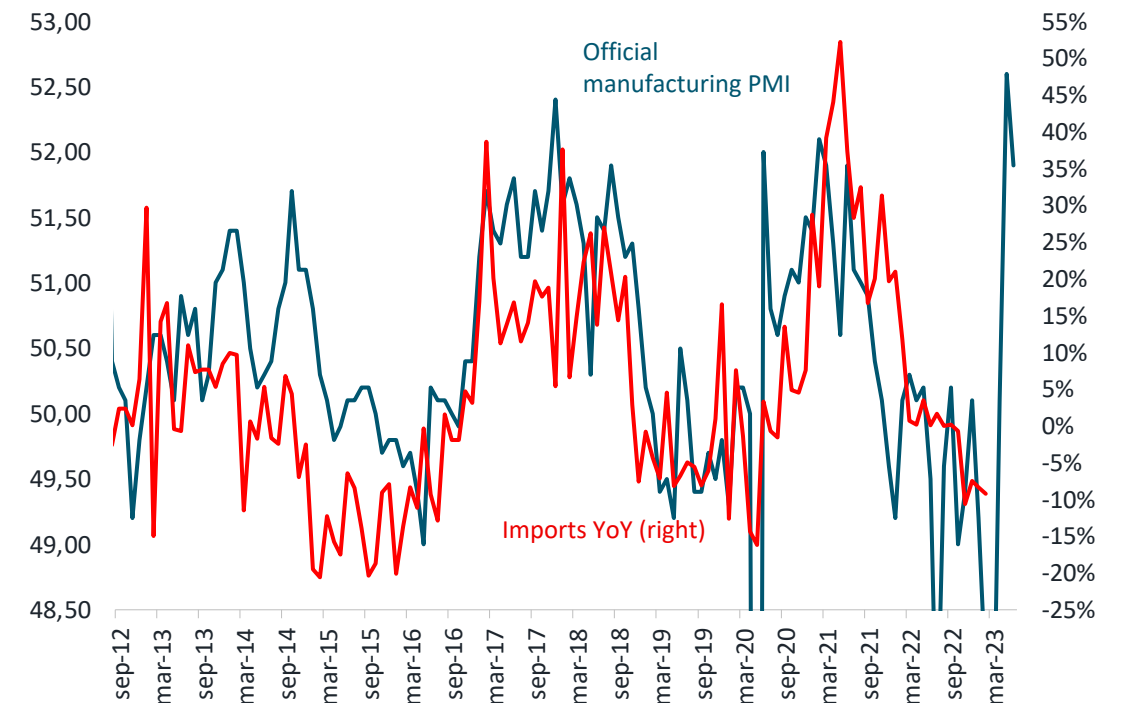
### China: Official services PMI and GDP QoQ (1Q lag)

Source: Bloomberg and SAM calculations



### China: Official manufacturing PMI and imports YoY

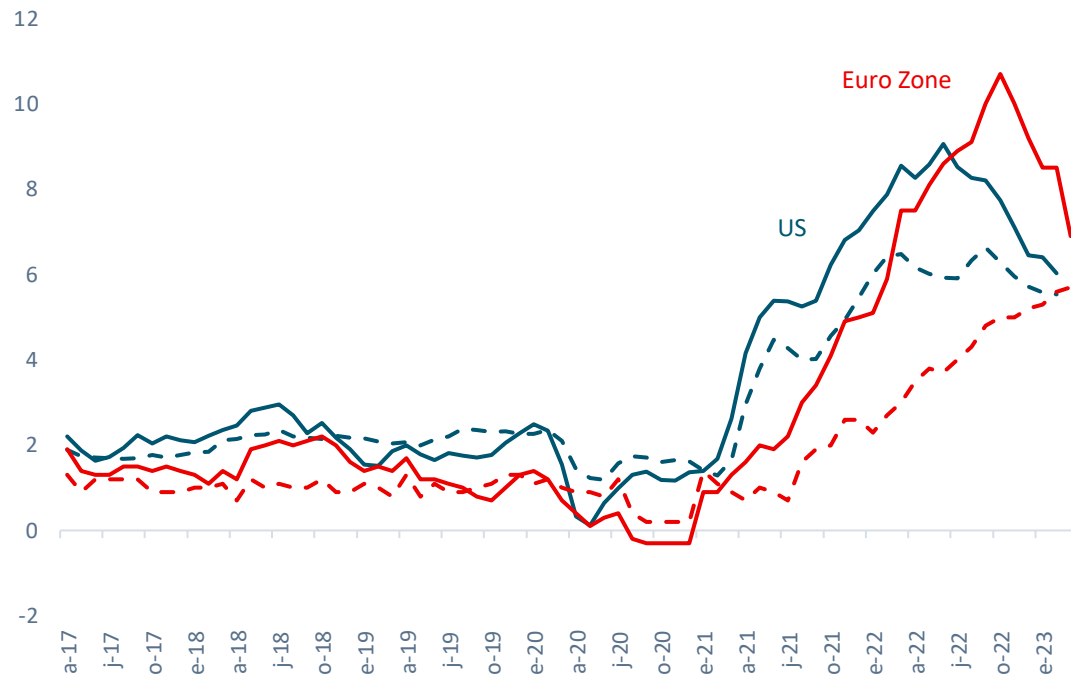
Source: Bloomberg and SAM calculations



**Macro** : La inflación se ha desacelerado en el primer trimestre por la caída de los precios de la energía pero la presión continua en la inflación subyacente que ha alcanzado nuevos máximos este trimestre en Europa

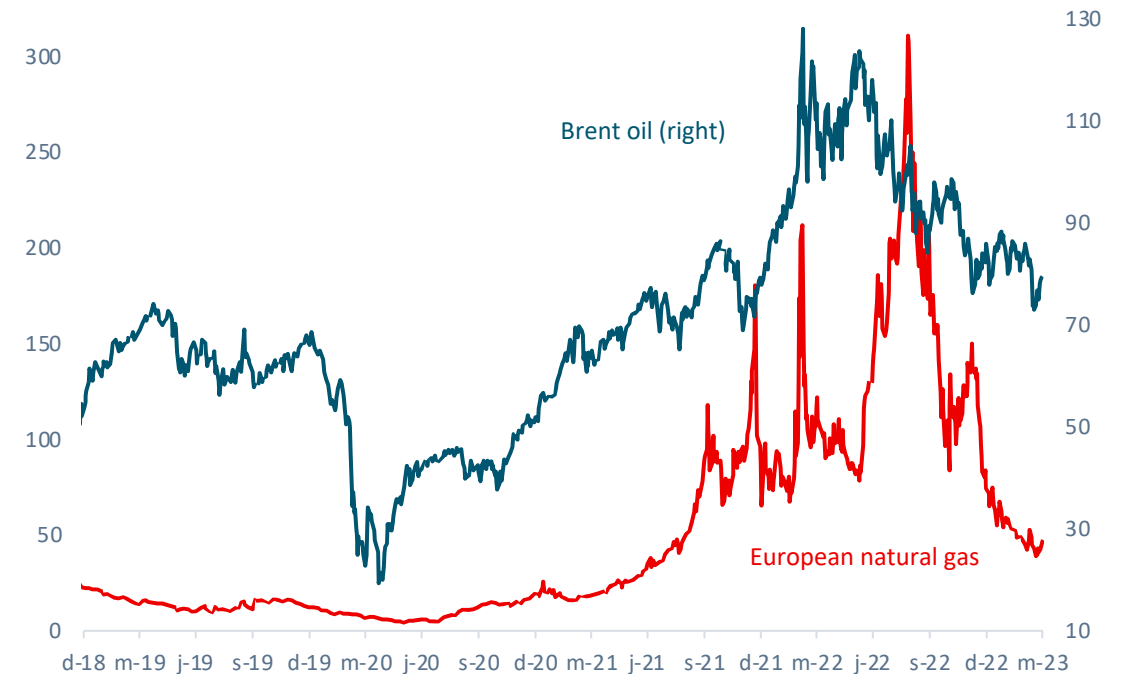
Headline and core inflation: Euro Zone (Mar) and US (Feb)

Source: Bloomberg



European natural gas (€/MWh) and Brent oil (\$/barrel)

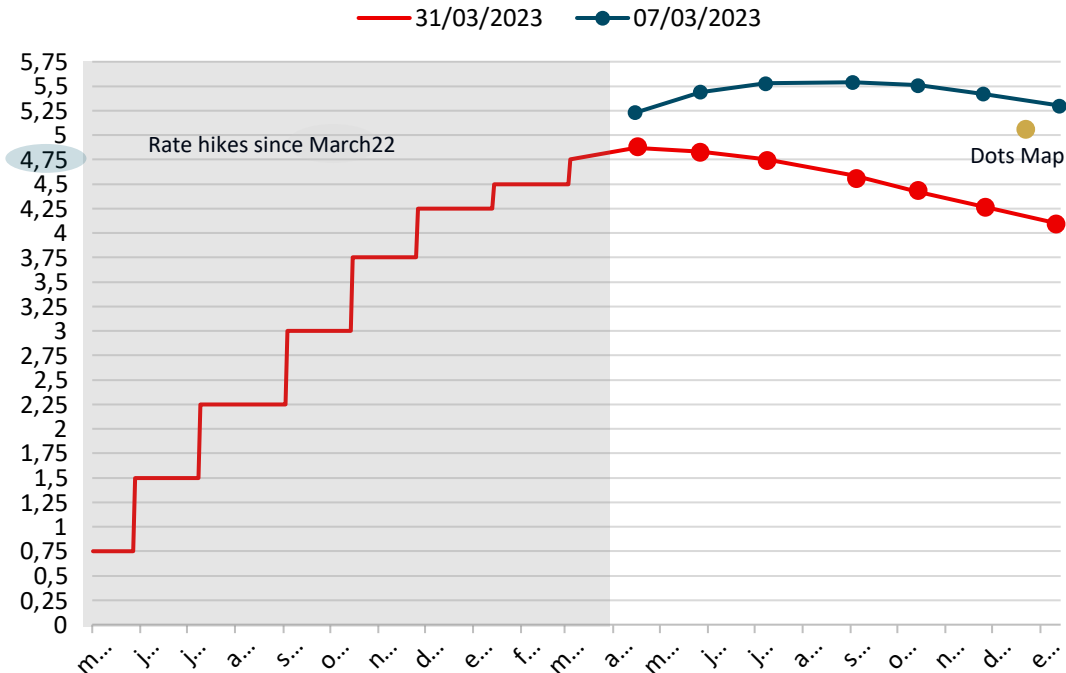
Source: Bloomberg 31/03/2023



## Bancos Centrales: después de las recientes turbulencias financieras, el Mercado ha reducido sus expectativas sobre más subida de tipos de los Bancos Centrales, incluso descontando recortes de tipos en US en el próximo otoño. Aún así el enfoque de la fed y el BCE está en controlar la inflación

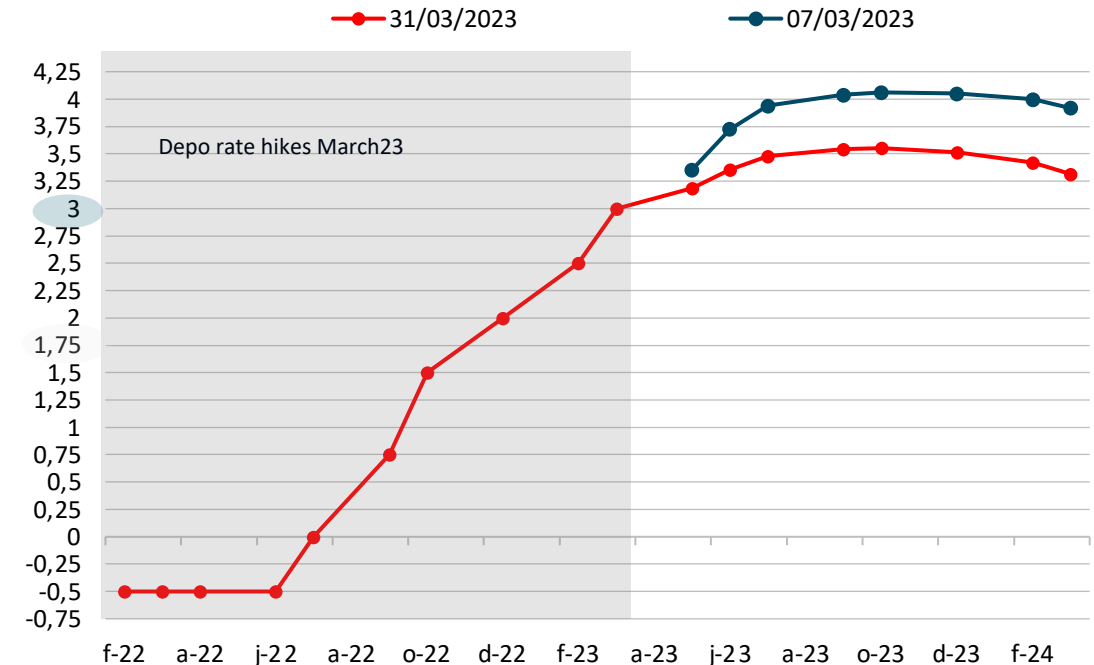
### US: Fed funds rates futures (lower bound)

Source: Bloomberg and SAM calculations



### Euro Zone: Depo rate estimates based on €STRN forwards

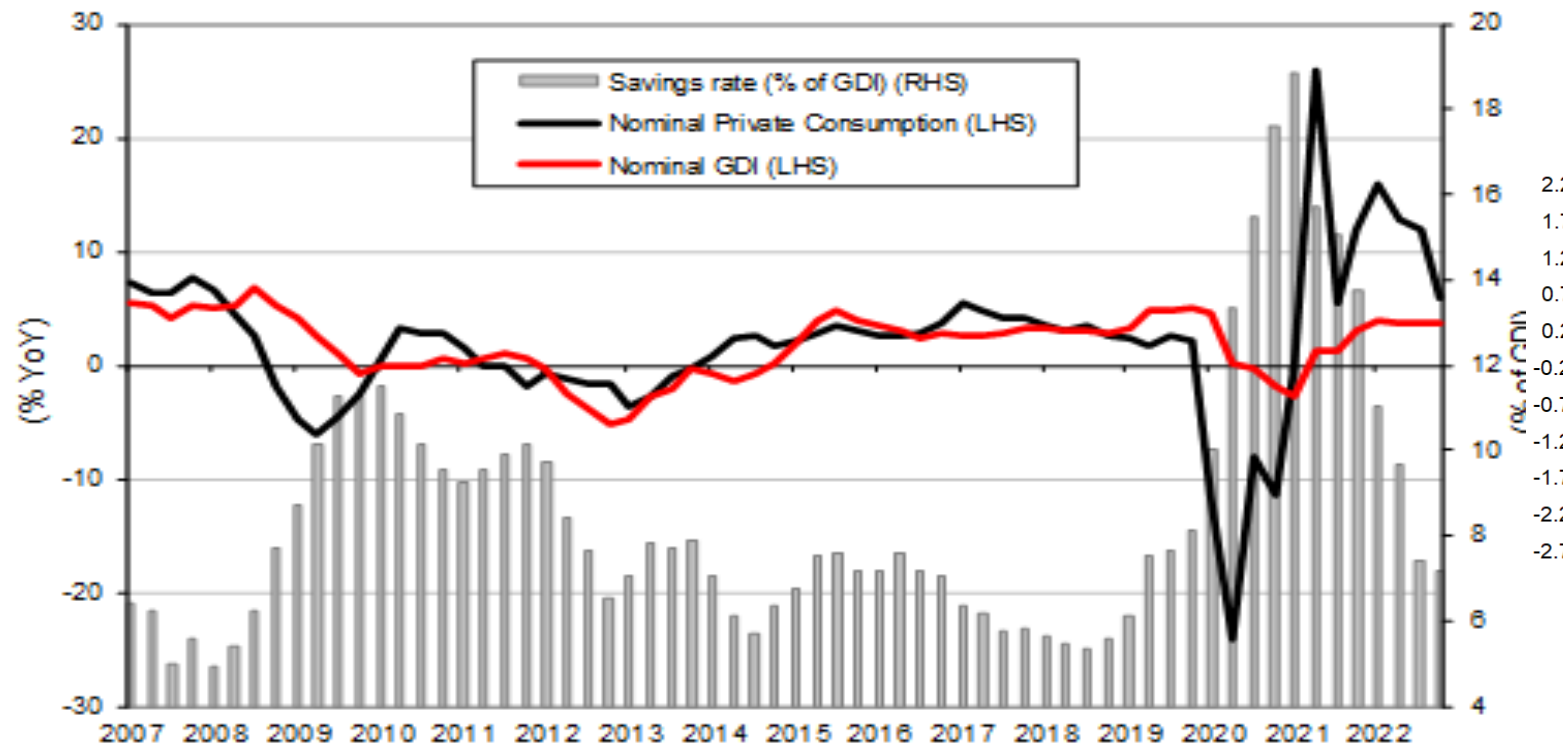
Source: Bloomberg and SAM calculations



El ahorro está cayendo en España aunque se ha estabilizado relativamente a final de año. La línea roja de ingresos es alta y el consumo (la negra) va a la baja..... Las familias recortaron el consumo en el 4T, lo que contribuyó a aguantar el ahorro frente a la tendencia a la baja de los últimos trimestres....

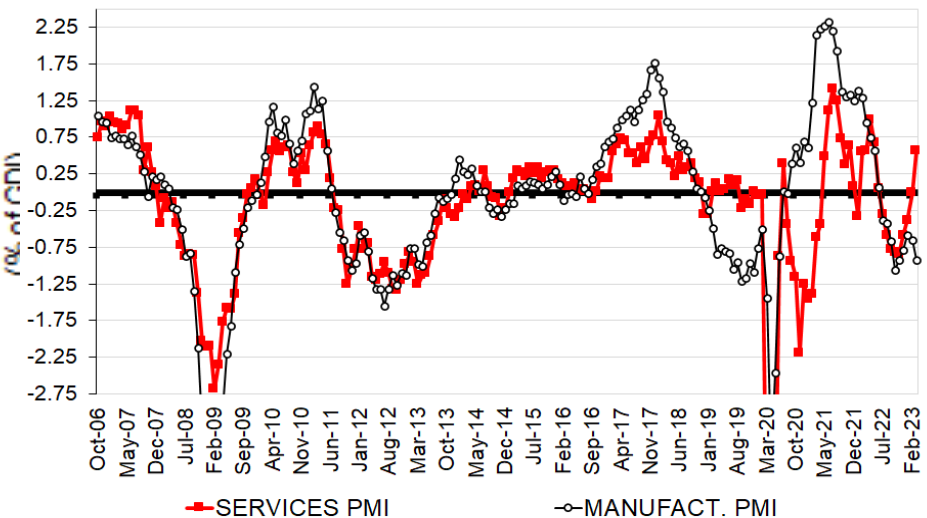
Posiblemente se vuelva a ir hacia abajo el ahorro (hacia el 5% en el 1T23) ¿Pero hasta cuando se mantendrá el consumo?

**Spain – Consumption vs GDI and Savings, 2007-4Q22**



Source: BoS, INE and Santander.

**EURO ZONE PMIs: STANDARD DEV. FROM AVERAGE**





## Monedas: Seguimos más positivos en el euro por razones fundamentales

## Commodities: Después del rally de 2020 hemos visto una corrección importante

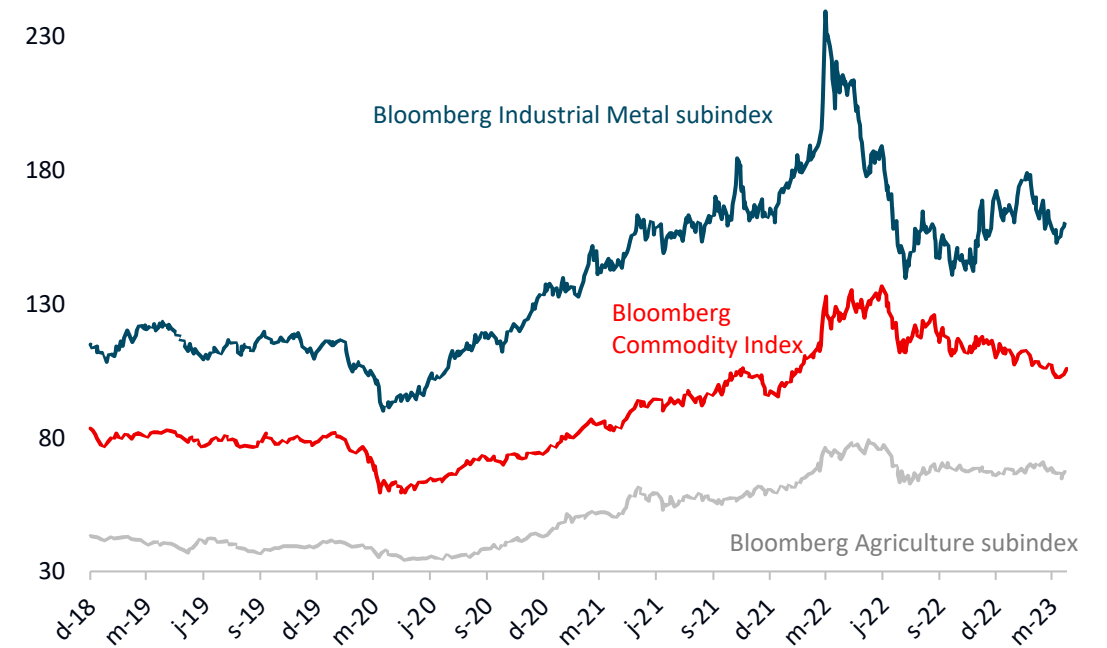
### Currency: EUR/Dollar

Source: Bloomberg 31/03/2023



### Commodities

Source: Bloomberg 31/03/2023



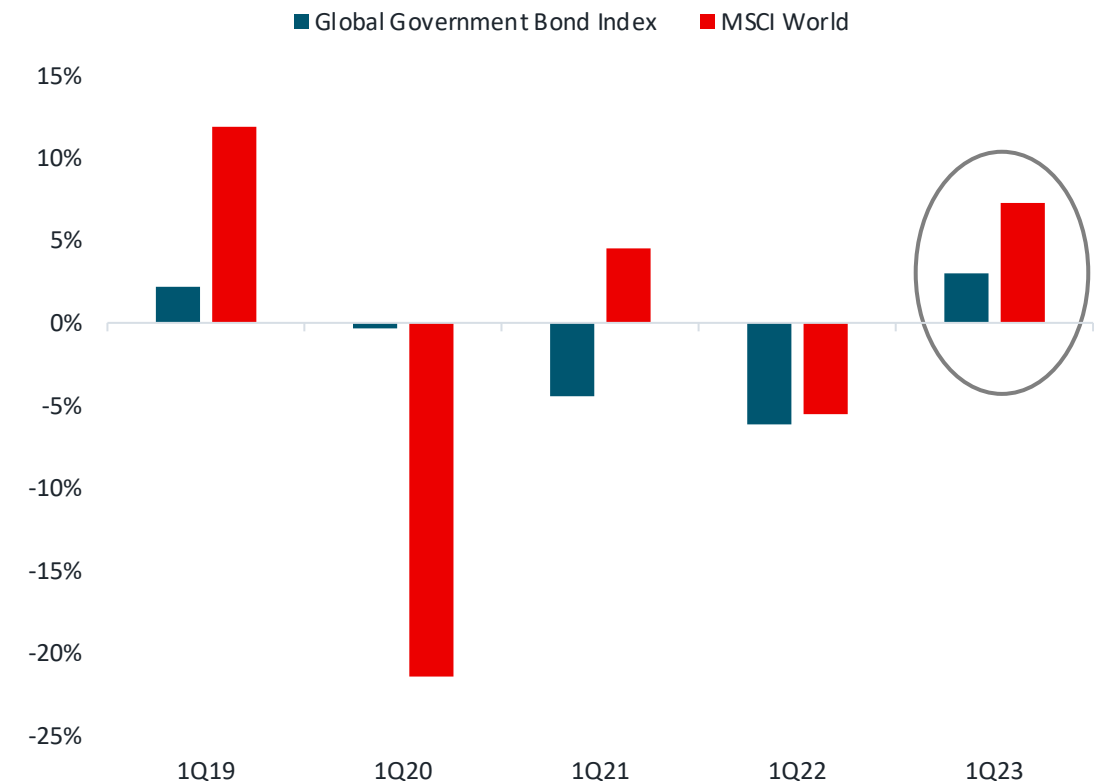
## Mejor comienzo de año y trimestre en renta variable desde 2019

### Markets evolution

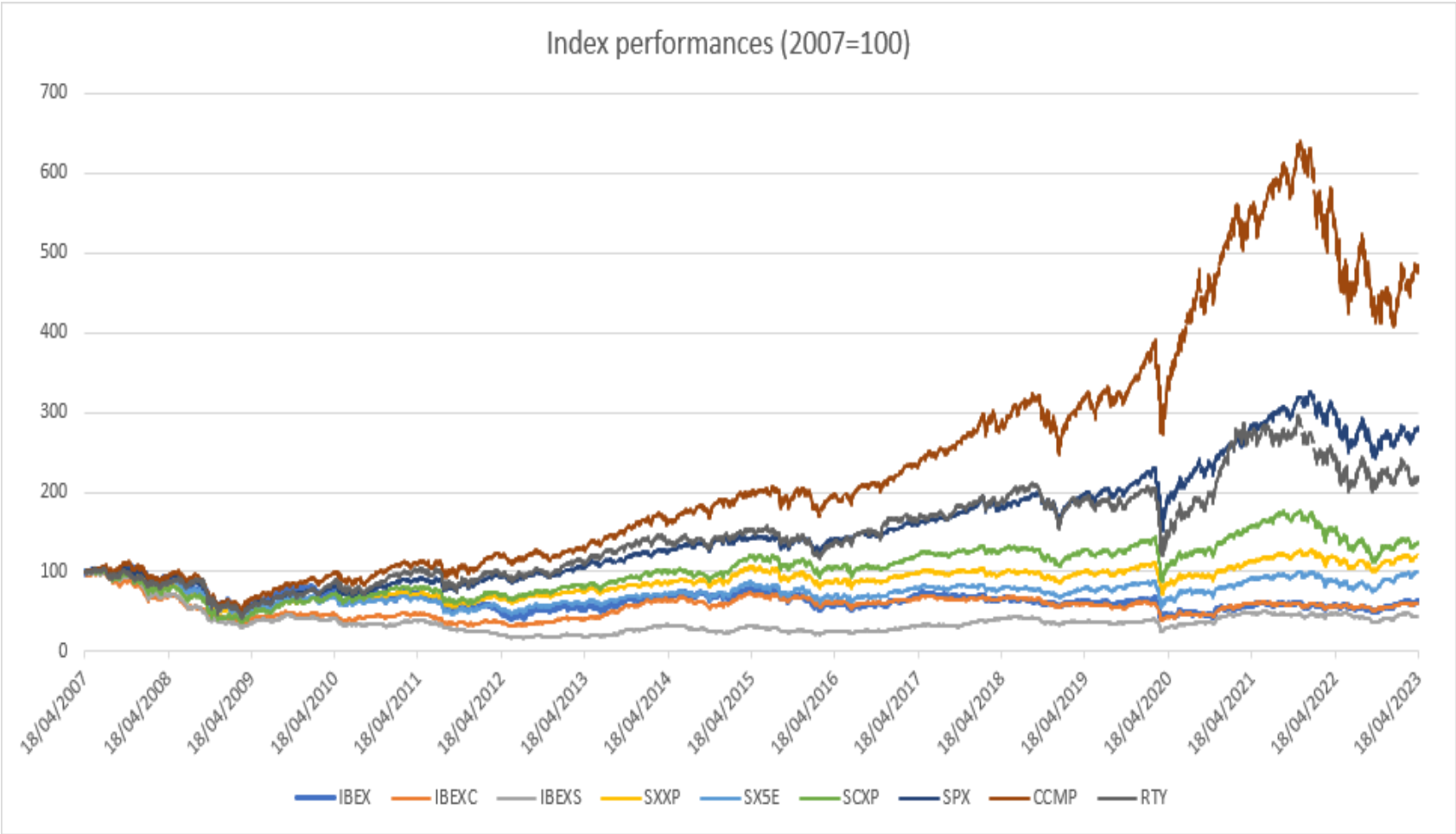
Local currency		
	1Q23	2022
MSCI World All Countries (\$)	6,84%	-19,80%
MSCI EM Local	3,37%	-17,95%
S&P 500	7,03%	-19,44%
STOXXEUROPE600	7,75%	-12,90%
DAX	12,25%	-12,35%
FTSE 100	2,42%	0,91%
IBEX 35	12,19%	-5,56%
PORTUGAL PSI20	5,60%	2,81%
POLAND WIG	1,99%	-17,08%
BRAZIL BOVESPA	-7,16%	4,69%
MEXICO S&P/BMV IPC	11,23%	-9,03%
ARGENTINA MERVAL	21,59%	142,02%
CHILE IPSA	1,19%	22,13%
Government USA	3,09%	-12,86%
Government Euro	2,00%	-18,22%
COMMODITIES	-6,47%	13,75%
USD/EUR	1,25%	-5,85%

### 1Q evolution since 2019: global bond index and MSCI World

Source: Bloomberg and SAM calculations



# Performance Indices. España se queda atrás



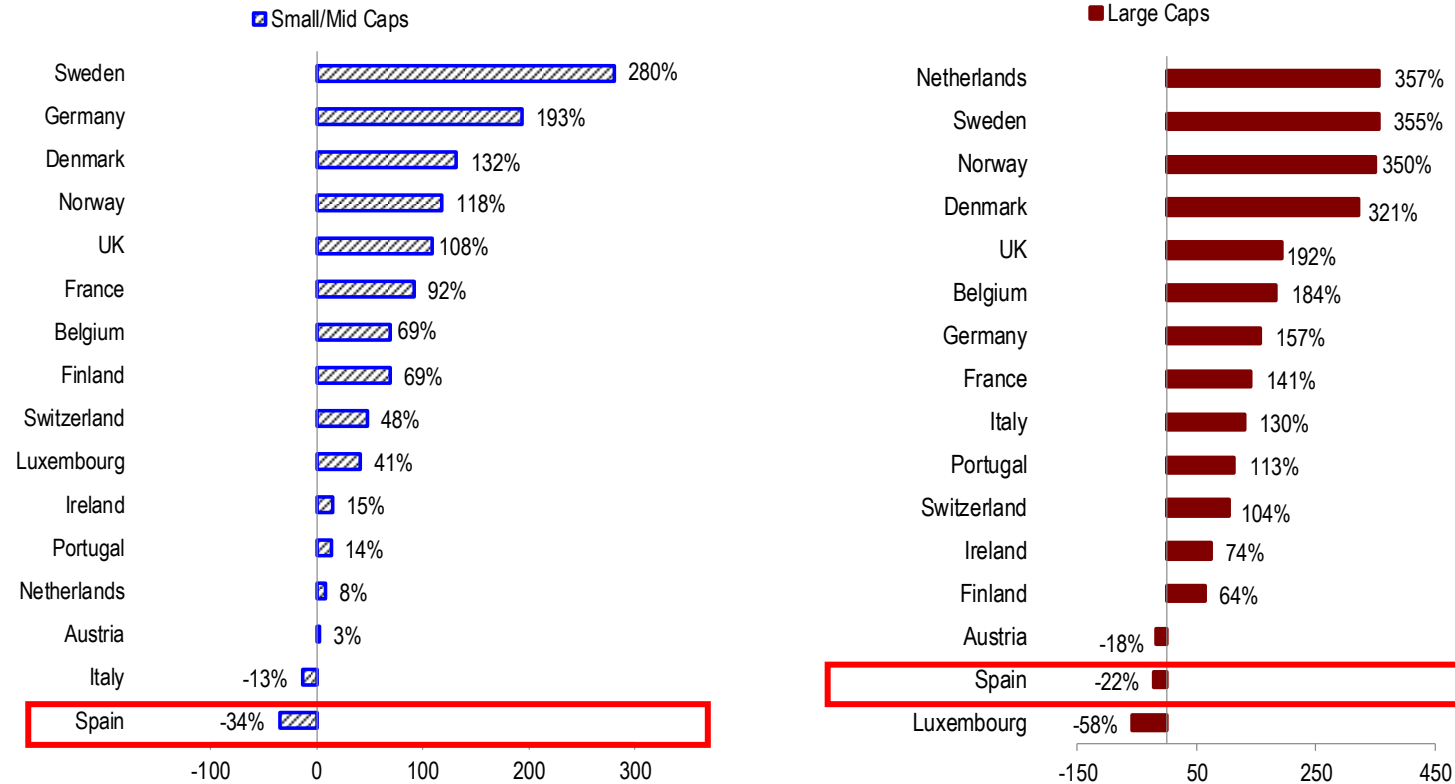
Source: Factset.

- ¿ Por que España se queda atrás?

Rentabilidad por países desde Junio de 2007

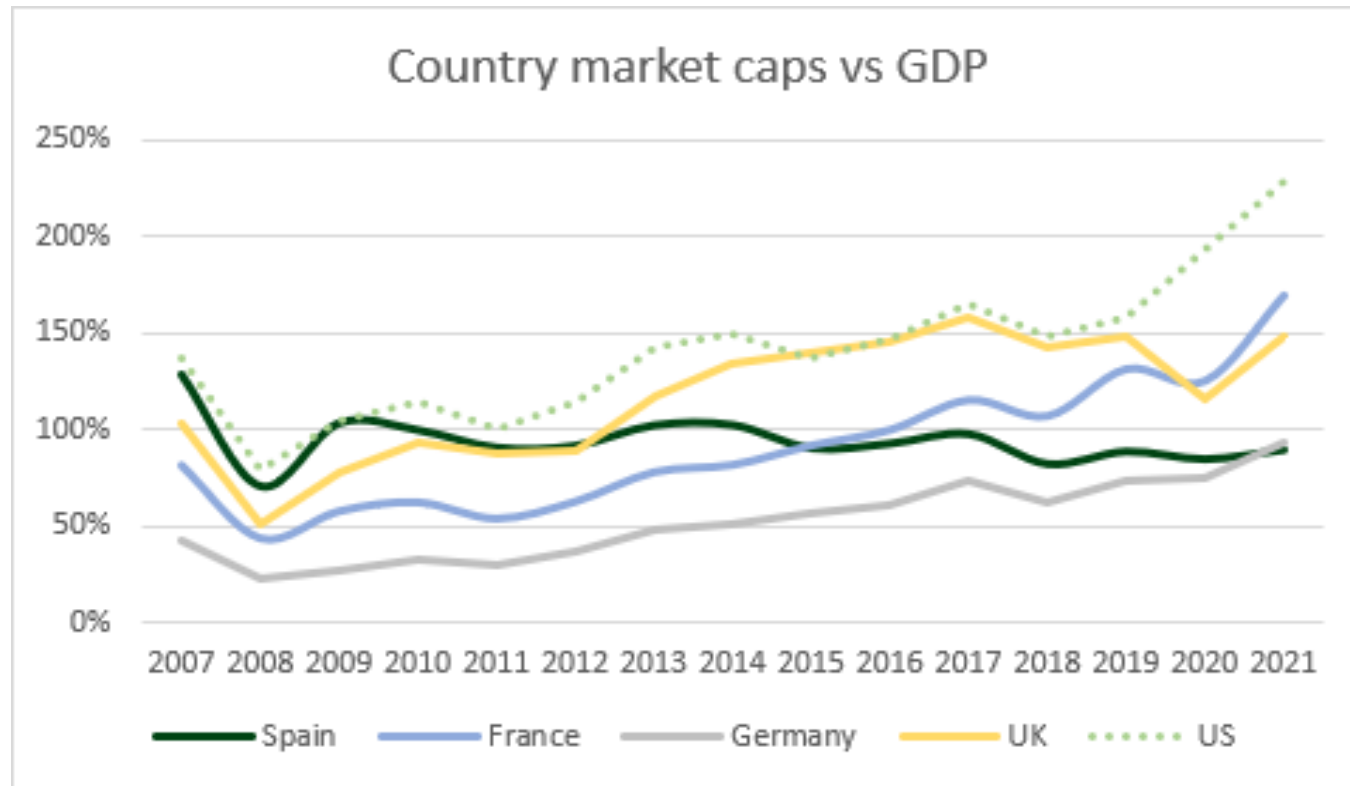
# España ofrece la rentabilidad más baja de Europa

Price Performance of All Traded Stocks in Each Country since Jun 1, 2007 (Equal Weighted Average Ex-Outliers)

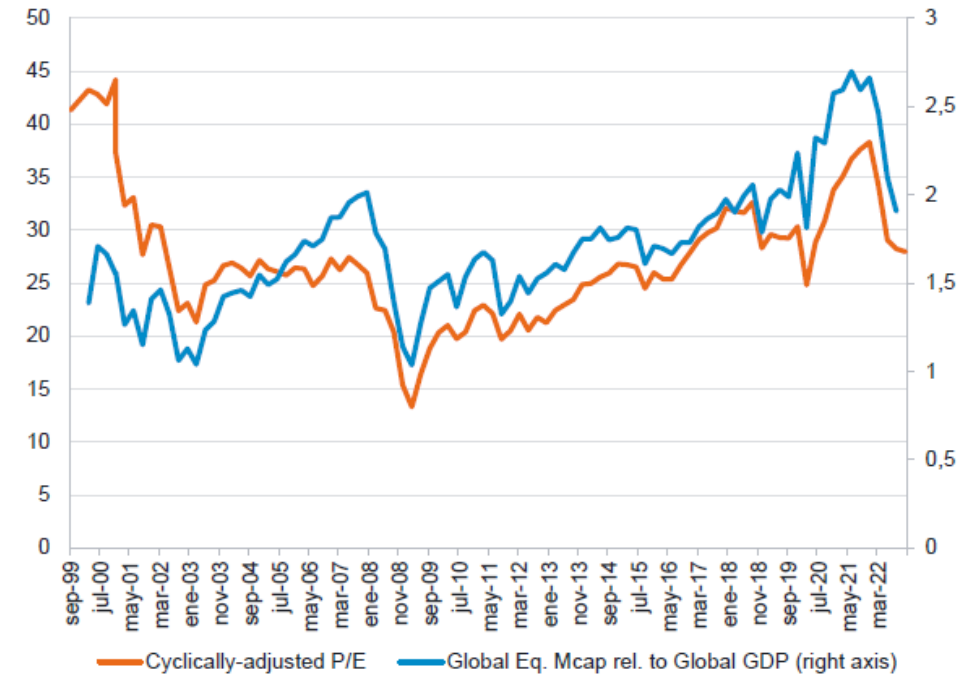


- Relación Market / Pib por países

¿Es la bolsa un espejo de la economía? En España no, en el Mundo si.  
La gestión pasiva no favorece a España por su poco peso en los índices



Global Equity\* valuations hit peak in late 2021



Source: Bloomberg, January 2023. \*EU + US + BRIC economies. Cyclically-adjusted P/E or 'CAPE' uses a 10-year average of real reported earnings per share.

## Evolución ratio capitalización bursátil / PIB desde junio de 2007 Pib español sobre pib global del 2,5 al 1,5

	España			Francia			Alemania			Reino Unido		
(€ bn)	Cap. bursátil	PIB	Cap. Bursátil / PIB	Cap. bursátil	PIB	Cap. Bursátil / PIB	Cap. bursátil	PIB	Cap. Bursátil / PIB	Cap. bursátil	PIB	Cap. Bursátil / PIB
<b>2021E</b>	1,077	1,241	87%	2,924	2,534	115%	2,136	3,646	59%	3,111	2,679	116%
<b>2020</b>	948	1,122	85%	2,477	2,299	108%	1,871	3,366	56%	2,611	2,373	110%
<b>2019</b>	1,106	1,245	89%	2,574	2,438	106%	1,872	3,474	54%	2,892	2,531	114%
<b>2018</b>	991	1,205	82%	2,067	2,364	87%	1,533	3,372	45%	2,591	2,425	107%
<b>2017</b>	1,137	1,161	98%	2,295	2,291	100%	1,888	3,265	58%	3,104	2,358	132%
<b>2016</b>	1,035	1,110	93%	2,049	2,226	92%	1,630	3,125	52%	2,888	2,435	119%
<b>2015</b>	975	1,077	91%	1,911	2,197	87%	1,782	3,025	59%	2,992	2,643	113%
<b>2014</b>	1,059	1,031	103%	1,724	2,144	80%	1,684	2,925	58%	2,739	2,306	119%
<b>2013</b>	1,045	1,019	103%	1,670	2,114	79%	1,709	2,807	61%	2,714	2,094	130%
<b>2012</b>	946	1,028	92%	1,372	2,081	66%	1,306	2,736	48%	2,227	2,097	106%
<b>2011</b>	966	1,065	91%	1,197	2,059	58%	1,133	2,697	42%	2,097	1,914	110%
<b>2010</b>	1,072	1,070	100%	1,425	1,987	72%	1,381	2,558	54%	n.a.	1,868	n.m.
<b>2009</b>	1,107	1,072	103%	1,356	1,936	70%	1,248	2,451	51%	1,946	1,742	112%
<b>2008</b>	785	1,110	71%	1,057	1,984	53%	797	2,548	31%	1,610	2,008	80%
<b>2007</b>	1,385	1,076	129%	1,874	1,939	97%	1,440	2,501	58%	2,842	2,259	126%

Fuente: Bloomberg y Santander AM. Para Small Cap Alemania y Francia se han tenido en cuenta los índices MSCI Germany Small Cap y MSCI France Small Cap. Datos a 26 de febrero de 2021.

Rentabilidades pasadas no presuponen en ningún caso rentabilidades futuras.

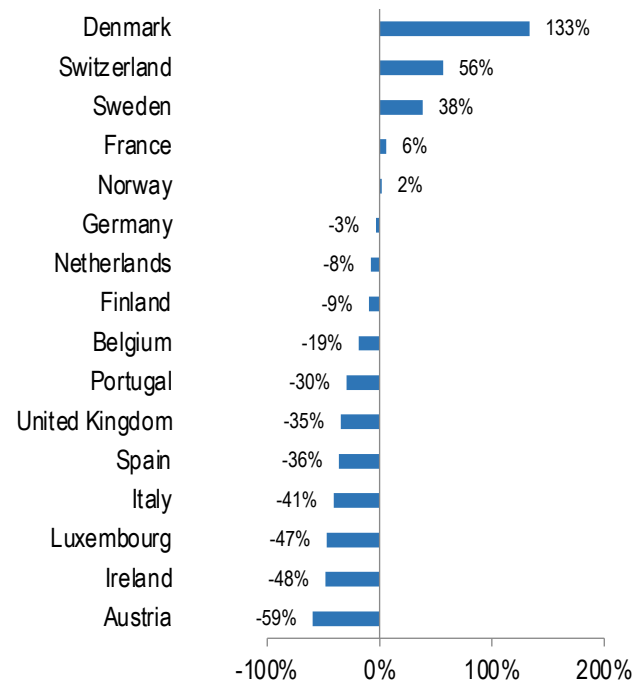
## % De PIB Global en US\$ por países

	% of Global GDP (US\$)		
	2007	2021	% Chg
Europe	29,3%	20,2%	-31%
ex-UK	28,5%	19,4%	-32%
Ireland	0,5%	0,5%	12%
Luxembourg	0,1%	0,1%	2%
Switzerland	0,8%	0,8%	0%
Sweden	0,8%	0,7%	-22%
Belgium	0,8%	0,6%	-23%
Denmark	0,5%	0,4%	-25%
Germany	5,9%	4,4%	-25%
Austria	0,7%	0,5%	-26%
Norway	0,7%	0,5%	-27%
Netherlands	1,5%	1,1%	-27%
Finland	0,4%	0,3%	-29%
France	4,6%	3,1%	-33%
Portugal	0,4%	0,3%	-37%
United Kingdom	5,3%	3,3%	-38%
Spain	2,5%	1,5%	-41%
Italy	3,8%	2,2%	-42%
United States	24,8%	23,9%	-4%
Japan	7,8%	5,1%	-35%
China	6,1%	18,5%	203%
Vietnam	0,1%	0,4%	184%
Indonesia	0,7%	1,2%	67%
India	2,1%	3,3%	58%
Thailand	0,5%	0,5%	17%

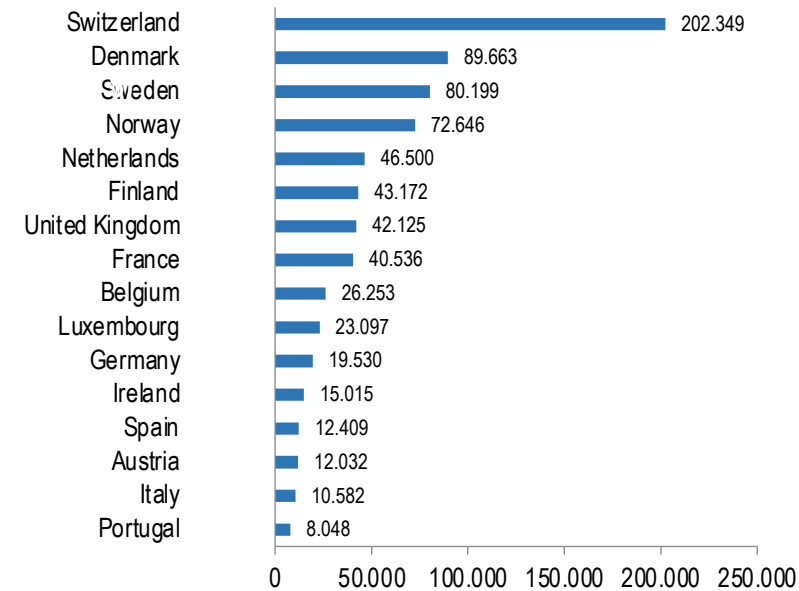
- ¿ Por que España se queda atrás?

**Market cap per cápita por países y por persona:** La caída del market cap hace que tengamos en España una capitalización bursátil por ciudadano de \$ 12,409...7 veces menos que Suecia, 4 veces menos que Francia y UK, un tercio menos que Alemania....

% change in Total Market Cap since 2007



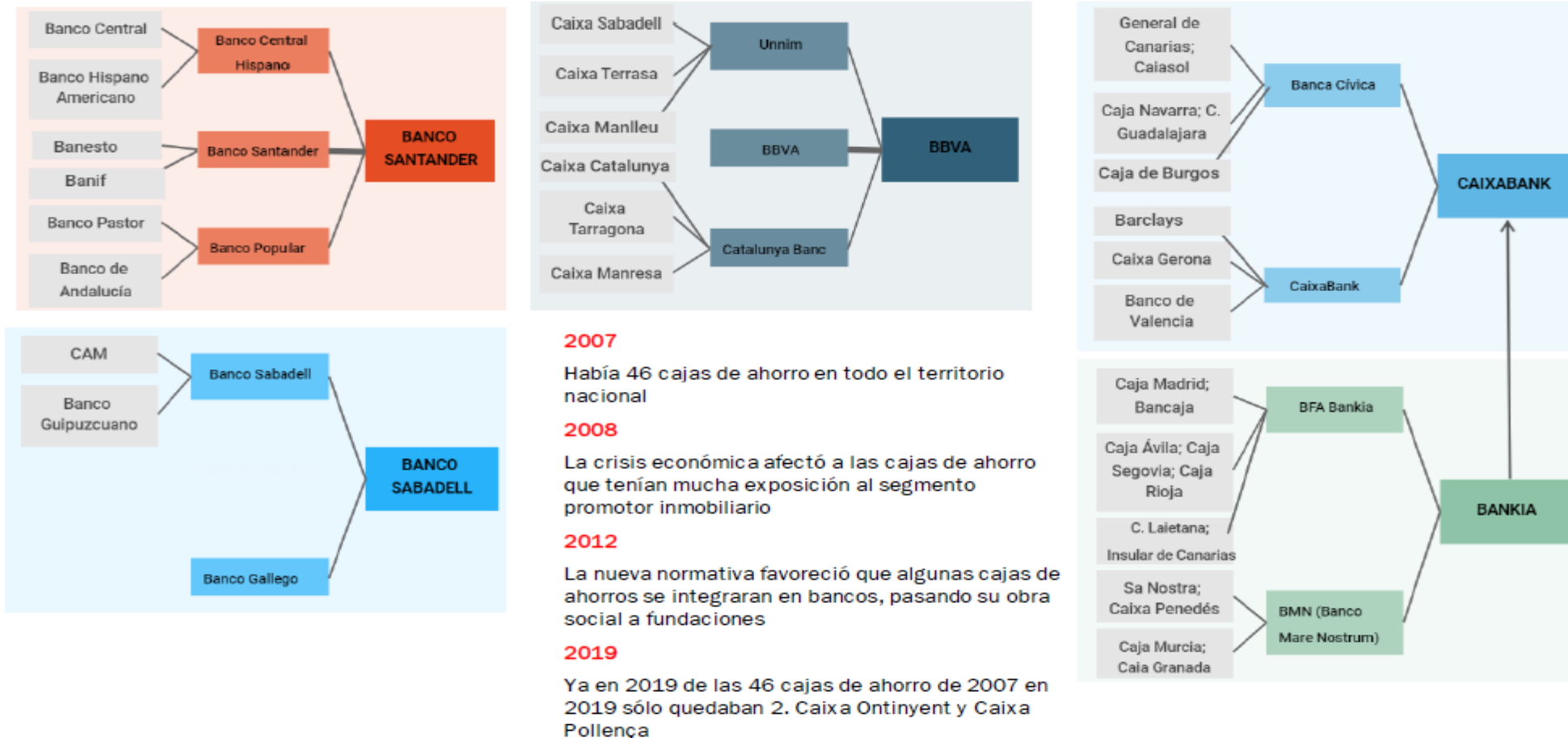
Total Market Cap per capita (US \$)





# ¿En España que pasó en el sector financiero entre 2007 y 2022?

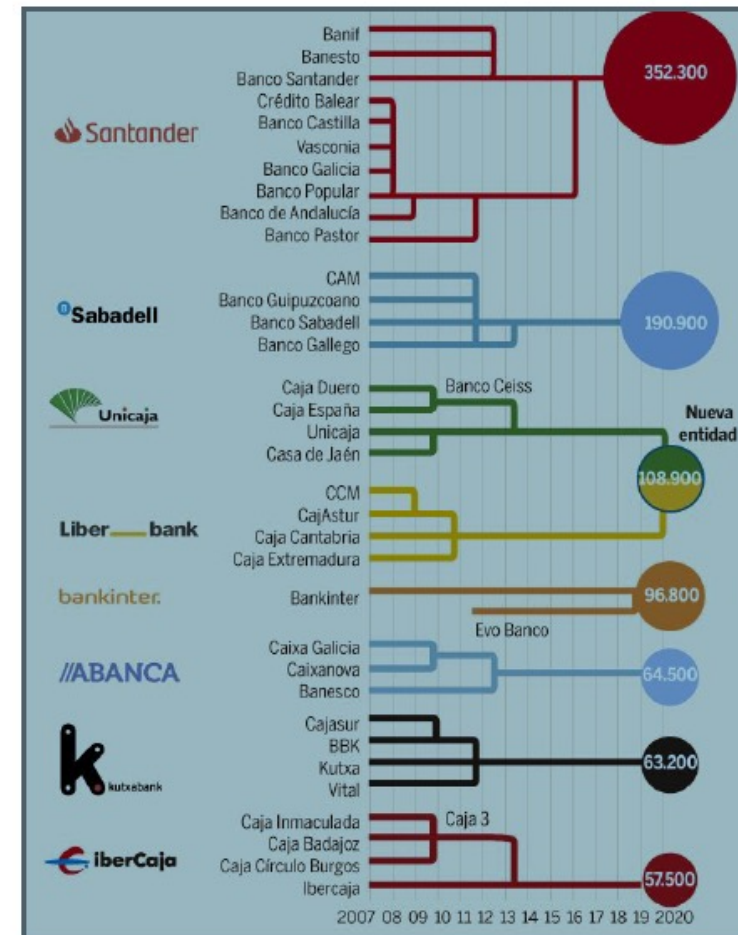
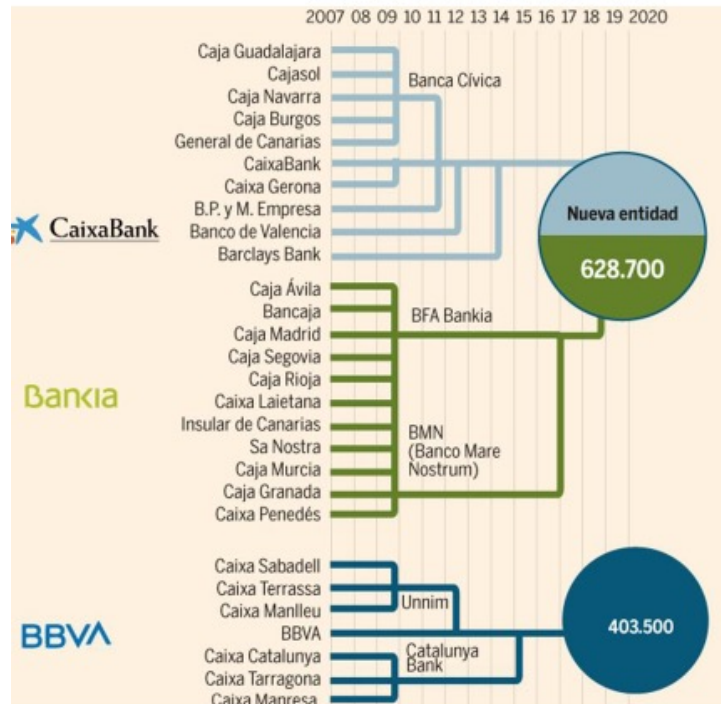
## Clara reducción de players



# ¿ En España que pasó entre 2007 y 2022?

*La concentración implica un entorno competitivo más racional*

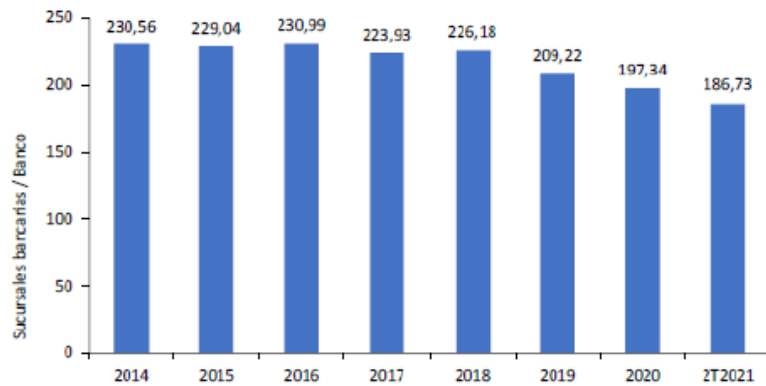
De c.60 entidades en 2007 a c.10 en 2022....



# En España: Un cambio estructural del sector financiero

Las fusiones han permitido reducción de estructura/mejora de productividad

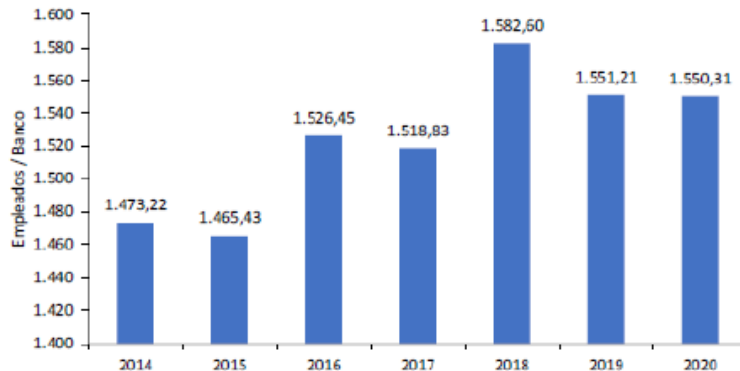
Sucursales por entidad bancaria



Fuente: Funcas, Banco de España

- El número de sucursales bancarias por entidad se ha reducido sustancialmente
- En 2014. había 31.817 sucursales en España, una media de 230 oficinas por entidad.
- A finales de 2020 el número se había reducido a 22.299 oficinas, una media de 187 sucursales por entidad. Esto es -19%.
- Acompañado de una reducción de empleados
- En 2014. había 203.305 empleados en España y en 2020 ya se redujo a 175.185, un -14%.

Número de empleados por entidad bancaria



Fuente: Funcas, Banco de España

Préstamos y depósitos por sucursal



Fuente: Funcas, Banco de España

## Aquí vemos indicadores que confirman el esfuerzo de los Bancos y aún así las valoraciones siguen muy bajas

Una evidente mejora en capital, calidad de balance, liquidez y rentabilidad

	2014	2022
M. Intereses (M euros)	64.065	78.267
% ATMs	1,72%	1,95%
Comisiones (M euros)	22.665	29.465
% ATMs	0,64%	0,74%
Comisiones /total ingresos (Ex Rof)	25,65%	26,78%
Costes (M euros)	48.901	53.424
R. Eficiencia (Ex Rof)	55,3%	48,6%
Dotaciones a Provisiones (M euros)	-26.558	-17.135
Provisiones /credito (CoR)	1,31%	0,35%
Beneficio M euros	16.969	25.451
ROE (%)	6,5%	10,1%
Stock crédito OSR (M Euros)	2.030.615	2.295.434
Stock depositos OSR (M Euros)	1.802.769	2.429.088
R. Loan-to-Deposit (%)	113%	94%
Ratio Liquidez LCR %	n.a.	184%
Ratio morosidad (%)	12,50%	3,50%
Stock de provisiones (M euros)	100.250	52.751
Provisiones /Stock crédito	4,9%	2,3%
Ratio Capital CET1 (%)	11,80%	12,60%
Ratio Capital Total (%)	11,80%	16,71%
RR PP/Total Activo (apalancamiento)	7,2%	6,6%

La concentración del sector bancario reduce numero de analistas :  
 1) Difícil situación financiera en España 2) Regulación MIFID 3) Menos compañías

Cobertura de analistas por MKt Cap

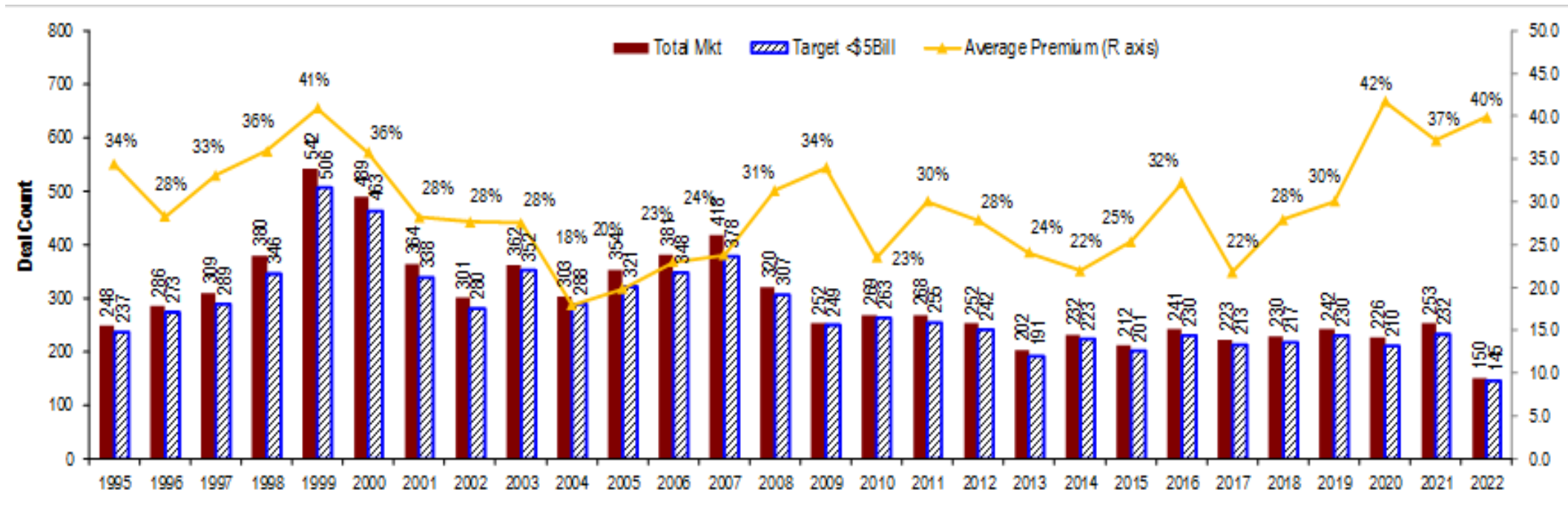
Mercado Español							
(Mkt Cap - Mn EUR)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2022 vs 2017
< 300	1,3	1,1	0,9	0,9	0,7	0,9	-26,9%
300 a 500	5,6	4,7	4,7	5,3	4,3	4,3	-23,7%
500 a 1000	7,7	7,5	6,4	5,1	4,9	5,8	-25,5%
1000 a 10000	15,4	13,9	13,6	13,6	12,8	13,2	-14,6%
> 10000	28,9	27,8	25,4	25,4	23,8	24,4	-15,8%
<b>Total</b>	<b>11,0</b>	<b>10,3</b>	<b>9,5</b>	<b>9,3</b>	<b>8,6</b>	<b>8,9</b>	<b>-18,9%</b>

**Más Operaciones corporativas (M&A)=menos analistas,** Las valoraciones relativas tan atractivas de las empresas españolas, sirven como reclamo para operaciones corporativas: solarpack, zardoya,..



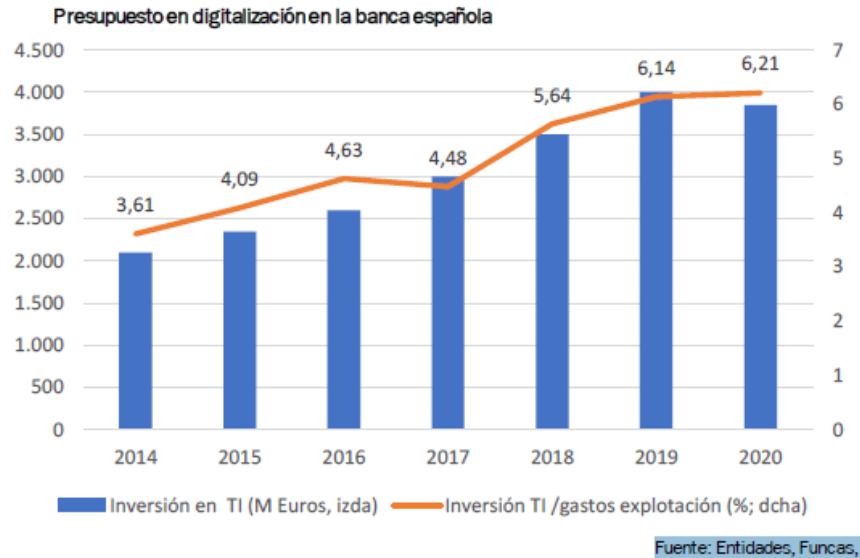
OPERACIONES DE M&A EN EUROPA. El objetivo compañías de menos de \$5billion. En España el 80% de las compañías cotizadas son de menos de \$5Billion

### Pan-European Equities (Public Target) — M&A Activity (# of deals)



# En España transformación tecnológica

Un notable esfuerzo en digitalización, pero aún a mitad de camino



Bizum: estadísticas desde su lanzamiento (2017)

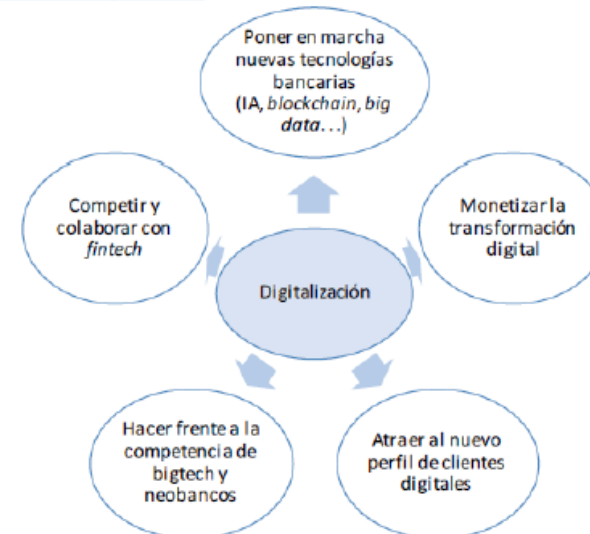
## Estadísticas a septiembre 2021

Usuarios activos	17,7 Millones
Bancos adheridos	32
Establecimientos en línea	20.600
ONG (donaciones)	4.370
<b>Volúmen acumulado desde su lanzamiento (2017)</b>	
Nº de transacciones (Mn)	495
Volumen transado (Mn)	24.600
Pagos en línea (Mn)	2,5
Volumen pagado en línea (Mn)	150

Fuente: Entidades, Funcas,

- El presupuesto de TI ya representa más del 6% de los gastos no financieros, con un incremento acumulado en 2014-2020 de +72%.
- Pese al esfuerzo, la banca española está por detrás de la europea (ratio del 10-15%) y americanos (ratio del 17%).
- Con historias de éxito (Bizum) que confirman el potencial digital y apuntan a una transformación radical del modelo de negocio....
- ...Pero con numerosos retos aún por delante

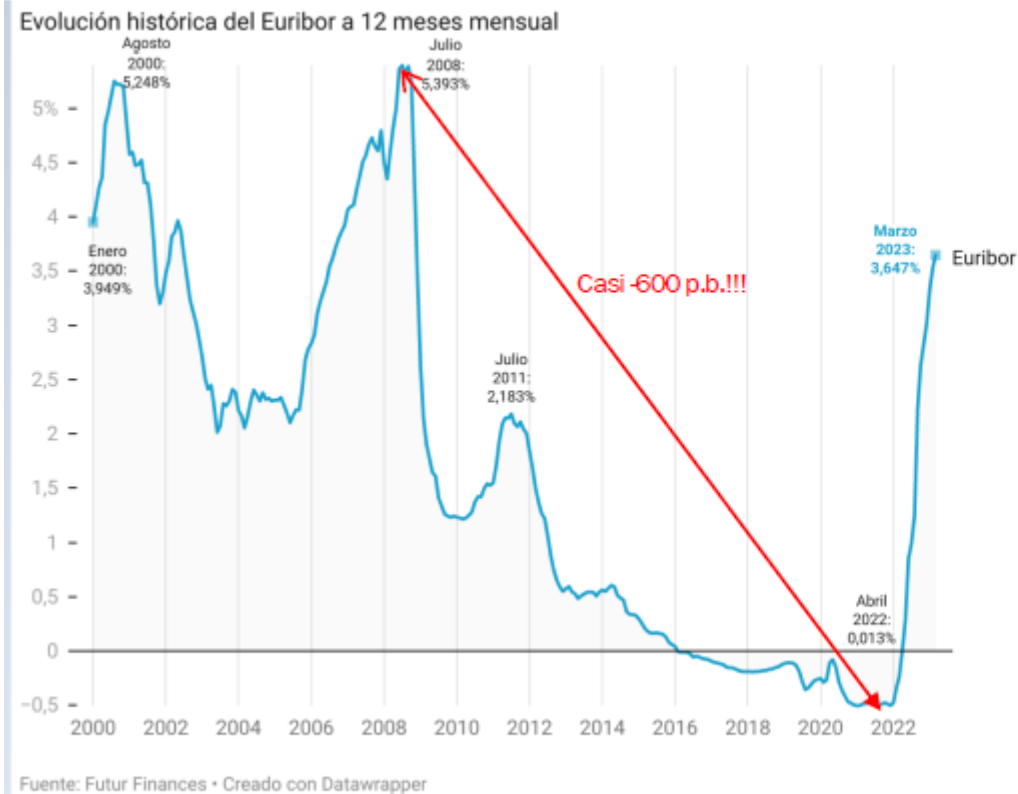
## Los retos de la digitalización





# Evolución del Euribor e impacto en los bancos

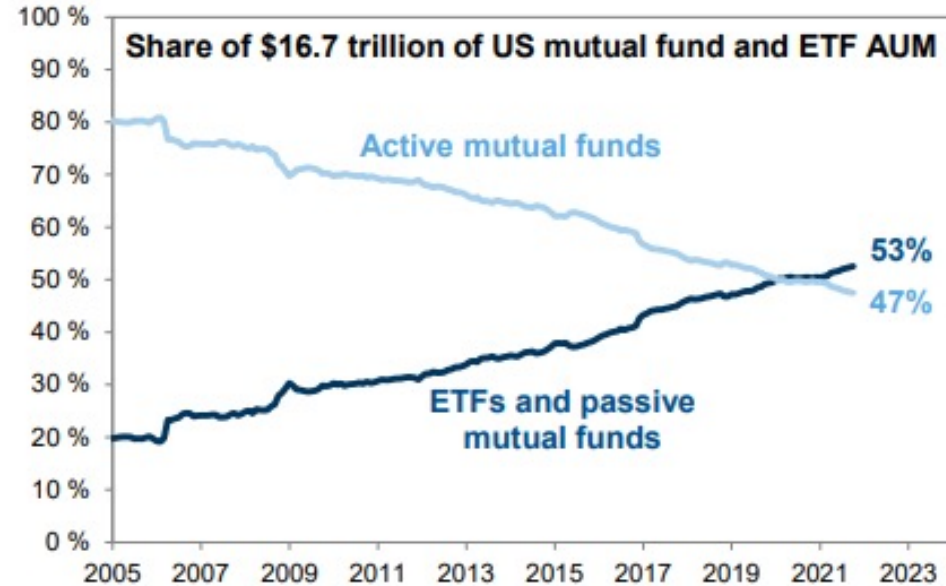
## Evolución del Euribor'00-actual



En el periodo'08-2022....

- 1) Se acelera la construcción de capital
- 2) En un entorno con tipos de interés en la Eurozona en “caída libre”... hasta llegar a terreno negativo, que acelera la diversificación de ingresos (comisiones seguros) y el modelo de negocio (banca de producto a banca de cliente)
- 3) En España... en el periodo'14-16 la morosidad en máximos!!!!
- 4) Que promueve la reducción de estructuras
- 5) Y hace reconvertir el modelo de negocio a la digitalización, siendo España pionera.

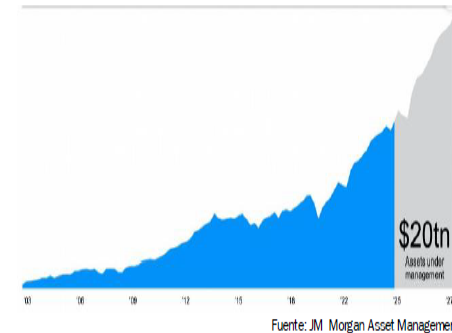
# La gestión pasiva en USA supera la barrera del 50%, en España y Europa no es así...pero es una amenaza



Source: EPFR, Goldman Sachs Global Investment Research

Por varios motivos.....

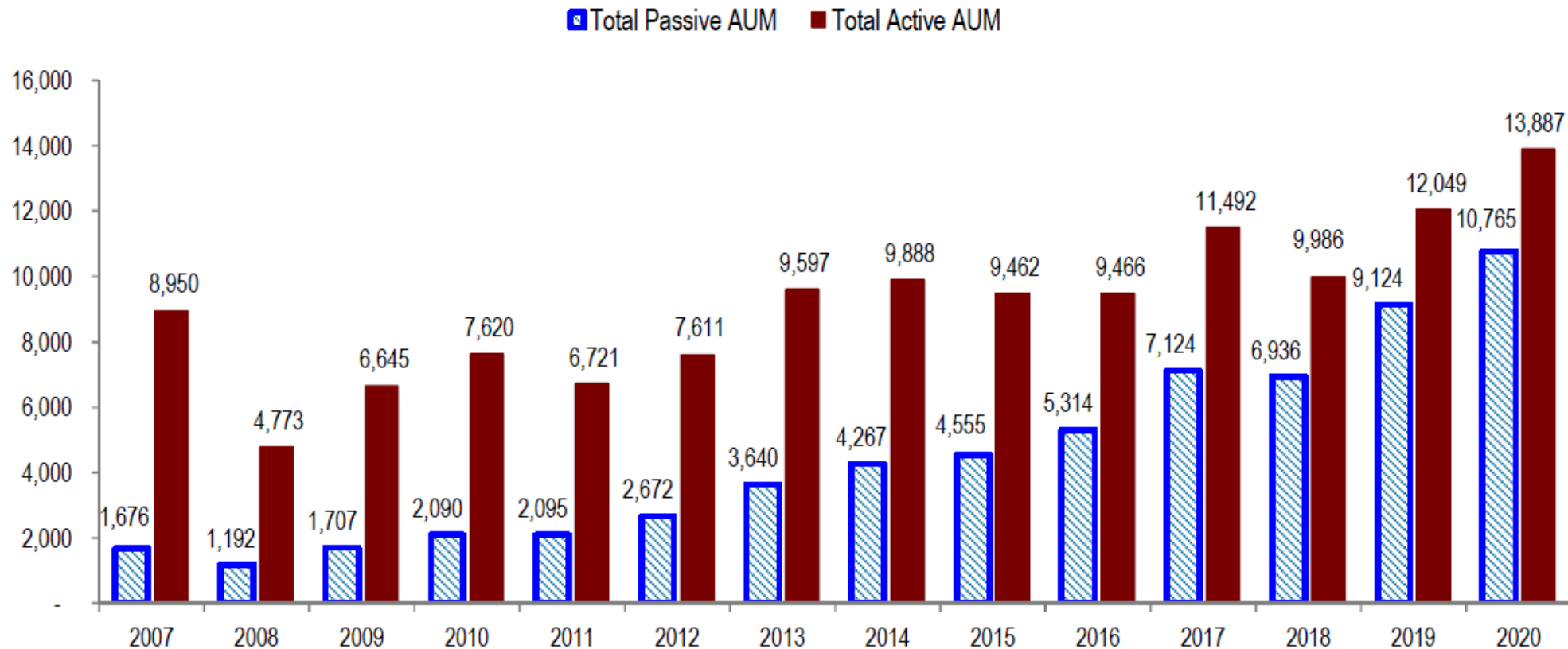
- El Ibx continúa siendo un índice con escasa liquidez y tamaño vs otros índices europeos.
- El peso del sector financiero a pesar de haber reducido su peso, todavía supone el 25% del total.
- ¿ETFs? Hace tan sólo 3 años, estos junto a los fondos indexados suponían el c. 19% del patrimonio gestionado por las gestoras españolas.... Ahora supone un c. 24%. A nivel mundial, como mostramos en el gráfico, todo apunta a que en 2027 el volumen gestionado se pueda duplicar. ¿Dónde queda el Alpha del gestor?



# La amenaza de la gestión pasiva para España por su bajo peso en los índices

## .Evolución desde 2007

Figure 25: Active vs. Passive AUM – Worldwide Equity funds in USD Billions



Source: Morningstar, J.P. Morgan Calculations

SmallCaps en Europa y España sufren también en valoración por ausencia en los índices y por:

1) Baja Capitalización 2) Ilquidez 3) Ausencia de análisis. Pero son rentables, con alto crecimiento y generan empleo

### Múltiplos Marzo 2022

(Media de Alemania, España, Francia, Italia y Holanda) (\*)

	<u>EV/Vtas</u>	<u>EV/EBITDA</u>	<u>P/BV</u>
Cías < EUR 300 Mn Mkt Cap	2,4	12,7	2,8
Cías > EUR 300 Mn Mkt Cap	3,0	14,0	3,4
<b>Descuento (Cías "Sin cobertura") (**)</b>	<b>-21,1%</b>	<b>-9,3%</b>	<b>-16,7%</b>

(\*) Datos agregados de los 5 principales mercados de Europa Continental: excluidos el sector Financiero, Inmobiliario y Biotecnológico

(\*\*) Por de bajo de EUR 300 Mn Mkt Cap la situación más frecuente es la ausencia de cobertura de análisis

Aunque la economía se pare hay algo que nunca parará, la evolución humana. Mientras el mundo avance siempre surgirán pequeñas compañías por las que la sociedad española avance

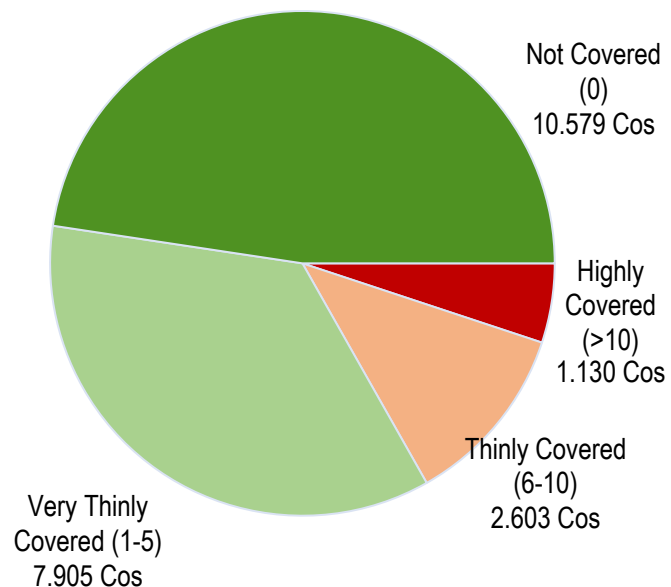
(Nº compañías)	Total	1-3 Analistas	Huérfanas
Mercado continuo	116	13	29
Corros	9	1	8
BME Growth	40	8	32
<b>Total Mercado</b>	<b>165</b>	<b>22</b>	<b>69</b>

En España hay 69 compañías huérfanas: nuestro trabajo es encontrarlas y apoyarlas

## Y olvidadas globalmente casi el 50% companies menores de \$5Bill sin cobertura

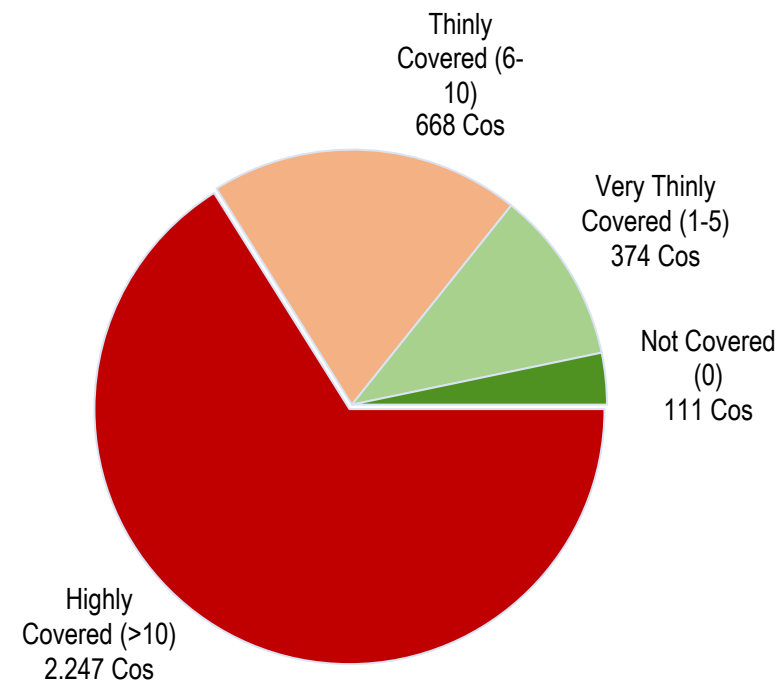
Global SMid-Cap Universe (<\$5 Bill Mkt Caps)

Global SMid-Caps by Coverage (# of Brokers) — # of stocks

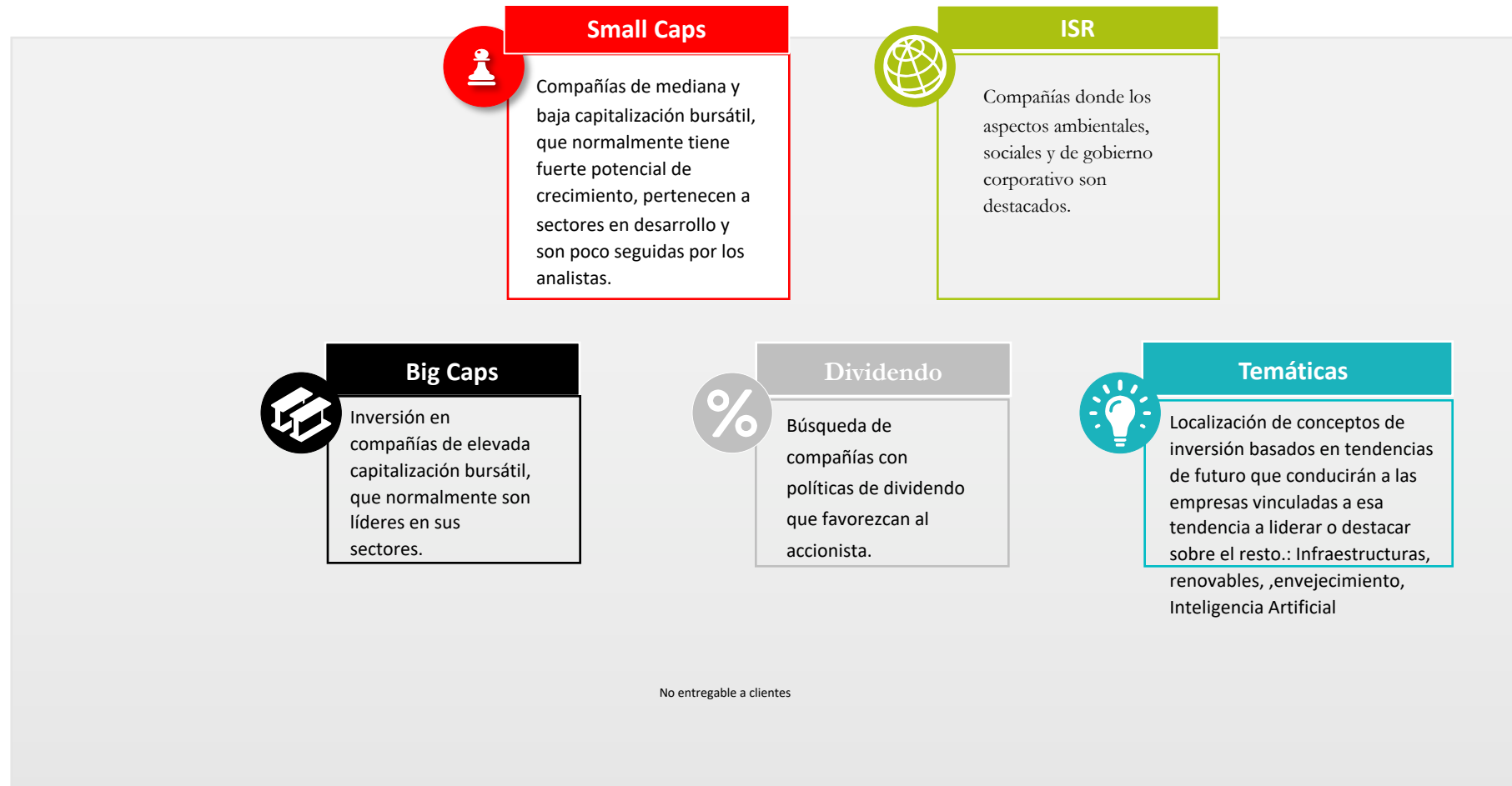


Global Large-Cap Universe (>\$5 Bill Mkt Caps)

Global Large-Caps by Coverage (# of Brokers) — # of stocks



## DONDE ESTA EL FUTURO DE LA INVERSION EN ESPAÑA : Small Caps y temáticos



# Alienación de intereses Compromiso a largo plazo

## 3 Enfoque empresarial en la selección de valores

Equipo con un alto grado de conocimiento de las compañías, concentrado en la selección de valores de calidad con independencia de su peso en los índices y que genere alfa para la inversión

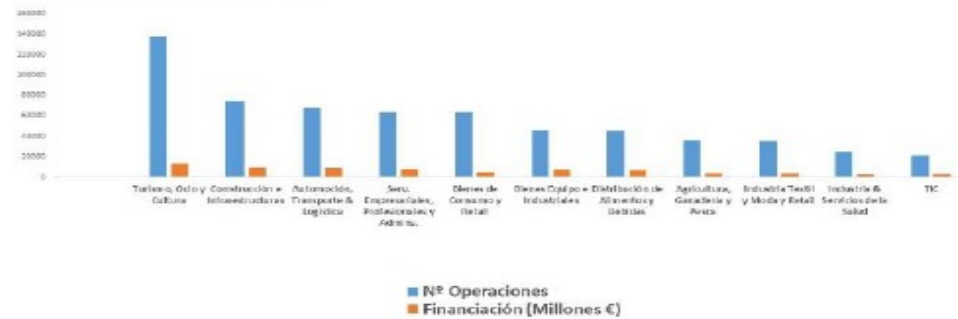


**Definición de Cartera Calidad:** conformada por compañías de baja deuda, alineación de intereses, ventajas competitivas, retornos de la inversión altos, ... (cumplimiento con principios de inversión sostenibles **Siempre es mejor comprar una compañía fantástica a un precio normal que una compañía normal a un precio fantástico.** El objetivo: Comprar compañías fantásticas a precios fantásticos Compramos un activo real, compramos un negocio y hay que estudiar comportamientos humanos ante ese negocio, competitividad, barreras de entrada, visión a largo plazo



# Y España pasa de ser parte del problema a ser parte de la solución

Préstamos ICO por sectores

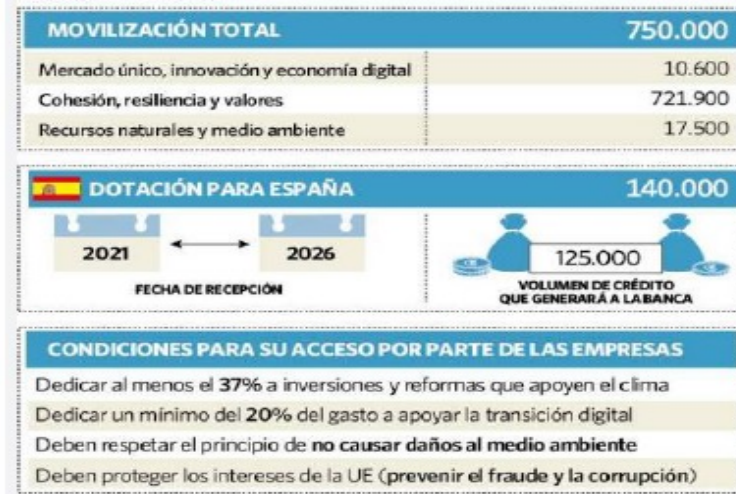


Fuente: ICO

Préstamos Unión Europea

Así son los fondos de la Unión Europea

Datos en millones de €



Fuente: Comisión Europea

- En 2020, canalizaron unos 120.000 M euros de préstamos ICO con un c. 75% de garantía estatal, para levantar el tejido empresarial, de todos los sectores y remontar el Covid-19
- Y más recientemente haciendo fluir los fondos de la Unión Europea
- Con plataformas especializadas de asesoramiento
- Cogidos de buenas prácticas

¿Después de todo esto nos preguntamos que hace falta por parte de inversores y entidades para que se vuelva a recuperar la confianza en España?