

Estimados inversores,

Tras las fuertes caídas vistas en el sector bancario y los hechos acontecidos hemos creído conveniente adelantarnos a nuestro habitual comentario mensual y explicarles qué está ocurriendo:

LOS HECHOS

El 9 de marzo, el banco estadounidense SVB enfrentó problemas de liquidez tras salidas significativas de depósitos. La situación alarmó a los mercados y las cotizaciones bancarias en EE. UU. y Europa reaccionaron cayendo fuertemente. La FED, el Tesoro americano y el FDIC intervinieron rápidamente, garantizando depósitos y lanzando programas de liquidez. **La confianza en el regulador, garantizando depósitos y proporcionando liquidez, fue clave para mitigar el problema.**

El problema se extendió a Europa con el empeoramiento de la situación de Credit Suisse, al sufrir fuertes salidas de depósitos en pocos días. El Banco Nacional Suizo intervino, prestando 50.000 millones de francos y facilitando la compra de Credit Suisse por UBS. Posteriormente, el pánico se extendió al resto de la banca europea, afectando principalmente a Deutsche Bank. **No hemos encontrado otra razón más que el pánico** a vivir una situación parecida a la de 2008.

NUESTRA VALORACIÓN

Respecto de los bancos americanos, **en el caso de SVB Bank, se trata de una situación muy particular**, con escasos depositantes, aunque significativos, enfocados en un sector y tipo de empresa muy específico, como compañías tecnológicas y start-ups, con necesidades urgentes de liquidez. La entidad había invertido estos depósitos en bonos del gobierno norteamericano a largo plazo, que además fueron comprados cuando estaban muy caros. El rápido aumento de las tasas de interés provocó un deterioro rápido de su balance, lo que llevó a sospechas sobre la solvencia del banco y, en consecuencia, la retirada de depósitos por parte de los clientes. Para enfrentar esta situación, el banco comenzó a vender bonos soberanos, lo que generó pérdidas y, a su vez, resultaron insuficientes para solucionar el problema. Finalmente, las autoridades intervinieron en el banco.

Pensamos que se ha producido un gran fallo por parte del organismo supervisor de la FED. El balance de SVB estaba asumiendo un riesgo excesivo frente a movimientos de tipos y los mecanismos de supervisión de la FED no fueron capaces de verlo. Este error ha generado una gran pérdida de confianza en el sector bancario americano que se ha extendido al resto del mundo. La regulación en Europa es más exigente que en Estados Unidos por lo que ese riesgo debería estar más acotado.

En relación con la intervención de **Credit Suisse, tampoco se puede generalizar a toda la banca europea**. La entidad suiza, ya afectada por problemas previos como corrupción y mala gestión de riesgos, enfrentó una crisis de confianza, provocando retiros diarios de aproximadamente 10,000 millones de CHF y llevándola al colapso. Sin embargo, el banco aclaró que no está expuesto al riesgo de las tasas de interés de EE. UU.

¿Es replicable esta situación en los bancos europeos? Lo consideramos improbable:

- **El riesgo de liquidez:** si bien el negocio bancario implica una dependencia en depósitos, es poco probable que el BCE permita una retirada masiva simultánea. La confianza en la

recuperación de depósitos y la posibilidad de líneas de liquidez adicionales minimizan el riesgo.

- La posible guerra de depósitos: los diferenciales de clientes siguen siendo altos (la diferencia entre lo que cobran por prestar y lo que pagan por los depósitos), lo que reduce la probabilidad de pérdidas. Para que los bancos empiecen a perder dinero, este diferencial tendría que reducirse significativamente. **Este será el punto clave a monitorear, asegurándonos de que este indicador no empiece a bajar.**

En resumen, los bancos con bajo ROE y bajos ratios de capital son los que tienen más riesgo. Bankinter, ING e Intesa (los bancos que tenemos en cartera) no están en ese grupo. Es probable que el mercado exija mayor solvencia a los bancos con baja rentabilidad y bajos ratios de capital. El primer riesgo no nos preocupa, **pero vigilamos atentamente el segundo.**

QUÉ ESTAMOS HACIENDO

Consideramos que el castigo al sector bancario ha sido excesivo y anticipamos una recuperación en los próximos meses. Sin embargo, tras la reciente actuación de la FED y su política monetaria más suave, hemos optado por reducir ligeramente nuestra exposición al sector bancario y seguros por prudencia. Además, nos sentimos más optimistas en sectores como tecnología, que sufrieron en 2022.

- Hemos disminuido la participación en el sector financiero en un 3% e incorporado a Sopra Steria y Microsoft en nuestra cartera.
- Redujimos el peso en compañías papeleras como UPM y Mondi, incorporando a Nestlé, de alta calidad, con buenas perspectivas de crecimiento, gran poder de marca y penalizada el año pasado por el aumento de materias primas.
- Aumentamos nuestra posición en Unilever por razones similares a Nestlé (poder de marca, crecimiento en China) y su menor valoración.
- Finalmente, tras un buen rendimiento en lo que va de año y buscando mayor diversificación, hemos reducido el peso en ASML.

Con ello, nuestra cartera quedaría como sigue:

1	ASML	5,87%
2	NOVARTIS	5,60%
3	INTESA SANPAOLO	5,41%
4	Deutsche Telekom	4,80%
5	LEGRAND	4,70%
6	INDUSTRIA DE DISEÑO TEXTIL	4,28%
7	ING	4,14%
8	ALLIANZ SE-REG	3,97%
9	YARA	3,96%
10	CORTICEIRA AMORIM SA	3,90%
11	BANKINTER	3,85%
12	SIKA	3,65%
13	UNILEVER	3,26%
14	SCHNEIDER ELECTRIC	3,15%
15	VINCI	3,13%
16	MONDI	2,95%

17	AXA	2,70%
18	SAP	2,56%
19	CAF	2,27%
20	MONCLER	2,25%
21	WOLTERS KLUWER	2,22%
22	LVMH	2,21%
23	UPM-KYMMENE OYJ	1,95%
24	NESTLE	1,57%
25	MICROSOFT	1,56%
26	SOPRA STERIA	1,54%
27	ENAGAS	1,47%
28	STORA ENSO	1,32%
29	ASSA ABLOY	1,01%
30	PRYSMIAN	0,96%
31	INDUSTRIE DE NORA	0,58%

Cómo siempre, nuestras líneas están abiertas para que puedan preguntarnos cuantas cuestiones deseen

El equipo de NAO Asset Management