

Carta del gestor

En el verano y la vuelta al cole en los mercados continúan mandando las mismas dinámicas de los últimos tiempos. La visión *top down* se impone y la evolución de la epidemia y la 'macro' marcan los tiempos.

En lo que a la evolución de la pandemia se refiere, con independencia de la dificultad para interpretar algunos datos y el tratamiento que se le da en la prensa, a grandes rasgos el resumen del verano sería que el protagonismo del número de nuevos casos ha pasado de Estados Unidos a Europa -y en particular a España- sin que la incidencia hospitalaria o fallecimientos se haya incrementado mucho. Importa destacar que el control de la segunda ola se está logrando con medidas específicas, sin que sea necesario volver a confinamientos generalizados. Estados Unidos, que en el arranque del verano era el epicentro de la pandemia, va por delante y hoy los contagios e incidencia están en clara remisión. España dentro de Europa ha sido el país donde ha arrancado la segunda ola del continente. Cataluña y Aragón primero, ahora Madrid, aunque ya están dando señales de que los contagios se empiezan a contener -hospitalizaciones y fallecimientos le seguirán con unas semanas de decalaje-.

Aunque todavía son muchas las preguntas con respecto a la evolución futura de la enfermedad, también empezamos a tener respuestas que hacen que podamos reafirmarnos en el carácter temporal de la actual crisis. La experiencia de los dos últimos meses confirma que es posible convivir con el virus sin grandes restricciones. Los gobiernos han aprendido y parece que el riesgo de sobrereacciones, por su parte -que no es un riesgo menor-, está contenido a pesar del sensacionalismo con el que se trata esta información. Y tanto la velocidad a la que avanzan los nuevos tratamientos y pruebas diagnósticas como, sobre todo, el desarrollo de la vacuna hacen que esta epidemia tenga fecha de caducidad más bien antes que después.

La economía se está comportando de acuerdo con lo que cabía esperar. A una caída sin precedentes le está siguiendo una recuperación tampoco nunca vista. Evidentemente, el comportamiento sectorial no está siendo simétrico. Y los sectores más ligados a la evolución del turismo están tardando más en recuperar. Ahora, eso no es óbice para que los plazos de la recuperación no vayan a tener precedentes. Por un lado, la propia naturaleza de la crisis y, por otro, la respuesta que se ha dado, tanto por el lado de la política monetaria como fiscal, hacen que el ritmo de recuperación no lo hayamos visto nunca. Y con independencia de que la vuelta a la casilla de salida sea en el segundo trimestre del año que viene o en el cuarto, nunca antes en la historia se va a haber salido de una crisis tan rápido.

En lo que respecta a la economía española, el hecho de que la segunda ola haya llegado antes y haya afectado más, ha frenado el ritmo de recuperación de las primeras semanas del verano. Hay



que entenderlo como un tropiezo y no como una caída. Cuando, como ha pasado por ejemplo en Estados Unidos, se supere la situación de *impasse* actual que ha provocado la irrupción de la segunda ola, también será la economía que más recupere. Hay que entender que la caída del turismo es coyuntural y que están íntimamente ligada a la evolución de la epidemia. Sirve muy bien para ilustrar este carácter temporal la comparación con la anterior crisis. Entonces de un año para otro como consecuencia del pinchazo de la burbuja inmobiliaria dejamos de construir (y vender) 800.000 viviendas con lo que eso supuso para la economía y el sistema financiero. El año pasado, 12 años después del comienzo de la crisis anterior, se construyeron en España 70.000. Los millones de turistas que no van a venir a España este año volverán el año que viene o el siguiente. El daño en la economía es temporal y las medidas que se están adoptando -ERTE, esquemas de avales, moratorias... que por otra parte no son muy distintas de las que están adoptando en el resto de países comparables- lo va a paliar en gran medida.

Así las cosas, vuelvo a insistir en una idea que llevo repitiendo en las últimas cartas: cualquier ejercicio de mirar el pasado para tratar de inferir el futuro en este caso no aplica. La naturaleza de esta crisis es completamente distinta y aunque hoy todavía solo tenemos una foto parcial, sí tenemos la suficiente información para concluir que esta vez es distinto. Y distinto para mejor.

Por último, incidir en el punto del riesgo político español, que es algo que los inversores españoles tendemos a magnificar porque lógicamente el ruido es mucho. Si nos atenemos a la letra y no a la música, no es que no hayan hecho nada de lo que nos podía preocupar hace unos meses - nacionalizaciones, impuestos a los "ricos", contrarreforma laboral-, sino que han sacado adelante cosas que hubieran sido muy difícil que sacara adelante un gobierno de otro signo -fusión Caixa Bankia- y están empezando a hablar de otras -pensiones, sueldos funcionarios- que rezuman cierta ortodoxia.

Cartera

Durante el verano no se han realizado cambios en la cartera.

Ahora, sí hay circunstancias que merecen una reflexión. A primeros de septiembre y sin dar tiempo prácticamente a aterrizar, se anunció la fusión de Caixa con Bankia. Este movimiento, que no por esperado ha dejado de sorprender, es el pistoletazo de salida de la última vuelta de tuerca del proceso de consolidación del sistema financiero español.

Se trata de una gran noticia que es buena para los bancos implicados, para el sector en su conjunto y para la bolsa española. Con independencia de que a la hora de escribir estas líneas todavía no se conocen los detalles finales de la ecuación de canje, lo que no cabe duda es que la suma de bancos nacionales crea valor para los accionistas porque las sinergias en costes son

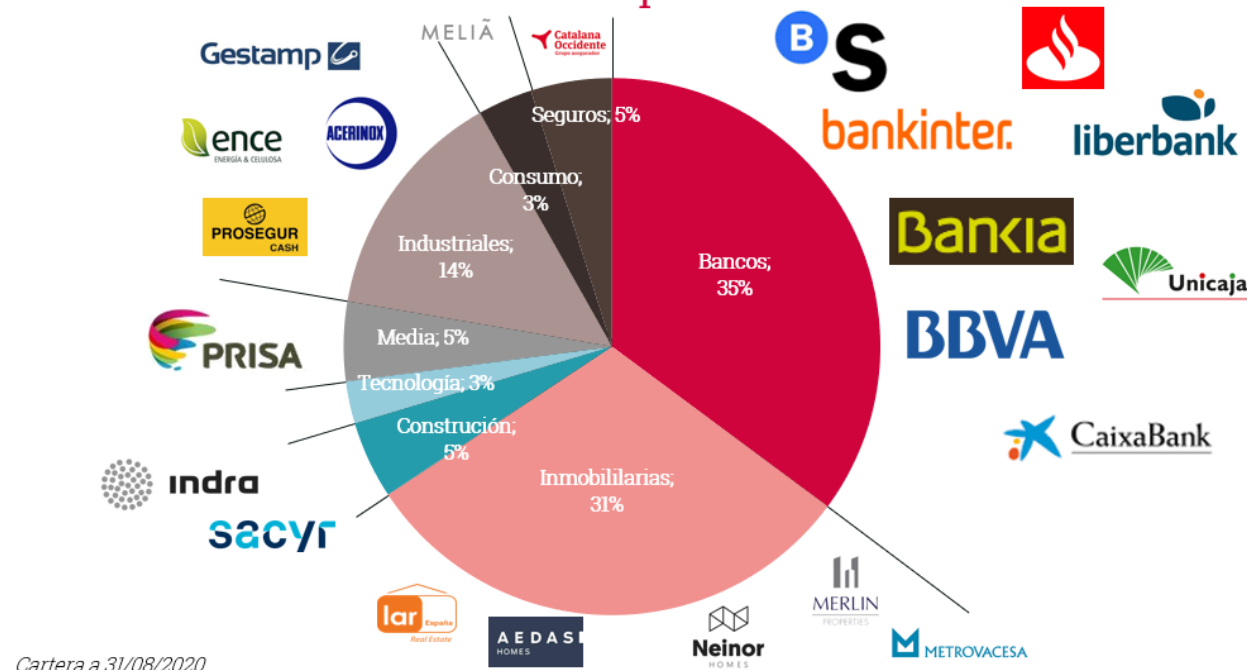
evidentes. El valor de la sinergia en un número un poco tosco -1.000 millones de ahorro de costes que son mayores beneficios estructurales por ese importe multiplicado pongamos que por 10 por hacer un número fácil- era algo menos de la suma del valor en bolsa de ambos valores antes del anuncio de la noticia.

Esta ha sido la primera ficha del domino en caer y, sin duda, va a arrastrar a las demás, lo que con independencia de cómo acabe el baile, se va a traducir en un *rerating* del sector. Importa destacar el tamaño del banco fusionado. La suma de Caixa y Bankia se convierte en el gran campeón nacional, con más de 600.000 millones de activos, lo que, además de muchas otras lecturas, abre los posibles emparejamientos a opciones antes unimaginables. Además, este proceso también está evidenciando el cambio de actitud por parte del regulador, que ha asumido que si quiere que se produzca la concentración sectorial tiene que dejar de poner palos en la rueda. Por último, pero desde luego no menos importante, la consolidación de los mercados domésticos son el preludio del ansiado objetivo del Banco Central Europeo: consolidación europea. Concentración que será la guinda de la unión bancaria europea.

Este tipo de operaciones, además sirven para que la bolsa española vuelva al radar del inversor internacional, que en el mejor de los casos en los últimos años la renta variable española la había utilizado de piñata. Son muchos los candidatos dentro de la bolsa española a participar del baile corporativo con independencia del tamaño y del sector.

Otra de las cosas que se ha producido en las últimas semanas es algo que llevábamos también tiempo anticipando. Cuando las valoraciones son extremas, la reacción en bolsa también lo es. No solo en valores donde el runrún corporativo ha provocado fuertes subidas en las últimas semanas -además de Bankia o Caixa, también Unicaja o Liberbank con revalorizaciones superiores al 30%-, sino todo un Inditex que en dos días ha subido más de un 15%. El mayor valor de la bolsa española y uno de los *retailers* más importantes de Europa, se ha revalorizado más de 12.000 millones de euros en pocas horas sin que se haya conocido nada que haya podido sorprender mucho al mercado. La mejor muestra de la bolsa española está olvidada de la mano de Dios, lo que constituye, sin duda, una enorme oportunidad para quien no se ha dejado llevar.

Distribución sectorial – 22 compañías



Visión de mercado

Como en los últimos meses, el comportamiento del mercado lo van a determinar casi exclusivamente las noticias que se vayan teniendo sobre la evolución de la epidemia. El escenario más probable, a pesar del mucho ruido que sobre todo ahora hay en España, es que antes de final de año se apruebe alguna de las seis vacunas que ya están en fases muy avanzadas. La sola aprobación de una de estas es, como dicen los anglosajones, un *game changer*. Con independencia de que no sería hasta entrado el año que viene cuando estaría disponible para todo el mundo desarrollado, solo el anuncio certificaría la naturaleza coyuntural de esta crisis y que los plazos en este ciclo se miden por semanas y no por años.

Como hemos visto en distintas ventanas temporales -julio, agosto y lo que llevamos de septiembre-, la cartera se comporta muy bien cuando los miedos *top down* se relajan. No sé si la de estos últimos días es la subida buena o como ha pasado los últimos meses el fondo desandaré el camino andado los últimos días de mes. Sin embargo, de lo que no tengo duda es que la reducción de la percepción de riesgo llegará y que a nosotros nos pillaré con las velas desplegadas.

Una vez más agradecer su confianza y ponerme a su disposición para lo que puedan necesitar.

Si desea más información sobre este producto,
por favor, haga clic [AQUÍ](#).

¿Quiere saber más sobre este fondo y su gestión?

Puede consultar los siguientes enlaces:

- [Ficha del producto](#)
- [Todas las cartas del gestor](#)
- [Twitter: @JRIturriaga](#)

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. Rentabilidades pasadas no presuponen rentabilidades futuras. La carta Informativa ha sido elaborada 17/09/2020 y ABANTE ASESORES no asume compromiso alguno de actualización o revisión de su contenido.

