

Okavango Delta, AGF – Spanish Opportunities

Carta del gestor

El mercado comienza el año como terminó el anterior. La realidad de las vacunas que ponen fecha de caducidad a la epidemia ha hecho que el mercado encienda las luces largas y esté empezando a poner en precio la recuperación económica en el año que acabamos de estrenar. En esas circunstancias, al igual que ha pasado desde finales de octubre, se ha comenzado a revertir las tendencias que hemos visto en los últimos tiempos. Las compañías más ligadas a la evolución del ciclo y que en su caso se engloban en lo que se conoce como *value* lo han hecho mejor. La bolsa española por su composición sectorial también lo ha hecho mejor en las últimas semanas.

Los tiempos en el mercado los va a seguir marcando cómo evolucione la epidemia. En general, el consenso descuenta que a mediados de año en los países desarrollados se pueda haber alcanzado un nivel de vacunación que permita conseguir la inmunidad de grupo. Ahora bien, hay que tener en cuenta que desde la óptica económica no es tanto la inmunidad sino a la velocidad a la que se van levantando las restricciones lo que va a determinar cuándo y cuánto se recupera la economía este año. En este aspecto, lo que está pasando con Israel permite ser optimista. El algo más de un 20% de población vacunada en pocas semanas se ha trasladado a contagios e incidencia hospitalaria. Por cómo se está vacunando, ese 20% supone porcentajes por encima del 70% en los grupos de riesgo. Además, en la prensa israelí se hacen eco de que incluso solo con la primera dosis de la vacuna, el nivel de contagios entre grupos comparables es notablemente inferior. En las próximas semanas veremos cómo evoluciona la tercera ola -que, en Israel, por cierto, ya se ha comenzado a doblar-, pero lo visto hasta ahora resulta muy alentador.

Aunque el arranque de la campaña de vacunación en el resto de países desarrollados no es ni puede ser comparable, hay pocas dudas de que es en lo que van a concentrar sus esfuerzos. Los cuellos de botella en fabricación y distribución deberían revertirse en parte en las próximas semanas en tanto que se van a aprobar nuevas vacunas y ya se están fabricando más de las aprobadas. La parte logística, una vez superadas las dificultades de la puesta en marcha, no debería suponer mayor problema en los países desarrollados.

Así las cosas, es bastante probable que no tanto desde el punto de vista de inmunidad de grupo, pero sí desde el de la incidencia hospitalaria, que es lo que determina las restricciones, la cosa vaya mejor de lo que ahora mismo se descuenta y que se pueda volver a la rutina antes de lo que hoy tenemos en la cabeza.

En lo que respecta a la economía, está cada vez más claro que el pasado no es guía de nada. Con la vacuna se constata que la reapertura económica va a ser de golpe y no gradual como es la



norma. Esa rápida recuperación de la actividad -que vuelvan a volar los aviones prácticamente de un día para otro- va a coincidir, como ya sabemos, con un impulso fiscal y monetario sin precedentes, a lo que hay que sumar la enorme liquidez en manos de personas y empresas como consecuencia de las medidas que *ad hoc* que se han adoptado en esta crisis. Lo más probable es que se produzca un efecto descorche botella de champán una vez que vuelva la actividad por el afán de recuperar el tiempo perdido y la economía crezca más rápido y más fuerte de lo que ahora mismo pensamos. España, lógicamente, es de las economías que más se benefician de esta situación. A la vuelta de los aviones y la liquidez acumulada, hay que sumar el dinero de Europa, lo que nos coloca en la pole de países en esta nueva fase del ciclo.

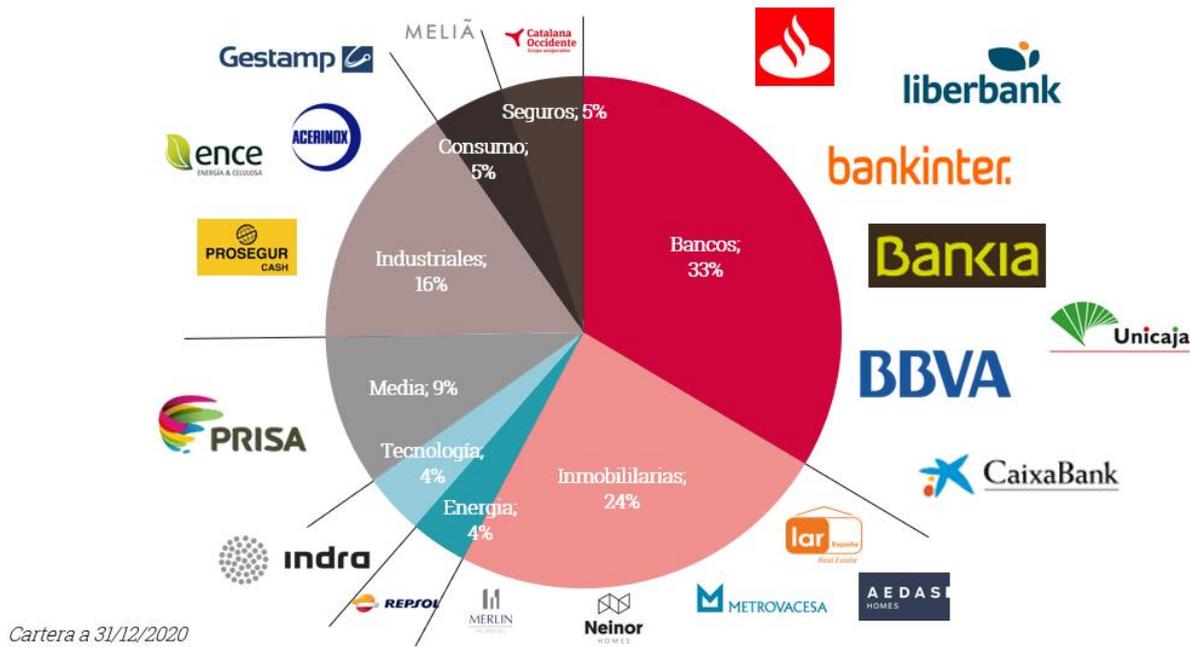
Después de muchos años, el nombre del juego va a volver a ser inflación y tipos de interés reales negativos. A diferencia del ciclo anterior, no solo los bancos centrales han actuado antes y con más contundencia, sino que la correa de transmisión de la política monetaria funciona correctamente y las fuerzas deflacionistas empiezan a remitir. Esto rompe con las dinámicas en precios de la última década y supone un elemento clave para la valoración de los distintos activos.

Y en lo que respecta al posicionamiento en bolsa española, el enfoque *top down* que ha dominado el mercado en esta crisis hizo que saliera por completo del radar del inversor internacional. El comportamiento del mes de noviembre es buen indicador del interés corto que había y que ha tenido que cerrarse a toda prisa una vez que se empieza anticipar el principio del fin. Además, puede ser una buena muestra de lo que está por venir. En el escenario de recuperación macro, tipos de interés reales negativos e inflación al alza, España brilla con luz propia. A lo anterior hay que sumar que, como ya se intuye, se da el caldo de cultivo ideal para que continúe la fiesta en lo que a actividad corporativa se refiere lo que también ayuda para que vuelvan los flujos de capital.

Cartera actual

No ha habido ningún cambio en la cartera en el último mes. Como comentábamos en la última carta, algunas de las acciones han experimentado muy fuertes subidas en pocos días. Ahora en lo que a la valoración se refiere, dado que el punto de partida era tan extremo las compañías de la cartera siguen estando entre baratas y muy baratas.

Bancos, inmobiliarias, materias primas y compañías cíclicas en sus distintas versiones son las que, como hemos visto estos últimos dos meses, continúen beneficiándose de la cada vez más cercana recuperación económica.



Los bancos son un caso paradigmático de sector expuesto al ciclo que acaba de arrancar por todas sus líneas. Más actividad se traduce en más créditos y menos morosidad, en un momento en el que se van a comenzar a cuantificar las sinergias de los procesos de consolidación en marcha. Además, son las cuentas de resultados que antes recogerían un eventual escenario de reflacionario como el que se empieza a intuir. En cualquier caso, seguirán atrayendo la atención del inversor internacional, porque continuará el proceso de consolidación que ya está lanzado.

En el caso de las inmobiliarias, hay que distinguir entre las socimis y las promotoras inmobiliarias. Las primeras se han visto afectadas de lleno por la disrupción de la epidemia y hoy están cotizando la cuasi inviabilidad de sus negocios. A medida que la rápida normalización de la actividad evidencie que esto no es así, deberían recuperar mucho por el punto de partida en valoración que es simplemente absurdo. Las valoraciones actuales, el perfil financiero de sus accionistas principales y la recurrencia de sus cuentas de resultados incluso en la situación actual les convierte en claros candidatos a ser protagonistas de alguno de los episodios del serial de actividad corporativa al que vamos a asistir este año.

Con respecto a las promotoras inmobiliarias, lo primero que hay destacar es lo poco que su negocio se ha visto afectado este año. Lo visto estos últimos meses es otra muy buena muestra de la naturaleza completamente distinta de este ciclo. Además, en el último año los principales jugadores del mercado han continuado ganando cuota de mercado en detrimento de los jugadores más pequeños y menos profesionalizados -lo que sin duda es una muy buena noticia-.

Y es un negocio cuya vinculación con la evolución del ciclo económico está fuera de toda duda. Cotiza a múltiplos muy atractivos y tiene sentido que continúe la concentración en el sector que acaba de arrancar con la absorción de Quabit por Neinor.

También en la última carta enfatizábamos el caso de Prisa como otro claro ejemplo de empresa que ha aprovechado la crisis para acelerar su proceso de reestructuración. En los últimos meses va cumpliendo hitos -venta de Santillana España, reestructuración de la deuda- lo que le permite encarrilar el objetivo final: la división en dos de la compañía -educación y medios-, lo que servirá para que aflore el valor de sendos negocios. El cambio en la presidencia del Consejo dando entrada al representante de su principal inversor financiero debería acelerar el desenlace.

Visión del mercado

El arranque de 2021 es un muy buen termómetro de las luces largas que acaba de encender el mercado. Ni el grotesco espectáculo del Capitolio del día de Reyes, ni la fuerza de la tercera ola de la epidemia en todo el mundo han provocado el menor titubeo.

Nos encontramos en un momento singular del punto de inflexión en el que estamos ahora mismo inmersos: el relato y la retórica está cambiando, o prácticamente ya lo ha hecho, pero los precios todavía no. En ese escenario de más o menos rápida y pronta recuperación económica con lo que supone en precios y en las cuentas de resultados de las compañías, la mayor discrepancia, sin duda, reside en el precio de la renta variable más ligada al ciclo.

Las valoraciones y el (infra)posicionamiento de las carteras son el mejor aval que, de confirmarse el escenario antes descrito, el recorrido que tiene el fondo es mucho, como demuestra el comportamiento más reciente. En cualquier caso, si nos atenemos a medias históricas, esto no ha hecho nada más que empezar y la reversión recién iniciada tiene mucho recorrido.

Agradecerles siempre la confianza y desearles lo mejor para 2021.

José Ramón Iturriaga

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 18/01/2021 y ABANTE ASESORES no asume compromiso alguno de actualización o revisión de su contenido.