

Okavango Delta, AGF – Spanish Opportunities

## Carta del gestor

Los mercados financieros están en una situación de *impasse* y ya han dejado lo peor atrás. Las ventas forzadas, responsables de los fortísimos repuntes de volatilidad tras la irrupción de la epidemia, se han corregido en gran medida y los desmanes de ese primer zarpazo se han encarrilado en tiempo récord. Las aguas han vuelto a su cauce en la renta fija, el crédito, las divisas, gran parte de las bolsas e incluso las materias primas. En cierta medida, en bolsa los comportamientos de los índices enmascaran la realidad. Lo que ha subido de la mano de la enorme liquidez que inunda el mercado ha sido lo percibido como de calidad o seguro, mientras que lo percibido como cíclico o *value* sigue olvidado de la mano de Dios. Por lo tanto, el comportamiento de los distintos índices ha sido muy dispar en función de la composición sectorial de los mismos. Así las cosas, la bolsa española se ha quedado claramente por detrás por el sesgo más cíclico de los sectores que predominan en el índice.

Ya tenemos datos que confirman las asunciones que hacíamos al arranque de este episodio. La naturaleza de esta crisis es más asimilable a una catástrofe natural que a cualquier otra cosa. Una caída muy intensa de la actividad en un plazo muy corto, seguida de una fortísima recuperación. De hecho, son pocas semanas -las últimas de marzo y las primeras de abril- las que explican las caídas sin precedentes del PIB que vamos a experimentar. A la contracción histórica del PIB en el segundo trimestre -de entre el 15 y el 20%- le va a seguir una recuperación parecida en el tercero. Tratar de modelizar esta situación inédita es un quebradero de cabeza, tal y como delatan los rangos tan amplios que todavía hoy mantienen las principales instituciones en sus previsiones para el año en curso. Y hoy más que nunca estas previsiones son una raya en el agua y no se pueden interpretar como lo hemos hecho tradicionalmente.

La velocidad a la que van las cosas en esta crisis tampoco tiene precedentes. De hecho, nos encontramos en una situación un tanto esquizofrénica en la que los malísimos datos del segundo trimestre conviven con indicadores adelantados que anticipan una recuperación nunca vista. Los plazos se miden por semanas. La percepción que tenemos hoy de las cosas no tiene nada que ver con la que teníamos hace un mes, y probablemente tenga poco que ver con la que podamos tener en unas semanas. Probablemente, siempre que no haya pasos atrás en la reapertura económica, las próximas revisiones económicas sean al alza a tenor de lo que ya estamos viendo en lo que respecta a la velocidad de la recuperación.

El hecho de que no haya culpables en esta crisis ha permitido una respuesta sin precedentes, tanto por el lado de la política monetaria como de la fiscal. Tanto el volumen de la respuesta como el alcance de las medidas han sorprendido gratamente. Más allá de que la pronta respuesta por



parte de los bancos centrales ha permitido reconducir los mercados en tiempo récord, probablemente sea la respuesta por el lado de la política fiscal la más trascendental. Y no solo porque es de un orden de magnitud nunca visto en Europa, sino porque, desde el punto de vista cualitativo, el avance que se barrunta con el fondo de recuperación europeo es absolutamente transformacional. Con el claro liderazgo de Alemania, la Unión Europea va a dar un paso de gigante en lo que hasta ahora constituía el flanco más débil, la unión fiscal. A falta de su aprobación, la respuesta que se ha planteado a instancias de Francia y, sobre todo, de Alemania es algo que hace solo unos meses era impensable. Y tras la lógica de la defensa de la integridad del mercado único, que es sobre lo que se construye el fondo de recuperación, subyace un replanteamiento de Alemania de su concepción de Europa. Probablemente esto constituya el mejor legado de una política como Angela Merkel, que en la fase final de su larga carrera va a entrar por méritos propios en el olimpo de los padres fundadores.

Hoy podemos afirmar con rotundidad que esta vez es distinto. Ya tenemos la perspectiva suficiente para confirmar que esta crisis no tiene nada que ver con ninguna anterior. Cualquier ejercicio que extrapole el pasado para inferir el futuro resulta inútil.

Los riesgos se pueden resumir en cuatro. El principal, lógicamente, es que un eventual rebrote obligara a tomar medidas similares a las que se tuvieron que poner en marcha en marzo. Y, aunque los rebrotes son inevitables, no parece sensato pensar que con el nivel de conocimiento que tenemos hoy de la enfermedad -capacidad de detección, tratamientos, mascarillas, distancia social-, pueda darse un rebrote tan intenso que vuelva a poner en jaque al sistema sanitario. Además, no es descartable que, en algún momento, tengamos noticias sobre avances importantes, primero en los tratamientos, pero también en plazos históricamente cortos en lo que a las vacunas se refiere.

Otro de los riesgos que *a priori* podrían haber truncado la recuperación era que, por así decirlo, los *animal spirits* no cogieran tracción, esto es, que a los agentes económicos se les encogiera el brazo tras el *shock* sufrido. A tenor de lo que estamos viendo, este no es el caso.

La posibilidad de que descarrile la reforma europea, tras las expectativas que ha suscitado, es otro riesgo. Ahora bien, con independencia de cuál sea su redacción final, parece poco probable que un proyecto que cuenta con el apoyo de países tan importantes como este encalle.

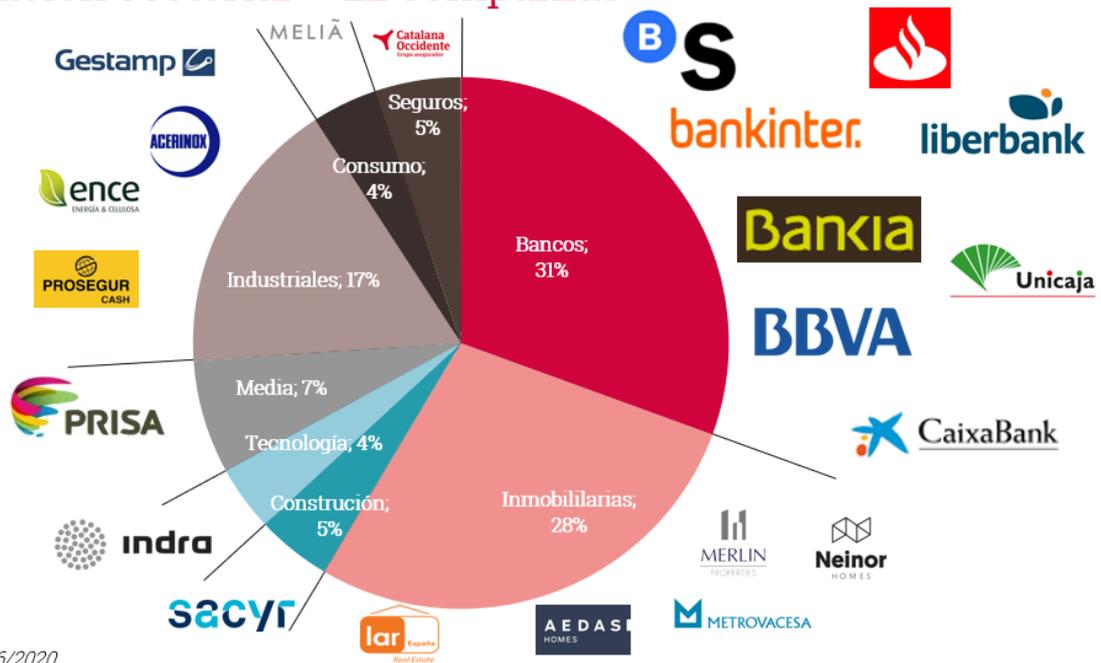
Por último, y aunque muchos lo tengan en lo más alto de la lista, se encontraría el riesgo político español. Con independencia de que el ruido es muchísimo y que resulta complicado mantener la ecuanimidad, si nos atenemos a los hechos, los pasos dados por este gobierno en materia económica no son muy distintos de los que han dado otros países del entorno, ni de los que

hubiera dado un gobierno de otro color. Todo lo contrario, el color del actual gobierno ha hecho que las medidas aprobadas -y las que se van a tener que aprobar con mucha seguridad- no hayan tenido ninguna contestación social, lo que probablemente hubiera sido muy distinto con otro ejecutivo. Además de no haber roto nada, es poco probable que se salgan del guion marcado de forma más o menos explícita por Europa, al margen de algún guiño político.

### Cartera actual

En el último mes hemos sacado Fluidra de la cartera y la hemos reemplazado por Catalana Occidente. El muy buen comportamiento de Fluidra ha hecho que su posición relativa haya empeorado con respecto a otras compañías que tenemos en el radar, como Catalana. La aseguradora es un muy buen ejemplo del ejercicio que están haciendo los mercados de mirar por el retrovisor para tratar de anticipar la siguiente curva, en un momento que, como hemos insistido mucho, no tiene nada que ver. Así las cosas, la fuerte corrección que ha sufrido en las últimas semanas nos ha dado la oportunidad de entrar a un precio muy atractivo que llevamos muchos años sin ver en una compañía de la calidad de Catalana Occidente.

### Distribución sectorial – 22 compañías



Cartera a 30/06/2020

## Visión de mercado

En las últimas semanas los mercados se mueven al calor de las noticias sobre la recuperación. Las informaciones sobre rebrotes de la epidemia en los países que lo tenían más o menos controlado se leen en clave negativa por el miedo a nuevas medidas restrictivas, mientras que los datos de actividad que apuntan a una muy pronta recuperación son bien recibidos por los inversores.

El mercado no termina de creerse ni el control de la epidemia ni la famosa recuperación en V, aunque algunos datos muestran que efectivamente se está produciendo. Por lo tanto, y con independencia de que en el corto plazo los titulares van a seguir mandando, lo relevante es tratar de anticipar por dónde van a ir las cosas.

¿Es posible un eventual rebrote en las economías desarrolladas que obligue a tomar medidas tan restrictivas como las que ya hemos visto? Seguro que es posible, pero intuitivamente resulta poco probable.

¿Cómo de rápida será la recuperación económica? Cada semana que pasa está más claro que la velocidad es alta. En cualquier caso, en pocas semanas tendremos una foto más clara, y para entonces el mercado ya habrá despegado en una u otra dirección.

En el mes de julio es posible que se dé respuesta a algunas de estas preguntas. Entretanto, resulta muy probable que se apruebe en Bruselas el fondo de recuperación europeo y, además, tendremos una foto más clara sobre el ritmo de recuperación económica.

Adicionalmente, la publicación de resultados del segundo trimestre, más allá de que van a ser muy malos -como no puede ser de otra forma-, servirá para que las compañías puedan darnos algo más de color sobre la evolución de los negocios. En un entorno en el que las expectativas están terriblemente deprimidas, cualquier señal que apunte a que "esta vez es distinto" debería ser muy bien recibida por los mercados.

Como siempre, agradezco su confianza y quedo a su disposición.

---

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 08/07/2020 y ABANTE ASESORES no asume compromiso alguno de actualización o revisión de su contenido.