

Okavango Delta, AGF – Spanish Opportunities

Carta del gestor

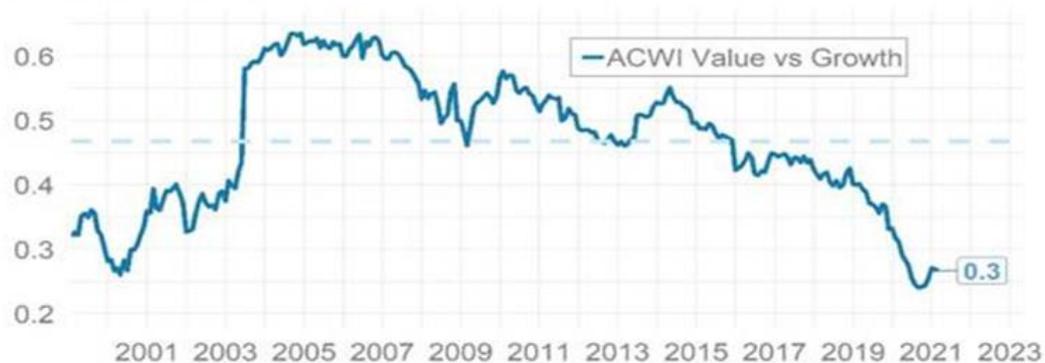
En el primer trimestre del año los tiempos en el mercado han venido marcados por las consecuencias de la cada vez más cercana reapertura económica. Sin duda, lo más destacable ha sido el fuerte repunte de los tipos de interés a largo plazo -más en Estados Unidos que va por delante que en Europa- lo que, lógicamente, tiene importantes consecuencias en la valoración de todas las clases de activos.

En estos tres primeros meses de 2021 las bolsas lo han continuado haciendo bien, pero con una marcada rotación sectorial: básicamente, lo que hasta ahora lo había hecho bien -al amparo de tipos largos extraordinariamente bajos- le ha dado el relevo a aquellos sectores más vinculados a la economía real, que son los que se van a beneficiar de forma más directa de la fuerte recuperación económica que tenemos por delante, si nada se tuerce. En este periodo, la bolsa española ha subido un 6,27% y el fondo, un 14,90%.

Es importante destacar que la rotación que hemos visto estos últimos meses, puesto en perspectiva histórica, no es en absoluto significativa. La dispersión de valoración entre lo que se denomina *growth* y *value* continúa siendo extrema y el último movimiento ha supuesto un punto de inflexión, pero no se ha desandado prácticamente nada del camino.

Global Value vs. Growth Valuation Is Extreme

Price to Book Ratio



As of: 2021-02-14

Source: Bloomberg, Morgan Stanley Research

Detrás de este comportamiento están, exclusivamente, los tipos de interés.



@abanteasesores



Abante Asesores



Abante Asesores

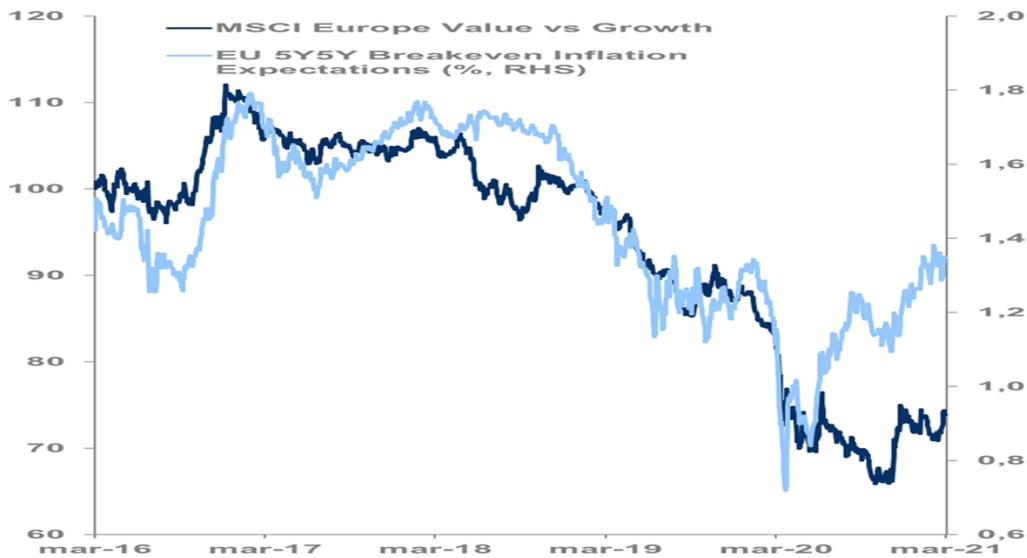


abanteasesores



Abante Asesores

www.abanteasesores.com



La tesis es muy sencilla: a tasa de descuento más baja, más está dispuesto a pagar el mercado por el crecimiento futuro, y al revés.



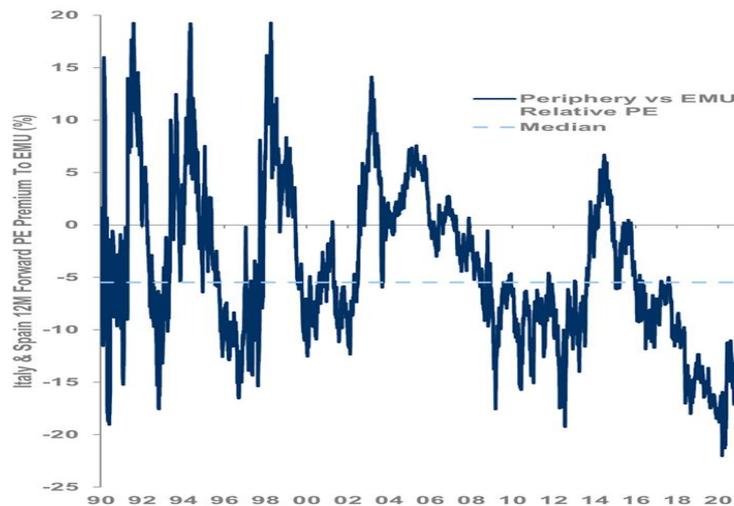
Esto es lo que ha lastrado la evolución de las bolsas periféricas por su composición sectorial. El mayor peso de sectores ligados a la economía real y la ausencia de compañías de crecimiento es lo que está detrás del mucho peor comportamiento de las bolsas europeas meridionales.



Un muy buen ejemplo de lo anterior es cómo lo ha hecho el sector financiero. La correlación de su evolución en bolsa con la de los tipos de interés explica muchas cosas.



Y todo lo anterior se traduce en que las bolsas periféricas, y en concreto la española, están en valoraciones ridículas.



La batería de gráficos con la que en esta ocasión les he inundado -no volverá a pasar-, creo que demuestra, de forma muy intuitiva, en qué momento del ciclo de inversión nos encontramos.

La pregunta, ahora, es si las condiciones que se han dado en los últimos cuatro meses, que han provocado la inflexión en el comportamiento de los tipos de interés, con lo que, como hemos visto, eso supone, va a continuar o no.

En lo que a la recuperación económica se refiere, la inminente reapertura de las economías desarrolladas va a traducirse en un fortísimo tirón de la actividad, que tiene mucho recorrido en tanto que coincide en el tiempo con políticas monetarias y fiscales extraordinariamente expansivas. Con Estados Unidos liderando la recuperación, el resto de economías desarrolladas no van a tardar en recuperar el terreno perdido en lo que va a ser, sin duda, no sé si la mayor, pero desde luego la más rápida crisis económica de la historia. Nunca en una recesión económica de la magnitud de la que hemos vivido, se había vuelto -o se va a volver- a la casilla de salida tan pronto.

La velocidad y la magnitud de la recuperación, con toda probabilidad, se va a trasladar a los precios. Y es precisamente ahí donde radica el principal riesgo: un error no forzado por parte de los bancos centrales que los llevará a sobrereaccionar ante los primeros indicios de inflación. No parece que vaya a ser el caso. Entienden que puesto en términos de riesgo/beneficio, la asimetría es absoluta si, como se dice en el argot, tratan de ir por delante de la curva. En la situación actual, los bancos centrales, de forma muy apropiada, van a ir por detrás de los acontecimientos. Tienen la lección aprendida. Y, además, saben que la única solución sensata al alto endeudamiento público fruto de las políticas extraordinarias que, de forma muy acertada, se han llevado a cabo en los últimos tiempos, es convivir con inflaciones por encima de los límites, con el objetivo de que la deuda valga menos.

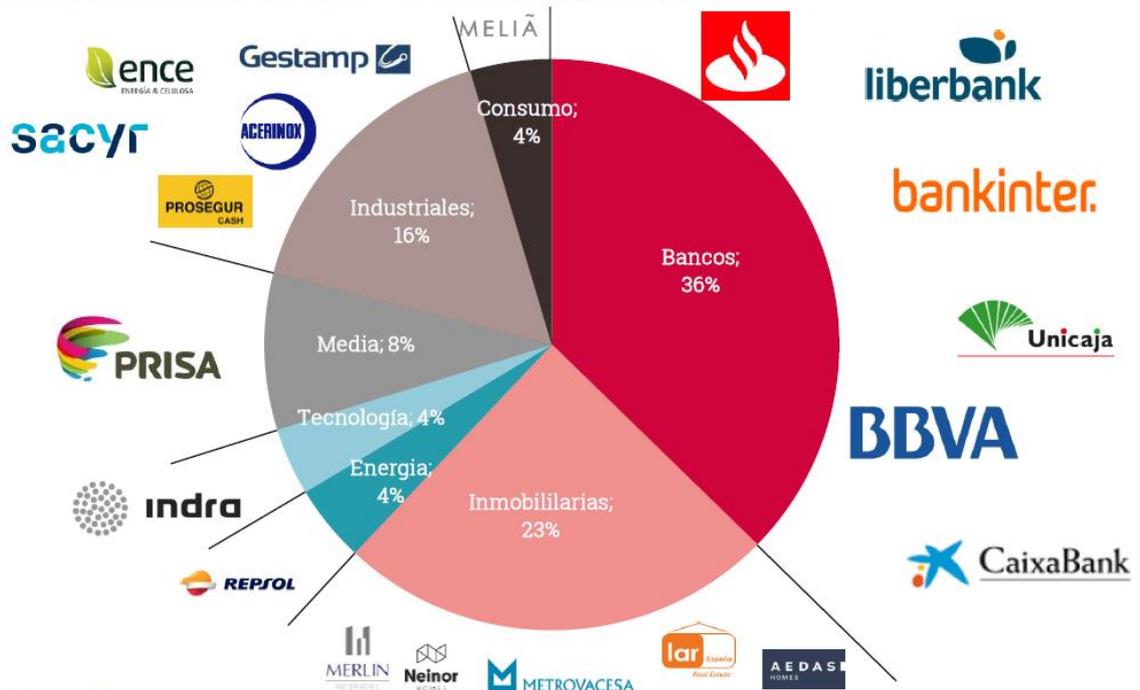
Por lo tanto, el escenario más probable y que tiene enormes implicaciones económicas es el de un periodo más o menos largo de tipos de interés reales negativos.

Así las cosas, el escenario más probable es que el mercado continúe poniendo en precio la recuperación económica y que eso se traslade a la curva de tipos de interés, con lo que ello supone. En renta variable, el movimiento de reversión tras la enorme polarización que hemos vivido en los últimos años tiene todavía mucho recorrido.

Cartera actual

No se han producido cambios en el último mes en los valores que tenemos en cartera. El comportamiento de la misma en los últimos meses nos hace estar muy cómodos si, como todo parece indicar, continúa el movimiento de reversión de la evolución sectorial que hemos visto en este periodo.

Distribución sectorial – 21 compañías



Cartera a 31/03/2021

El sector financiero es el que más se va a beneficiar de las dinámicas en las que estamos ahora inmersos. Desde el punto de vista macro, el riesgo hoy es que el mundo crezca más de lo esperado y que la inflación se vaya por encima de los máximos de los últimos años. Y son precisamente los bancos los que más se benefician de ese escenario que se empieza a dibujar en el horizonte de mayor crecimiento económico y tipos más altos.

Históricamente, la cuenta de resultados de los bancos, lógicamente, ha tenido una correlación enorme con la evolución de los tipos de interés, que son consecuencia directa de las expectativas de inflación. Pero hoy, si cabe, esa relación es todavía mayor. El nivel de depósitos bancarios es anormalmente alto por todas las medidas de -sobre todo- política fiscal que se han adoptado en

los últimos meses, lo que hace que la sensibilidad ante el eventual repunte de los tipos sea mucho mayor.

Además, en este ciclo, no solo los bancos -lógicamente- van a prestar más si se recupera la economía, sino que se van a poder seguir financiando a tipos subsidiados por los programas del Banco Central Europeo, lo que debería trasladarse en cierta medida al margen. La recuperación también se traducirá en una caída de la mora en un momento en el que cada vez parece más claro que las provisiones que adelantaron los bancos el año pasado son más que suficientes para hacer frente al eventual repunte de la incidencia una vez que finalicen los sucesivos periodos de carencia que se han ido concatenando en los últimos tiempos. Y, por último, la recuperación económica seguro que se va a traducir en mayor flexibilidad por parte del regulador para que los bancos vuelvan a retribuir a sus accionistas en un momento en el que la gran mayoría de las entidades tienen exceso de capital. Los bancos siempre se han beneficiado de la recuperación del ciclo económico, pero esta vez se van a hacer en mayor medida por cómo de extremo es el punto de partida.

Dentro de los bancos europeos, los españoles brillan con luz propia. La economía española va a ser de las que más se beneficie de la reapertura económica por, sobre todo, su mayor exposición relativa al turismo y la segura fuerte recuperación de la promoción inmobiliaria por los tipos de interés reales negativos con los que vamos a convivir los próximos años. Además, el proceso de consolidación en el caso de España va, sin duda, por delante. Y no solo son las sinergias de las últimas operaciones que se van a empezar a ver en las cuentas de resultados en los próximos ejercicios, sino el hecho de que a menos jugadores -los cuatro principales grupos en España controlan el 60% del mercado-, mayor rentabilidad. Pocos bancos de marcado perfil hipotecario donde el riesgo de disrupción es muy bajo, con el proceso de consolidación en su última vuelta y una economía que se va a beneficiar mucho de la inminente apertura económica. Y, desde un punto de vista de valoración, están (muy baratos) y no los tiene nadie. No se puede pedir más.

Las promotoras residenciales son otro de los sectores económicos que más se va a beneficiar de las dinámicas económicas actuales. Quizás la mejor pista la hemos tenido en el mucho mejor comportamiento que ha tenido el sector residencial en esta crisis, sobre todo en vivienda nueva. Los precios se han mantenido y las ventas han sido mejores de lo que los más optimistas podían esperar. De seguir así las cosas, no se va a tardar mucho en ver subidas de precios en obra nueva.

Los tipos de interés reales negativos son gasolina para el residencial. En el momento en el que te financias por debajo de lo que renta la vivienda en alquiler, la bomba está cebada. Y el principal riesgo que sería que los bancos centrales reaccionaran parece que está fuera de toda discusión. Hay una máxima que reza que la mejor forma de protegerse de una burbuja es que te pille dentro. El inversor en bolsa tiene la suerte de que algunas cotizadas españolas te dan exposición al sector en distintas versiones que deberían beneficiarse de la progresiva recuperación del sector y que están cotizando a múltiplos tremendamente atractivos. El tiempo dirá.

Visión de mercado

La disyuntiva actual, si nada se rompe, se va a resolver pronto a favor de quienes pensamos que la recuperación económica se va a producir de forma más rápida y fuerte de lo que ahora mismo contempla el mercado. Y esto es, precisamente, lo que va a seguir alimentando el movimiento que venimos observando los últimos meses: repunte de los tipos de interés y, en bolsa, rotación hacia los sectores más expuestos a la economía real.

A pesar de las subidas de los últimos tiempos, tanto la valoración fundamental como una perspectiva histórica del comportamiento sectorial, invitan a pensar que este movimiento tiene continuidad a medida que se vaya confirmando el escenario descrito.

La cartera actual recoge muy bien las dinámicas actuales, que deberían seguir vigentes si nada se rompe en la reapertura de las economías desarrolladas.

Una vez más, agradecer la confianza. Y quedo a su disposición para lo que puedan necesitar.

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 13/04/2021 y ABANTE ASESORES no asume compromiso alguno de actualización o revisión de su contenido.



@abanteasesores



Abante Asesores



Abante Asesores



abanteasesores



Abante Asesores

www.abanteasesores.com