

Okavango Delta, AGF – Spanish Opportunities

Carta del gestor

2020 es un año que no olvidaremos. Tampoco lo que ha pasado en los mercados. Ciñéndonos a estos, que es lo que nos toca, lo vivido en los últimos meses ha sido algo extraordinario. No solo las fortísimas caídas y las subidas que les han seguido, sino la enorme polarización que se ha producido en la pauta de los distintos tipos de activos y, sobre todo, dentro de los mismos. La bolsa es el mejor ejemplo de esto último. La diferencia de comportamiento de lo que conocemos como *quality* o *growth* y el *value* o ciclo no tiene precedentes. Esto se ha traducido en un comportamiento muy heterogéneo de los distintos índices en función de los sesgos sectoriales de los mismos que en las últimas semanas se ha revertido en parte.

Precisamente, el comportamiento de las bolsas el último mes y pico es el mejor aviso a navegantes y confirma lo que llevamos observando desde el arranque del Covid-19. El mercado ha estado exclusivamente dominado por la visión *top down* y, en concreto, por los titulares sobre la evolución de la epidemia. Las noticias, primero, sobre los avances y, luego, sobre las autorizaciones de las vacunas han dado la vuelta por completo a la percepción del mercado: ha puesto fecha al final de la pesadilla. Y, aunque todavía queden interrogantes -nuevas aprobaciones, ritmo de producción, qué proporción de vacunados es suficiente para alcanzar la inmunidad de grupo, etc.-, el haber empezado a vacunar ha provocado que el mercado rompa con las dinámicas de los últimos tiempos.

La sorpresa con la que reaccionó el mercado a los anuncios de los avances de Pfizer o Moderna a principios de noviembre, algo que se veía venir desde hace tiempo, constituye un buen ejemplo de lo que ha sido el comportamiento del mercado estos últimos tiempos. Va a remolque, no anticipa los acontecimientos.

Este patrón de comportamiento del mercado se puede deber a distintos factores. El primero es algo en lo que llevamos insistiendo tiempo y es que se está tratando este episodio como una crisis al uso. La naturaleza de esta crisis es completamente distinta. Desde luego, la causa que ha determinado que no hubiera culpables y, probablemente, la velocidad y magnitud de la respuesta fiscal y monetaria. Analizar el pasado para tratar de proyectar el futuro esta vez no sirve. Y la aprobación de la vacuna es lo que ha hecho que el mercado se tope con esa nueva realidad. Este ciclo es distinto. Los plazos, las consecuencias... van a ser otras, y lo que haya podido pasar en circunstancias anteriores no es guía de nada. Hay otras razones más técnicas, como el cada vez mayor peso de la gestión pasiva y de los modelos cuantitativos que, entre otras cosas, han hecho de multiplicador de las dinámicas de los distintos activos.

Desde el punto de vista macroeconómico, que la vacuna sea una realidad confirma que los plazos en este ciclo son otros -semanas, meses, pero desde luego no años-. Aunque todavía no sabemos



cuándo, no hay duda de que la vuelta a la casilla de salida va a ser en tiempo récord. La economía mundial podría haber recuperado lo perdido en la primera parte del año con China liderando la recuperación y Europa, algo por detrás. España por las mismas razones por las que ha sido de las economías que peor lo ha hecho en 2020, será de las que mejor comportamiento tenga el año que viene. No es descartable que, yendo el calendario de vacunación según lo previsto, la economía española crezca cerca a doble dígito el año que viene. Un buen indicio fue el crecimiento del tercer trimestre, en el que la se había abierto algo la mano, pero la reapertura no era ni por asomo completa. Es probable que España se beneficie del previsible efecto rebote una vez que se deje atrás el miedo que nos ha atezado con la pandemia.

Otro aspecto destacable es que los bancos prestan. Y esto es una gran diferencia con la gran crisis financiera. El punto de partida en términos de solvencia y apalancamiento no tenía nada que ver con 2008. Y los esquemas de avales desde luego están ayudando para que la liquidez llegue sobre todo a las empresas, que son quienes más se están viendo afectadas por esta crisis. Si a lo anterior sumamos que los mercados de capitales están a pleno rendimiento, entendemos lo que hay detrás de la rapidísima recuperación de la actividad corporativa.

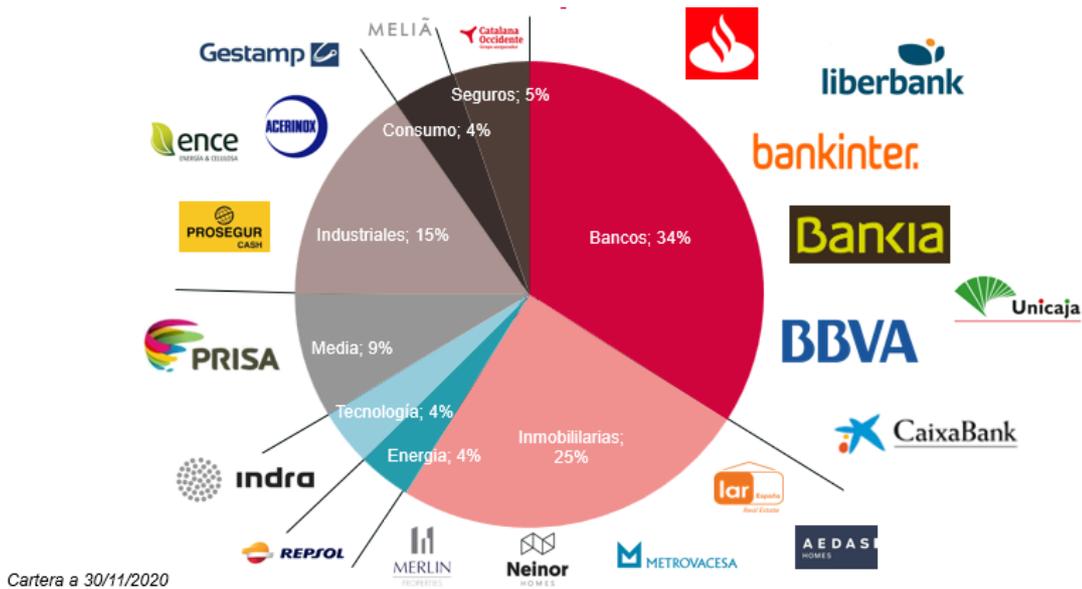
Los próximos años, en lo que a la economía se refiere, es muy probable que salgamos del bucle de los últimos tiempos. Tipos de interés reales negativos y vuelta de la inflación van a ser el nombre del juego. A diferencia del ciclo anterior, no solo los bancos centrales han actuado antes y con más contundencia, 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. Y los flujos volverán.

Cartera actual

No ha habido ningún cambio en la cartera en el último mes.

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.



Subidas como como las vistas en pocos días son el mejor indicador de la ineficiencia e irracionalidad puntual de los mercados.

Hay que destacar que hoy muchas de las compañías en cartera son mejores compañías que hace unos meses y, aunque todavía no lo refleje el precio, su caso de valoración es más atractivo.

El caso de los bancos es muy claro. Las fusiones anunciadas afectan a cuatro de los bancos en cartera que hoy, simplemente por las sinergias que acarrearán estas operaciones, tienen un mayor valor. Además, es uno de los sectores que, a medida que vaya calando que esta vez es distinto, tienen mayor potencial de recuperación y más en un entorno de crecimiento con inflación como el que es previsible para los próximos años.

En el sector inmobiliario habría que distinguir entre las socimis y las promotoras inmobiliarias. Las primeras son el ejemplo claro de sectores -oficinas y centros comerciales- que la irrupción de la epidemia ha puesto en cuestión. Las valoraciones son extremas y, en tanto que la normalización de la percepción del riesgo se interprete como una paulatina recuperación de la rutina, deberían recuperar todo lo perdido.

El caso de las promotoras inmobiliarias es todo lo contrario. Las dinámicas del sector han tenido mucho mejor comportamiento del esperado en todo el mundo. Son el ejemplo de compañías cuya evolución se asociaba directamente a la evolución del PIB cuando -y esta es la gran diferencia con respecto a ciclos anteriores- tiene mucho más que ver con la renta disponible que, en esta crisis esta mucho más protegida.

El caso de Prisa es 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. En los últimos días parece que se abierto la subasta y el ruido es contante. En esto aplica aquello de que cuando el río suena...

Visión del mercado

El patrón del comportamiento del mercado los últimos meses ha sido que, cuando se interpreta que hay recuperación económica, el ciclo y el *value* lo han hecho claramente mejor. En los últimos meses hemos visto varios amagos. Hay poca duda de que el último es el bueno.

El anuncio de la vacuna rompe con el planteamiento de los últimos meses y provoca un vuelco en la visión *top down* del mercado. No solo la economía va a recuperar, sino que va a crecer más y antes de lo esperado. Sin solución de continuidad pasamos de hablar de caídas nunca vistas a inflación y tipos reales negativos.

El relato va a virar de forma radical para tratar de aprovechar la reapertura económica con todo lo que supone.

Y pilla a todo el mundo con el pie cambiado. La exposición a ciclo, financieras o materias primas es históricamente bajas.

A lo anterior, hay que sumar que las valoraciones de estos sectores que ahora empiezan a tener el viento de cola cotizan a múltiplos históricamente bajos.

Así las cosas, lo vivido en las últimas semanas es una buena muestra de lo que puede seguir pasando. Tiene todo a favor: recuperación económica, valoraciones, flujo y posicionamiento.

Como se ha podido comprobar en las últimas semanas, el fondo ha recogido muy bien el vuelco del mercado. No hay razones para que no siga.

Les agradezco la confianza en estos últimos tiempos y les deseo muy feliz Navidad y 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 21/12/2020 y ABANTE ASESORES no asume compromiso alguno de actualización o revisión de su contenido.