

Okavango Delta, AGF – Spanish Opportunities

## Carta del gestor

En las últimas semanas, las dinámicas del mercado continúan siendo las mismas. Se ha pasado de las dudas sobre la eventual recuperación económica, al miedo a que los bancos centrales sobrerreaccionen ante un más que probable repunte de la inflación. Y, aunque los mercados vayan, o puedan seguir, dándole vueltas, los bancos centrales tienen aprendida la lección y no han llegado hasta aquí para ahora echar por tierra todo lo hecho, que no ha sido poco. Así las cosas, con las idas y venidas que toquen, tiene sentido pensar que los mejores datos económicos gracias a la reapertura de la economía continuarán dando soporte al mercado de forma similar a como lo vienen haciendo los últimos meses. Presión al alza ordenada de los tipos de interés que, en el caso de la bolsa debería seguir favoreciendo a las compañías más expuestas a la economía real. En lo que llevamos de año el fondo sube un 21,74% frente a la subida del 9,18% del Ibex 35.

En un mercado como el actual, que está claramente dominado por la visión *top down*, se dan las circunstancias para que España vuelva al radar del inversor extranjero. Europa va a tener mejor *momentum* macro relativo y, dentro de los países europeos, España va a ser de las economías que más crezca no solo este año sino también los siguientes. La economía española está muy expuesta a la recuperación de la movilidad y es muy agradecida cuando el viento sopla de cola. Los beneficios de las compañías españolas también van a destacar contra sus comparables por su mayor exposición al ciclo, lo que debería tener su reflejo en el índice español por el mayor peso de sectores más ligados a la economía real (financiero e inmobiliario) y a mercados emergentes, que se benefician de la recuperación y precios de las materias primas más elevados. La valoración es de las más atractivas de Europa, que a su vez es de las regiones más baratas, visto globalmente. El peso de las compañías cuyas cuentas de resultados se benefician de un entorno positivo de inflación es muy alto. Y a lo anterior hay que sumar la puesta en marcha del Fondo de Recuperación europeo del que la economía española es una de las principales beneficiarias.

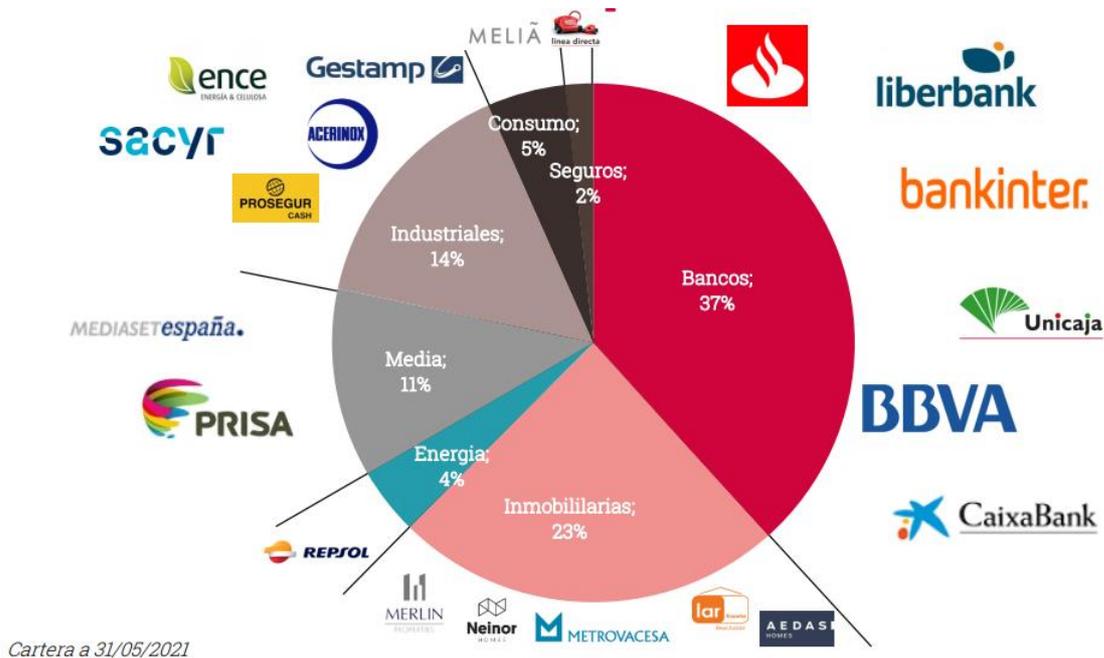
Todo lo anterior se debería traducir en un incremento de los flujos hacia Europa -a lo que habría que sumar *buy backs* y operaciones corporativas- tras muchos años olvidada de la mano de Dios. Las entradas de dinero están comenzando, lo que, dado el cada vez mayor peso de la gestión pasiva, algoritmos y los modelos cuantitativos debería servir para que, al revés de lo que ha pasado estos últimos años, dinero llame a dinero y la propia subida se retroalimente.

### Cartera actual

En el último mes, se han producido dos movimientos en la cartera: la salida de Indra y la incorporación de Mediaset España.

Ha salido Indra como consecuencia del inesperado cambio de presidente, lo que pone bajo la lupa el gobierno corporativo de la compañía participada por el Estado. La salida del presidente responsable de la transformación de la empresa en los últimos años y máximo impulsor del actual plan estratégico es una mala noticia y no se pueden descartar cambios de rumbo que no estén del todo alineados con el accionista minoritario.





Por otro lado, se ha incluido Mediaset España. La compañía de televisión en abierto está a valoraciones ridículas: 15% FCF yield es algo que no tiene ningún sentido por mucha disrupción tecnológica que haya. Y menos, en una compañía con posición neta de caja que es muy probable que, una vez que se ha pasado la fiebre corporativa, vuelva a la tradicional política de retribución al accionista. Además, el claro sesgo cíclico de su modelo de negocio anticipa unos próximos trimestres muy buenos en lo que a la cuenta de resultados se refiere.

Los bancos siguen siendo el sector que más pesa en la cartera. En [la anterior carta](#), hicimos el argumento de por qué creemos que es el sector que más se va a beneficiar de las actuales dinámicas de mercado.

Caixabank es hoy la principal posición del fondo. Y lo es por lo siguiente: el Banco de España da tres recetas para hacer que los retornos (Rote) sean mayores al coste de capital y el banco catalán los cumple con nota. Por un lado, la escala. Caixabank es el negocio de bancaseguros con mayor escala de España, siendo prácticamente líder en todos los segmentos. En segundo lugar, la diversificación. Los seguros representan el 30% de los beneficios, la gestión de activos el 20% y el resto es banca retail. A lo anterior hay que añadir que con las sinergias que va a conseguir con la absorción de Bankia (por encima de los 800 millones de euros), Caixabank se va a convertir en uno de los bancos más eficientes de España. Además, el *badwill* de la fusión va a elevar las coberturas a prácticamente el 70%, lo que debería permitir muy bajas provisiones a futuro. El mejor banco español con rentabilidades, en la actualidad, de doble dígito y que cotiza por debajo

de valor en libros (<0,8), con fortaleza de capital y capacidad para pagar un dividendo muy suculento.

Otra forma de ver el atractivo de valoración de Caixabank es haciendo una suma de partes. La compañía de seguros -Vidacaixa- es líder en el ramo de vida, con un 30% de cuota y el segundo jugador en el segmento de no vida -prácticamente solo salud-, con un 12% de cuota. Es la cuarta compañía de seguros más rentable de Europa con un ROE de un 25% y viene ganando 1.000 millones de euros los últimos años. Si a este beneficio le aplicamos el múltiplo al que cotizan las aseguradoras europeas (12x), llegaríamos a la conclusión que el negocio bancario el mercado lo está valorando por debajo de 6 veces. Esta valoración para el mejor negocio de banca en España no tiene sentido.

El segundo sector de mayor peso en el fondo es el inmobiliario. Hay que distinguir entre promotoras inmobiliarias y socimis.

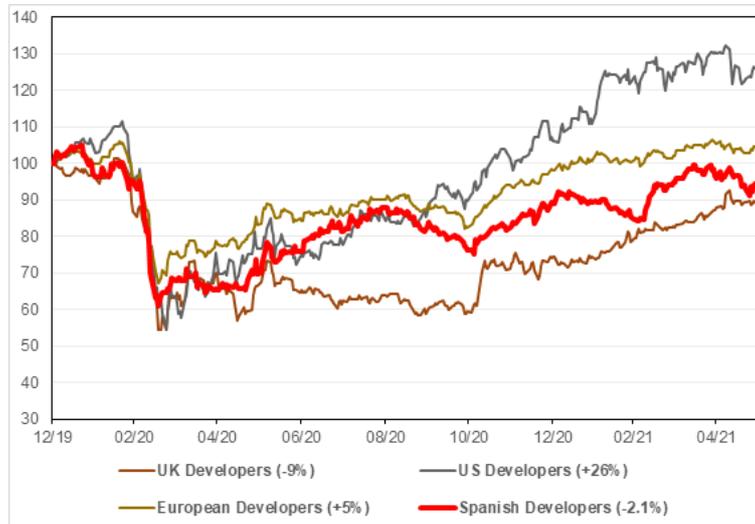
La promoción residencial es uno de los sectores cuyo comportamiento más está sorprendiendo en esta crisis y que tal vez mejor evidencie que esta vez no tiene nada que ver con lo que hemos vivido en ciclos anteriores. Además, como hay muchas compañías cotizadas de este sector, lo que está pasando en otras geografías es el mejor indicador de lo que puede estar aquí por llegar.

La fuerte y sorprendente recuperación de la demanda -algo que no es exclusivo de España, sino que es extensible a todo el mundo desarrollado- ha venido de la mano de distintos factores que apuntan en la misma dirección. Por un lado, el confinamiento, más o menos largo, ha generado demanda por un nuevo tipo de producto con más metros y jardín. Por otro, el ahorro generado en estos últimos meses ha servido para, en muchos casos, cubrir la entrada. A lo que se suman las buenas condiciones financieras con tipos de interés en mínimos históricos y la entrada de nuevos jugadores de perfil más financiero que en un entorno de retornos bajos buscan distintas formas para tratar de obtener rentabilidad, como es el caso del *build to rent*. Todo esto en un entorno de más rápida recuperación económica, lo que sienta las bases para el anticiclón perfecto.

Los precios de la vivienda nueva en un entorno de oferta controlada están empezando a subir. La irrupción de la pandemia de Covid sorprendió al sector, en general, en un momento completamente distinto al de crisis anteriores. De hecho, el patrón habitual de las crisis ha venido siempre de la mano del pinchazo de burbujas inmobiliarias que se han formado tras muchos años de bonanza económica. Este no es el caso, todo lo contrario, por lo que es probable que estas tendencias se aceleren a medida que la economía coja tracción.

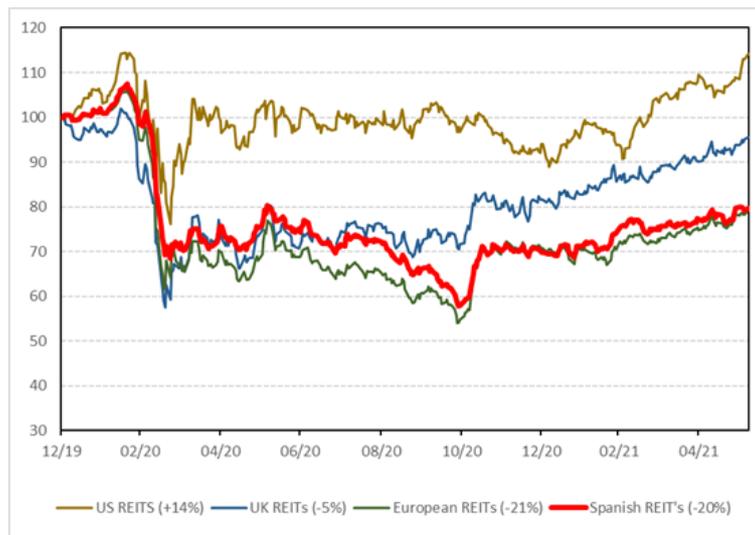
Así las cosas, el precio de las compañías cotizadas se está recuperando, pero a distinto ritmo. En Estados Unidos van, en agregado, un 30% por delante de Europa continental, claramente por encima de los niveles a los que cotizaban antes de comenzar la crisis. España va algo por detrás del resto de países europeos, algo por debajo de los niveles prepandemia, mientras que en el Reino Unido, aunque haya recuperado, sigue cerrando la lista.

Promotoras (americanas, británicas, europeas y españolas)



En el caso de las socimis también parece que el peor momento también está por detrás. La progresiva reapertura económica está sirviendo para que las dudas sobre el futuro de estos modelos de negocio (retail y oficinas) se vayan acotando. Parece que la disrupción no va a ser tanta como se pudo llegar a pensar. Ahora creo que importa destacar el diferente comportamiento relativo en las diferentes geografías. En este caso, Estados Unidos va claramente por delante, cotizando ya por encima de como lo hacía antes de la pandemia, las compañías británicas van algo por detrás y las europeas -las españolas incluidas- van claramente por detrás. Desde un punto de vista fundamental no parece que haya nada que justifique el peor comportamiento relativo más allá de las pocas semanas de retraso en la reapertura de Europa con respecto al resto de geografías.

Socimis (americanas, británicas, europeas y españolas)



## Visión de mercado

No hay razones para pensar que las dinámicas de mercado vayan a cambiar en los próximos meses. El cada vez más rápido avance de la vacunación va a acelerar la reapertura económica, lo que, con pocas dudas, se va a trasladar a la actividad y a los precios. Presión ordenada de la curva de tipos al alza, que se trasladará a la renta variable de forma similar a como lo viene haciendo los últimos tiempos, favoreciendo a los sectores más ligados a la economía real.

España debería entrar en el radar del inversor internacional a medida que Europa toma el relevo a Estados Unidos en lo que al crecimiento económico se refiere. Macro, micro, valoraciones... todo apunta a que los próximos meses la bolsa española pueda recuperar el protagonismo perdido en los últimos años.

El *gap* de comportamiento que se ha abierto en los últimos meses entre la bolsa estadounidense y la europea, como hemos visto con el ejemplo del comportamiento relativo de promotoras y socimis, debería cerrarse a medida que la reapertura económica avance en Europa. La evolución de los distintos sectores de la bolsa norteamericana es un buen indicador adelantando de lo que puede pasar a este lado del Atlántico, más en un mercado como el actual, que está completamente dominado por la visión *top-down*.

Agradezco, como siempre, su 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 15/06/2021 y ABANTE ASESORES no asume compromiso alguno de actualización o revisión de su contenido.