

José Ramón Iturriaga

Okavango Delta, AGF – Spanish Opportunities

El arranque del año ha sido convulso. El cambio de tranco por parte de los bancos centrales ha provocado un terremoto en el precio de prácticamente todos los activos. La inminente subida de tipos rompe con las dinámicas de los últimos tiempos y da la sensación de que ha cogido a gran parte del mercado con el pie cambiado. En el caso de la renta variable, la subida de la tasa de descuento se ha traducido *grosso modo* en lo que ya se conoce como la gran rotación: caída de aquellos sectores cuya valoración depende más del crecimiento futuro *-growth-* en beneficio de aquellos cuyas cuentas de resultados dependen más de la evolución del ciclo económico y que llevaban tiempo fuera del radar de los inversores. En lo que llevamos de año el fondo lleva un 12%, frente al 2% del Ibex 35.

La continuidad de este movimiento con el que ha empezado el año pasa -casi exclusivamente- porque continúe la normalización de los tipos de interés. Enfatizo lo de normalización porque hay que entender que lo que están haciendo los bancos centrales no es para nada pisar el freno, simplemente están revertiendo las políticas excepcionales que han tenido que adoptar estos últimos años. Y el ritmo de vuelta a la normalidad pasa por lo que pase con el crecimiento económico y la inflación. Salvo desastre -nueva mutación a peor del virus o gran conflicto militar- las economías desarrolladas van a seguir creciendo de la mano de la progresiva reapertura económica y las políticas monetarias y fiscales expansivas. Y, aunque es muy probable que los precios se moderen a medida que avance el año por la caída de la energía sobre todo en Europa, no tiene pinta de que vuelvan a la atonía que ha caracterizado la última década. Inflaciones por encima del 2% no solo no son malas, sino que son un buen remedio para algunos de los males actuales -alta deuda pública-.

Así las cosas, resulta bastante probable que lo que hemos visto estas últimas semanas sea el principio de un movimiento de mayor recorrido. Conviene recordar que el haber vivido en la excepcionalidad mucho tiempo no la convierte en normal. Y lo lógico es que a medida que las aguas van volviendo a su cauce se desande el camino andado -o al menos parte-. En ningún caso estamos hablando de volver a la casilla de salida -tipos a corto en el 4%-, pero sí de subidas de los tipos de referencia de entre 100 y 200 puntos básicos. Tipos a cortos por debajo de la inflación -esto es, tipos reales negativos- va a ser la norma los próximos años, lo que, desde luego, no es malo para la economía, todo lo contrario.

Europa y Estados Unidos van a crecer este año en torno al 4%. Es probable que por primera vez en mucho tiempo, el crecimiento sea mayor a este lado del Atlántico. Y la economía española va a brillar con luz propia. Ya le tocaba. El mejor comportamiento de los servicios, cogiendo el relevo a los bienes de consumo de la mano de la eliminación de las restricciones, la recuperación de la construcción impulsada entre otras cosas por los tipos reales negativos y

los fondos europeos, pueden hacer que el crecimiento este año del PIB español se sitúe en torno al 6%. De hecho, solo que el número de turistas vuelva a los niveles de 2019 -asunción que no es para nada descabellada- supone dos puntos de PIB, que es más de lo que van a añadir este año los fondos europeos.

A lo anterior hay que sumar que los fundamentales de la economía española han cambiado radicalmente desde el último ciclo, lo que sienta las bases para un crecimiento más sólido y sostenible en el tiempo. En los últimos diez años el crecimiento de la economía española se ha logrado con superávit en la cuenta corriente de la balanza de pagos o, dicho de otra manera, hemos sido capaces de crecer ahorrando por primera vez en nuestra historia. La mayor competitividad de la economía española se ha traducido en un fuerte incremento de las exportaciones que han pasado de pesar algo más de un 20% sobre el PIB a casi un 35%, convirtiendo a la economía española en la segunda -solo por detrás de Alemania- en términos de ventas al exterior. El apalancamiento del sector privado se ha reducido notablemente, lo que tiene su reflejo en el balance de los bancos donde el ratio de préstamos sobre depósitos se ha reequilibrado sustancialmente. Y en los que respecta al momento del ciclo del inmobiliario, importa destacar la solidez de sus fundamentales por lo que este sector supone para una economía tan dependiente del ladrillo como la española.

El posicionamiento de partida es otro de los elementos que debemos contemplar para tener una foto completa del punto en el que estamos. Debido al comportamiento de los últimos años -el cada vez mayor peso de la gestión pasiva y los modelos cuantitativos-, gran parte del mercado se había amontonado en las mismas posiciones en renta variable: *growth* en sus distintas versiones. En una lectura tan extrema como la actual, hay que verlo como indicador contrario, lo que lógicamente es gasolina para el movimiento de los mercados que estamos viendo actualmente porque coge a la mayoría con el pie cambiado, subido en lo que baja y fuera de lo que sube.

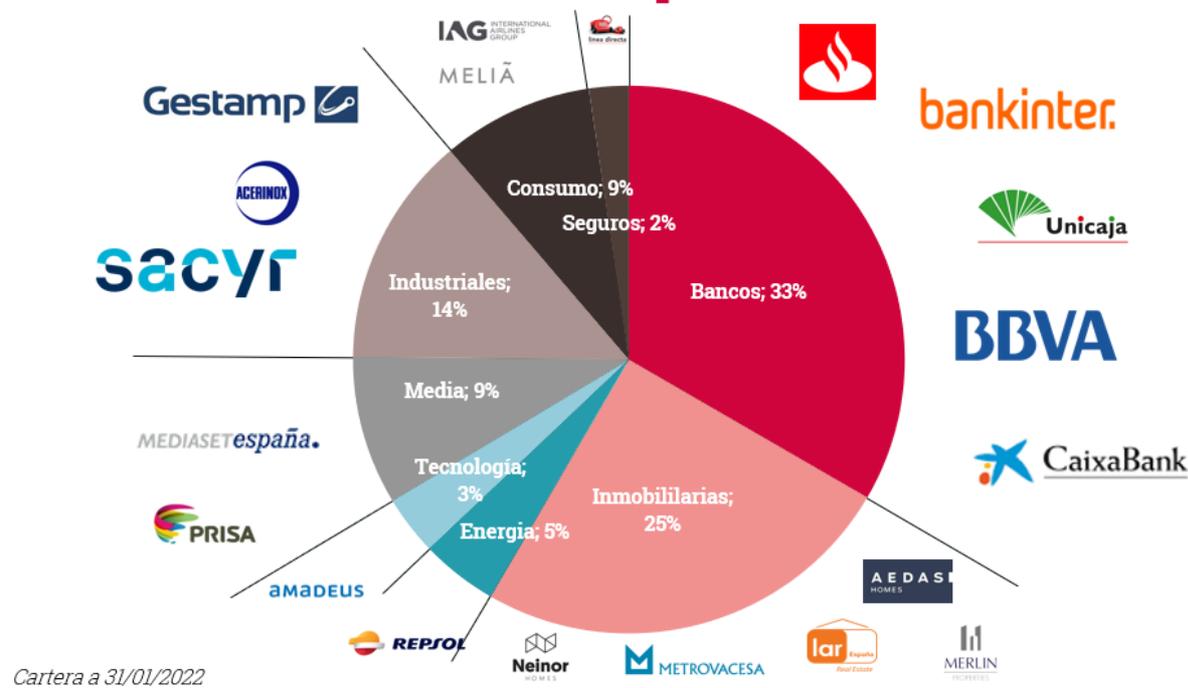
Cartera actual

En los primeros días de febrero hemos incorporado a la cartera a Banco Sabadell. La clara mejora en los resultados evidencia que lo peor está por detrás, y eso no está para nada reflejado en los precios.

Además, el sector bancario es quien claramente más se beneficia de las actuales dinámicas de mercado. A las valoraciones extremas -sin tener en cuenta eventuales subidas de tipos, el sector cotiza a 8 veces P/E, un valor en libros por debajo de 0,8 veces y un ROTE esperado del 10% para el año que viene- hay que sumar la clara recuperación de la cuenta de resultados en todas sus líneas y el notable apalancamiento a la normalización de los tipos de interés que es lo que ha roto el *statu quo* del mercado. Y, en este caso, no es que no los tenga nadie, sino que es un sector detestado, lo que paradójicamente, en las circunstancias actuales, no puede ser

mejor noticia. Además, la vuelta al pago por dividendo y la recompra de acciones le devuelve al radar del inversor internacional.

Distribución sectorial – 20 compañías



En el sector inmobiliario, el mínimo común denominador de un sector tan heterogéneo son las valoraciones -absurdas-. Los descuentos con los que cotizan tienen difícil explicación sobre todo si tenemos en cuenta las dinámicas del sector. Contra todo pronóstico, la promoción residencial ha salido fortalecida de esta crisis. El desequilibrio entre la oferta y la demanda, la ola de consolidación, el incremento del *build to rent* han hecho que las promotoras hayan vuelto a la velocidad de crucero antes de lo que cualquiera hubiera imaginado. La subida de precios absorbe más que de sobra las subidas de los costes -que en el caso de los materiales parece haber hecho techo-. Y el ruido regulatorio no ha desincentivado para nada el interés de los grandes inversores financieros que siguen aumentando su apuesta por la vivienda en alquiler cuyo peso relativo en el total de la oferta española sigue siendo muy reducida. Y todas las métricas apuntan a que estamos todavía en los primeros compases de recuperación del ciclo. Todas las promotoras cotizadas se benefician de estas tendencias. Aedas es la mejor de la clase, Neinor es la que mayor exposición tiene al BtR y Metrovacesa es la que mayor retorno ofrece vía dividendo.

El caso de las socimis, lo peor está sin duda por detrás. Las dudas que la pandemia arrojó sobre la sostenibilidad de sus modelos de negocio son agua pasada. Las ocupaciones y precios tanto en oficinas como centros se recuperan y en algunos casos ya están por encima de los niveles prepandemia. Además, tanto Lar como Merlin pueden ser protagonistas de actividad corporativa.

Las inmobiliarias han lastrado algo la cartera en este arranque del año, pero, como ha pasado con los bancos, en cualquier momento el mercado -en esta rotación sectorial en la que está inmerso- fijará sus ojos. O lo hace o se lo hacen.

Visión de mercado

La subida de tipos ha roto la baraja. Lo que ha estado detrás de la enorme polarización sectorial que se ha producido en los últimos años en bolsa -los extraordinariamente bajos tipos de interés- ha comenzado por fin a normalizarse. Hay que entenderlo como una buena noticia porque supone el punto final de un periodo excepcional que, por fin, dejamos atrás.

Las consecuencias de esta vuelta relativa a la normalidad en el precio de todos los activos son evidentes. Una buena muestra ha sido lo que hemos visto en las últimas semanas.

Resulta razonable pensar que en las circunstancias actuales de crecimiento económico y evolución de la inflación, los bancos centrales continúen -salvo catástrofe- desandando el camino andado.

El punto de partida de valoración, los flujos y las cuentas de resultados apoyan que lo que lo ha hecho bien últimamente lo siga haciendo bien. Lo veremos.

Un mes más, agradezco su confianza, que saben que es absolutamente indispensable para mantenerme firme en mis ideas de inversión. Quedo a su disposición de 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?

- [Ficha del producto](#)

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. La carta Informativa ha sido elaborada 10/02/2021 y ABANTE ASESORES no asume compromiso alguno de actualización o revisión de su contenido.



@abanteasesores



Abante Asesores



Abante Asesores



@abanteasesores



Abante Asesores