

Okavango Delta, AGF – Spanish Opportunities

Carta del gestor

La gran diferencia de la crisis actual con respecto a prácticamente cualquier otra que hayamos vivido en el pasado –salvo, quizás, la que siguió al atentado de las Torres Gemelas de Nueva York– es la de mayor y lógica emocionalidad. La irrupción de la epidemia, rápida e inesperada, desató la incertidumbre y el miedo, a lo que ha sucedido un fuerte repunte de la indignación, al menos en España, pero no solo. El problema es que hoy, como siempre, las emociones constituyen el peor consejero financiero. La clave para tomar buenas decisiones de inversión es mantener la cabeza fría y no dejarse llevar por nuestros impulsos o sensaciones. Siempre es difícil y en esta ocasión, más. Pero no nos queda otra, debemos analizar las circunstancias que nos rodean porque eso es lo que el mercado terminará poniendo en precio.

En primer lugar, conviene tener en cuenta una de las características principales de esta crisis: la velocidad de los acontecimientos. Los plazos se miden por semanas, ni siquiera por meses. La percepción de hace quince días no tiene nada que ver con la de hoy y probablemente tampoco se parezca mucho a la de dentro de dos semanas. La evolución de la epidemia ha mejorado notablemente en el último mes y la crisis económica gana protagonismo. Tanto los países que lo han hecho bien como los que lo han hecho peor, han logrado controlar la enfermedad y ahora, con diferencia de pocas semanas, van a ir levantando el cierre de forma progresiva. Aunque siguen siendo más las cosas que no sabemos que las que sí sobre el coronavirus, parece razonable descartar que tengamos que volver a adoptar medidas tan radicales como las que hemos visto.

El proceso de reapertura económica será gradual, pero no tiene vuelta atrás. Es poco probable que un eventual rebrote nos vuelva a coger con el pie cambiado, como en el mes de marzo. Además, las medidas adoptadas en política monetaria y fiscal van a paliar muchos de los efectos de hipotética segunda ronda del parón económico, evitando así entrar en un bucle perjudicial de difícil reversión. Así las cosas, el escenario principal continúa siendo el de un fortísimo parón de la economía, muy concentrado en un periodo de tiempo breve y una recuperación no tan rápida, pero mucho más rápida que la de cualquier otro ciclo. Medido en el tiempo que nos va a llevar volver a la casilla de salida, esta vez la diferencia va a ser de pocos trimestres y no de años.



En el caso de España, que hoy -mediados del mes de mayo- resulte difícil tener una estimación sobre el impacto de la crisis en las principales magnitudes económicas, habla por sí solo. El Servicio de Estudios del Banco de España, en un informe publicado recientemente, establecía un rango muy amplio sobre el posible impacto en términos de PIB (del -6% al -13% de contracción este año). La diferencia vendrá marcada por el tiempo que se tarde en reabrir la economía, sobre todo en la medida en que permita salvar, al menos, una parte de la temporada de verano en lo que a turismo se refiere. El verano representa los meses más fuertes de actividad en España y la llegada de turistas internacionales, que es posible, marcará la diferencia.

En cualquier caso, y con independencia de la caída final del PIB este año, hay que insistir en que la naturaleza de esta crisis es completamente distinta a la de 2008. Entonces, el pinchazo de la burbuja inmobiliaria se llevó por delante el sector de la construcción, que en su punto álgido llegó a pesar prácticamente lo mismo que pesa ahora el turismo. Además, los dos millones de personas que perdieron su puesto de trabajo cuando se detuvo la construcción, nunca volvieron a trabajar en ella. Por el contrario, de los puestos de trabajo destruidos en las últimas semanas, por ejemplo, en la hostelería, van a recuperar su trabajo prácticamente todos en los próximos meses. Esto marca la diferencia en los cálculos de estimaciones del crecimiento económico o sus espejos, la evolución de la balanza fiscal o la solvencia del sistema financiero, por citar solo dos ejemplos.

Las medidas económicas que ha adoptado España no son muy distintas de las de otros países comparables. Más allá de alguna chapuza fruto de la precipitación, no hay segundas intenciones en los planteamientos económicos y quizá las medidas laborales sean el mejor ejemplo. La coalición de gobierno ha pasado de amagar con la prohibición de los despedidos al arranque de esta crisis, a presumir de la eficacia de los ERTE -medida estrella de la reforma laboral de Rajoy- y acordar con la patronal la aprobación del despido por motivos económicos para empresas con un ERTE en marcha. De facto, los ERTE se han desvinculado del estado de alarma.

Ahora bien, como es de sobra conocido, el postureo es consustancial con el día a día de la política. Unos agitan el espantajo del rescate y los otros plantean la "tasa Covid" como el bálsamo de Fierabrás. Pero ni la sostenibilidad de la deuda ofrece dudas (como nos indica la evolución de la

prima de riesgo), ni los planteamientos fiscales maximalistas pueden aprobarse en el Congreso de los Diputados con el apoyo actual del Gobierno. Tanto lo uno como lo otro son gestos de cara a la galería -a su galería- en aras de la construcción del relato y la obtención de rédito político. En esta situación, resulta recomendable mantener la ecuanimidad y no correr detrás del aluvión de provocaciones al que estamos expuestos, aunque solo sea porque es lo que buscan. Como hemos repetido en muchas ocasiones, establecer relaciones de causalidad entre la política y el mercado, aunque tentador, no es acertado.

En lo que se refiere al mercado, el patrón de comportamiento también es completamente nuevo, pues ha recuperado la compostura en poco tiempo. Y más aún: la evolución de gran parte de los activos -bonos soberanos, crédito, bonos basura, materias primas y parte de la bolsa- está poniendo en precio una normalización mucho más rápida que en ciclos anteriores y que coincide con la visión macro que acabamos de exponer. Importa señalar lo que ha pasado con el precio del petróleo en los últimos tiempos. Tras una caída a plomo en la que incluso algún vencimiento del West Texas llegó a cotizar en negativo, en pocas semanas ha más que duplicado, lo que constituye un magnífico ejemplo de cómo de descolocado anda el mercado últimamente.

Ahora hay una parte de la bolsa que se ha quedado por detrás y cuyos precios no han recogido la normalización de la percepción del riesgo que sí se ha producido en otros activos. En tanto que no tiene mucho sentido -la recuperación no se va a producir para unos activos sí y para otros no-, constituye una oportunidad. No ha recuperado prácticamente nada desde mínimos –como sí han hecho otros activos– y los inversores descuentan un escenario absurdo; es solo cuestión de tiempo que cambien de parecer.

[En la última carta](#) hacíamos el ejercicio de valoración de Bankinter, pero podríamos hacer lo mismo con cualquiera de los otros bancos locales españoles. Hoy hay algún caso extremo -Bankia- cuya capitalización es menor que el exceso de capital que va a repartir en dividendo –con mucha seguridad– en cuanto le dejen. Sin ir más lejos, en la publicación de resultados del primer trimestre, Bankia que desde luego no tiene ningún incentivo para no ser conservador en su gestión, como ha demostrado siempre que ha tenido ocasión el equipo gestor, anunció que iba a

dotar 500 millones de euros este año específicamente para el impacto de la epidemia. Con todo, el banco ganará cerca de 500 millones -provisiones incluidas- y hoy capitaliza algo más de 2.500 millones de euros.

En el caso de la promoción residencial, un sector con mucho peso en la cartera, la clave no está en la fortísima caída del PIB en 2020 -que lógicamente tendrá su impacto en las preventas de viviendas de este año-, sino en la velocidad de la recuperación. Y, más en concreto, la tasa de desempleo que, como apuntan las estimaciones de la ministra de Economía Nadia Calviño o del Banco de España, a final de 2021 puede estar otra vez por debajo del 14%. La situación no es comparable a 2008: no hay exceso de inventario, los precios son razonables y la familias, promotores y bancos están en una situación financiera mucho mejor. Los tipos de interés no son los que eran entonces (2008) y, aunque se normalicen ligeramente, van a continuar bajos de forma estructural, lo que constituye una muy buena noticia para el sector (*afordability rate*). El interés del inversor institucional por el inmobiliario español resistirá. Y como haya repuntes de inflación, que no son descartables por las medidas excepcionales del BCE, el ladrillo es un activo tradicional de cobertura.

La crisis actual es más comparable a un gran shock exógeno -guerra, 11S-, tras los cuales el inmobiliario suele salir bien parado. Además, resulta previsible alguna medida de política fiscal (reducciones de IVA a la compra de la vivienda, esquemas de *help to buy*, etc.) que favorezca al sector, sobre todo teniendo en cuenta el momento del ciclo en el que estamos y que es un sector muy intensivo en mano de obra. No parece que en las circunstancias actuales -crisis temporal- vayamos a ver un incremento fuerte de vendedores forzados de viviendas que tiren del precio hacia abajo. La fuerte caída del número de operaciones, al ser temporal, no debería tener su reflejo en los precios y el sector debería recuperar la velocidad de cruce el año que viene.

Los precios de la vivienda de segunda mano se verán poco afectados (5-10%); la vivienda nueva, nada. Poca oferta y ninguna necesidad de apretar en precios por parte de las grandes promotoras. Los alquileres tampoco se deberían ver muy afectados. Y respecto a los efectos a largo plazo, las

viviendas con jardín ubicadas fuera de las ciudades, incluso la vivienda en zonas rurales, gracias al incremento del teletrabajo, pueden tener mayor demanda, pero eso ya se verá.

La buena noticia es que el mercado se ha normalizado en tiempo récord; la mala, que los valores en cartera están olvidados por los inversores. En tanto que se confirme que este ciclo no tiene nada que ver con cualquier otro, estos valores deberían recuperar mucho en poco tiempo, dado el punto absolutamente extremo de valoración del que parten.

Como siempre, solo puedo agradecer su confianza un mes más. 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 18/05/2020 y ABANTE ASESORES no asume compromiso alguno de actualización o revisión de su contenido.