

Okavango Delta, AGF – Spanish Opportunities

## Carta del gestor

Hay pocas dudas de qué es lo que manda en el comportamiento de los mercados: las noticias sobre la evolución de la epidemia. El arranque del año vino marcado por la tercera ola, las nuevas cepas y los retrasos en las entregas de las vacunas, lo que llevó a que enero fuera un mes de ida y vuelta. En los días que llevamos de febrero, la mejora global del número de casos, las vacunaciones cogiendo tracción y las buenas sensaciones que se desprenden de los datos sobre la evolución de la epidemia en los países que van por delante con las vacunas, han hecho que los mercados continúen poniendo en precio la reapertura de la economía con todo lo que supone.

Aunque siempre más lento de lo que nos gustaría, los plazos de la epidemia se miden por semanas, meses en todo caso, y de ninguna manera años. La vacuna es una realidad y este es realmente el hito más importante en el devenir de esta crisis. No tiene precedentes la rapidez con la que se ha desarrollado la vacuna (cinco nuevas vacunas de primera línea) y la eficacia que ha demostrado sin prácticamente efectos secundarios. Además, las noticias sobre como están evolucionando las cifras de incidencia hospitalaria en los países que llevan más avanzada la campaña invitan al optimismo. Con independencia de cuándo se alcance la inmunidad de grupo, lo que parece indicar lo que está pasando en Israel, Reino Unido o, incluso, Estados Unidos es que la reapertura económica llegará antes. La incidencia de la epidemia está cayendo muy rápidamente en los grupos con los que se ha comenzado a vacunar -los de riesgo- que son los que representa un porcentaje más alto en hospitalizaciones. Importa recordar que las restricciones son exclusivamente consecuencia de la incidencia hospitalaria. Lo razonable es que continúe con la misma progresión de las últimas semanas, lo que desde luego es muy alentador. En el caso europeo y pese a la pésima gestión que se ha hecho hasta el momento por parte de la Comisión Europea, la velocidad de vacunación está cogiendo tracción y es muy probable que el primer trimestre termine con más del diez por ciento de la población 'vacunable', vacunada. Así las cosas, es muy probable que, de aquí en adelante, en lo que respecta a la evolución de la epidemia, sean más las buenas que las malas noticias. Queda poco.

La economía crecerá este año lo que termine creciendo en función de cuándo se reabra la economía, pero no importa que sea un cinco o un siete por ciento, que es donde parece que se centra el debate. No solo es muy difícil predecirlo, sino que, insisto, da igual. Lo que no crezca en el primer semestre, lo crecerá en el segundo o al revés. La clave es entender que, dada la naturaleza exógena de esta crisis y la respuesta que se ha dado, tanto los plazos de recuperación como el impacto de la misma no son comparables con ninguna crisis reciente. En cualquier caso, cada vez está más claro que a la fortísima caída del año pasado le van a seguir varios años de recuperación y que tanto los plazos de recuperación como los costes de la crisis van a ser muy inferiores a ciclos anteriores. Y tiendo a pensar que, puesto que la confianza se recuperará antes, como ya hemos comentado, el punto de inflexión será en el segundo trimestre de este año.

España, por las mismas razones que fue una de las economías que más sufrió, va a ser una de las economías que más recupere. No hay que darle muchas más vueltas. A la recuperación del turismo, que probablemente sea uno de los sectores en los que el rebote sea mayor por el



probable efecto de tratar de recuperar el tiempo perdido -felices años veinte-, hay que sumar los fondos europeos y la mayor tracción del sector inmobiliario, que es uno de los sectores que más se va a beneficiar del entorno de tipos de interés reales negativos durante unos cuantos años al que nos encaminamos.

Sin lugar a dudas, la vuelta de la inflación es lo que marcará la diferencia en lo que a los mercados se refiere, en tanto que se traslade a la curva de tipo de interés y, consecuentemente, al *pricing* de todos los activos. Y los precios se van a recuperar, de hecho, ya lo están haciendo, por distintas razones, pero fundamentalmente porque, a diferencia de la gran crisis financiera, la correa de transmisión de la política monetaria esta vez funciona. Los bancos prestan y van a seguir prestando porque no tienen ni problemas de apalancamiento ni desde luego de solvencia.

Además, los factores estructurales que han lastrado los precios en los últimos años empiezan a remitir, los precios de las materias primas están rebotando con fuerza y, probablemente, la más que previsible brusca reapertura de la economía, provoque cuellos de botella en la oferta que se repercutan en los precios. Si a este repunte de precios les sumamos la obligada tolerancia de los bancos centrales dado los altos niveles de deuda pública -estamos en un escenario solo comparable al de después de la segunda guerra mundial y como entonces solo hay un camino: deflactar la deuda-, podemos concluir que tenemos por delante un escenario de tipos reales negativos durante los próximos años que, por cierto, ya se empieza a intuir.

Por lo tanto, el mercado debería continuar poniendo en precio las consecuencias económicas de la reapertura económica y del más que probable escenario de tipos de interés reales negativos.

Por último, hay que destacar que el nombramiento de Mario Draghi como primer ministro italiano. El expresidente del Banco Central Europeo, además de ser una magnífica noticia para Italia y para la percepción de riesgo político dentro de la UE, va a suponer un revulsivo en Europa para avanzar en la política fiscal común, lo que es una magnífica noticia para la zona euro y, en concreto, para los países periféricos. En cierta medida, el mercado se queda sin excusas para seguir atizando la piñata del riesgo político que tanto ha lastrado en particular a la bolsa española en los últimos años por su composición sectorial. Cabe recordar que, sin ir más lejos, la mayor caída de la historia de la bolsa española fue el día después del referéndum del Brexit del Reino Unido.

Todo lo anterior, coge al mercado con el pie cambiado. Los tipos de interés ultra bajos de los últimos años han provocado una polarización en el comportamiento de los distintos activos y dentro de las mismas clases de activos, lo que, unido al efecto magnificador de los nuevos estilos de gestión ha llevado a que prácticamente todo el dinero se amontone en las mismas apuestas.

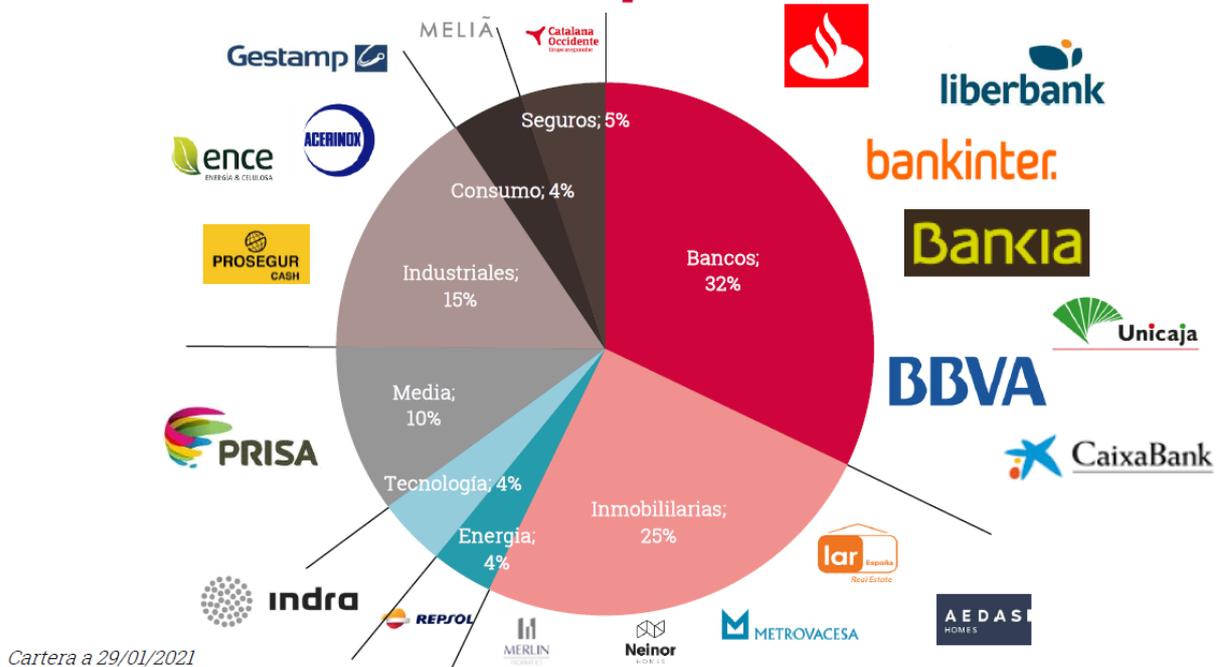
El nuevo escenario que tenemos por delante, como ya hemos empezado a ver desde el mes de noviembre del año pasado, se traduce en un cambio de liderazgo en el comportamiento de los distintos activos. En grandes líneas, el repunte de los tipos de interés es lógicamente un lastre para el comportamiento de los bonos y, dentro de la bolsa, los sectores de sesgo más cíclico y que han estado más castigados en los últimos tiempos son los que han tomado el relevo y deberían continuar liderando el movimiento.

Importa destacar que el comportamiento del mercado de los últimos meses demuestra que está en modo Santo Tomás. Esto es, que hasta que no se topa con la realidad, no la pone en precio. La gran incertidumbre en la que hemos estado inmersos ha provocado que a día de hoy los mercados hayan aparcado su tradicional efecto anticipación, lo que se ha traducido en que los movimientos vayan a arreones. Solo una vez que se confirman los escenarios, con independencia de que se vengán cacareando desde hace tiempo, el mercado reacciona. Lo vimos en noviembre con el anuncio de la eficacia de la vacuna y probablemente lo veamos en las próximas semanas si como parece la reapertura económica llega antes.

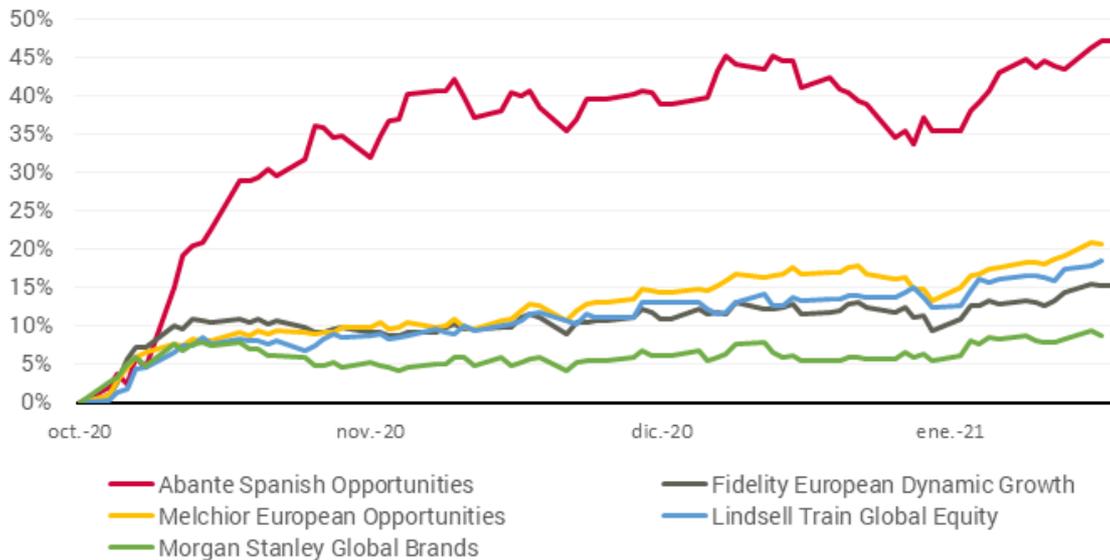
**Cartera**

No ha habido cambios en la cartera en lo que llevamos de año.

**Distribución sectorial – 21 compañías**



Como demuestra el comportamiento desde noviembre pasado, el posicionamiento actual se beneficia de la rotación sectorial que se está produciendo lo que, como demuestra el comportamiento de distintos fondos europeos, no resulta tan evidente.



Además, y pese a la subida desde mínimos de muchas de las acciones de la cartera, la valoración sigue siendo extrema.

Los bancos son el sector que se beneficia en todas sus líneas de la reapertura económica y del repunte de la inflación. A esto hay que sumar, desde luego, la valoración que continúa siendo extraordinaria y que se vuelva al pago de dividendos a lo largo del año, lo que les devolverá al radar de mucho inversor. De hecho y tras muchos años, probablemente solo los más viejos del lugar lo recuerdan, dos bancos (BBVA y BNP) han anunciado programas de recompras de acciones lo que es, sin duda, síntoma claro de que el signo de los tiempos no tiene nada que ver con ciclos anteriores.

El resto de la cartera también se beneficia de distintas formas de la recuperación del ciclo económico. Las más ligadas a la evolución del precio de las materias primas -Acerinox, Repsol, Ence- por la recuperación de precio y de demanda. Indra o Gestamp por la recuperación de la demanda con un apalancamiento operativo enorme por el importante ejercicio de ajuste de costes.

Y con respecto a las inmobiliarias, hay que distinguir entre las socimis y las promotoras inmobiliarias. Las primeras han sido las que menos han recuperado desde mínimos. Siguen en el ojo del huracán por el riesgo de disrupción que ha supuesto esta crisis. Las valoraciones son extremas y a nada que la reapertura económica demuestre que los escenarios que se están poniendo en precio actualmente son descabellados, deberían recuperar con fuerza. Las promotoras inmobiliarias, por su parte, han tenido mejor comportamiento en bolsa y desde el punto de vista operativo han aguantado de bien las dinámicas del negocio. Otro claro indicador de que esta vez es totalmente distinto.

## Visión de mercado

A estas alturas y con la información disponible, no es un tema de si se va o no a producir la reapertura económica, sino, de hecho, solo cuándo y cómo va a ser y cuáles van a ser sus consecuencias en el cuadro macroeconómico.

La evolución de los datos de contagios y hospitalizaciones de los países que van por delante en la vacunación son muy esperanzadores y, si nada se rompe, podría suponer que se acortarán los plazos de la reapertura económica.

La irrupción de la inflación es un *game changer* en la valoración de los distintos activos y acelera las tendencias en el precio de los activos que alimenta la reapertura.

El mercado, probablemente y dadas las dinámicas de los últimos tiempos, se tenga que topar con esta nueva realidad para ponerlo en precio. Ahora, cada vez parece más claro que no vamos a tener que esperar mucho.

Como siempre agradezco su confianza y quedo a su disposición por 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 18/02/2021 y ABANTE ASESORES no asume compromiso alguno de actualización o revisión de su contenido.