

Okavango Delta, AGF – Spanish Opportunities

Carta del gestor

Quiero empezar esta carta deseando que, en estas circunstancias excepcionales en las que nos encontramos, todos ustedes y sus familias se encuentren bien.

En lo que respecta al mercado, la excepcionalidad actual se puede resumir en que son muchas más las cosas que no sabemos que las que sí, y que tratar de extrapolar comportamientos pasados para inferir el futuro carece de sentido si tenemos en cuenta la naturaleza de la actual crisis. Otro aspecto diferencial es la velocidad a la que evolucionan las cosas. La foto que podamos tener hoy no tiene nada que ver con la que teníamos hace diez días y, probablemente, tampoco se parezca a la de dentro de otros diez. Los tiempos, tanto para mal como para bien, son mucho más rápidos y, por ello, los análisis estáticos tienen menos sentido que nunca.

Dentro del capítulo de cosas que sabemos, la principal es que la duración y la profundidad de la crisis económica vendrán determinadas por la evolución de la epidemia. Y si algo hemos aprendido es que es controlable. Tanto los países que lo han hecho mal como, desde luego, los que lo han hecho bien, han sido capaces de controlarlo en cosa de pocas semanas (las diferencias en los plazos se miden por semanas). El ejemplo más reciente lo tenemos en Estados Unidos que, en poco más de quince días, ha pasado del negacionismo inicial a una respuesta sin precedentes que ha conseguido aplanar la curva en tiempo récord.

Otro punto importante para estimar las consecuencias económicas de la pandemia es que se está produciendo de forma prácticamente simultánea en todo el mundo, lo que concentra en pocos meses las medidas a nivel global (una expansión del virus más secuencial hubiera tenido mucho peores consecuencias económicas). Hemos parado el mundo de forma sincronizada para contener el virus y de la misma forma, coordinada, volveremos a levantar el cierre.

Ahora, también son muchos los interrogantes. ¿Se va a desarrollar un protocolo? ¿Cuál es el plazo de la vacuna? ¿Cómo de efectiva es la inmunidad? ¿Cuál es el nivel de inmunización en los distintos países y regiones? ¿Cómo afecta el calor? Y otras muchas.

No sabemos, al menos de momento, cómo será la evolución de la pandemia. No podemos descartar los rebrotes, pero parece razonable pensar que no serán necesarias medidas tan



extremas como las que se han tomado en las últimas semanas para controlarlo. No podemos evitar los pasos atrás, desde luego que no, pero tampoco podemos descartar que la evolución sea mucho mejor de lo que hoy tenemos en la cabeza.

En lo que respecta a la economía, también tenemos algunas certezas. El parón económico no tiene precedentes; son cifras nunca vistas. Pero, por las razones que explican estos datos, no son comparables con las series históricas. Es más, ni siquiera son relevantes. Una caída del PIB de un 4% o un 8% en 2020, sabiendo qué hay detrás de esta caída, no significa nada concluyente. En este sentido, las únicas cifras relevantes serán las que nos muestren a qué velocidad se recuperará la economía en el momento que se levante el cierre.

Y para que esa recuperación sea lo más rápida y efectiva posible hay que destacar la importancia de las medidas adoptadas por el lado de la política monetaria y la política fiscal. Los objetivos fundamentales son evitar que un problema de liquidez (resultado del parón económico) degenera en un problema de solvencia y que la mayor parte del tejido productivo salga indemne de esta recesión autoinfligida.

Las medidas, además de no tener precedentes en cuantía y velocidad, están muy bien tiradas: avales públicos, expedientes temporales de empleo, moratorias de impuestos, etc. Y, además, como decíamos anteriormente, se han adoptado de forma concertada en todo el mundo.

Por último, esta crisis no tiene nada que ver con la de 2008-2012. No hay un problema en el sector financiero -todo lo contrario, esta vez es parte de la solución-, no hay problema de apalancamiento en el sector privado y, desde luego, no hay burbujas de valoración en los activos como las que había entonces.

Así las cosas, en el plano económico, que es lo que realmente tiene impacto en los mercados, la discusión no es tanto la magnitud de la caída -una gran depresión está descartada- sino cuánto tardamos en volver al punto de partida. Y las diferencias en ese proceso de vuelta a la normalidad son de trimestres, no de años.

¿Volveremos a mediados del año que viene o al final? No lo sabemos, no lo sabe nadie. Hoy, más que nunca, la historia no está escrita. De lo que no tenemos dudas es de que volveremos a ese

punto. Y a diferencia de la crisis de 2008, en la que los diez puntos de PIB que se perdieron de 2008 a 2013 se tardaron cinco años en recuperar -2018-, la caída que se está produciendo en la economía estos días se va a recuperar en pocos meses. ¿Cuál será el dibujo de la recuperación? V, U, el símbolo de Nike, etc. En el fondo para los mercados no importa, pues la diferencia temporal es pequeña.

Cartera actual

En lo que respecta a la cartera del fondo, el sesgo cíclico al inicio de la crisis ha hecho que sufra mucho en muy poco tiempo. Pese a ello, mantenemos el mismo posicionamiento porque consideramos que las caídas de los precios de muchas acciones no tienen ninguna justificación, más allá de las ventas forzadas por causas que poco o nada tienen que ver con los fundamentales de las compañías.

Dos sectores, bancos y promotoras inmobiliarias, constituyen dos magníficos ejemplos de que el mercado se ha pasado de frenada extrapolando hechos del pasado a las circunstancias actuales, lo que, por la naturaleza de esta crisis actual, no aplica.

Los bancos, como pueden ver en la tabla adjunta, cotizan muy por debajo de la media de los últimos 20 años, mientras que la situación no es, ni por asomo, comparable.

	SAN	BBVA	CABK	BKIA	SAB	BKT	LBK	UNI
Valor contable tangible actual	74,046	41,758	21,281	13,308	10,340	4,408	2,964	3,903
Capitalización mercado actual	37,358	19,517	10,423	3,093	2,569	3,020	404	820
P/TBV*	0.50 x	0.47 x	0.49 x	0.23 x	0.25 x	0.69 x	0.14 x	0.21 x
Mínimo últimos 20 años	0.70x	0.71x	0.39x	0.08x	0.33x	0.36x	0.20x	0.37x
Distancia desde mínimos	(28.2%)	(33.8%)	25.4%	209.3%	(24.4%)	91.6%	(32.7%)	(43.7%)
Precio acción actual	2.22	2.94	1.78	1.00	0.45	3.30	0.14	0.52
Mínimo últimos 20 años	2.27	4.35	1.32	0.55	0.98	1.3	1.06	1.06
Distancia desde mínimos	(2.4%)	(32.5%)	34.5%	81.8%	(54.6%)	153.8%	(86.7%)	(51.1%)

*P/TBV: Precio sobre el valor contable tangible (viene del inglés: Price to Tangible Book Value)

En contra de lo que pasó en 2008, la actual crisis no es financiera. La solvencia y el apalancamiento de la banca no son comparables y el carácter temporal de esta crisis invalida los análisis sobre la evolución de la morosidad, sobre todo si tenemos en cuenta los esquemas de avales articulados por los gobiernos.

Cabe recordar que en la peor crisis financiera de la historia 2008-2012, el principal agujero en la solvencia de los bancos vino de la mano del crédito promotor. Hoy ese riesgo no existe. El impacto de esta crisis se va a limitar a una parte, más o menos importante, de los resultados de este año, pero no va a suponer en ningún caso problemas de capital como parece estar descontando el mercado.

La oportunidad de comprar los bancos por debajo de los niveles a los que estuvieron cuando nos enfrentamos a la posible implosión del sistema financiero mundial o la ruptura del euro habla por sí sola.

En el caso de las promotoras inmobiliarias, el ejercicio es más sencillo. Las ventas de casas van a caer a plomo este año y el ritmo de ventas y los márgenes a futuro seguramente no sean los estimados por estas compañías en sus planes de negocio. Ahora bien, en los primeros compases de la recuperación de la promoción inmobiliaria residencial, como una consecuencia de las caídas indiscriminadas que se ha producido en los últimos días, se pueden comprar estas carteras con enormes descuentos sobre el valor de sus activos, muchos de ellos adquiridos a precios realmente atractivos. Dicho de otra forma, hoy puedes comprar un suelo por debajo, muy por debajo, del nivel al que lo compraron algunos de los inversores oportunistas que lanzaron estas promotoras hace unos años.

Visión de mercados

El ritmo de recuperación del mercado vendrá determinado por la evolución de la epidemia y, sin duda, las incertidumbres son muchas. Ahora bien, con la certeza de que la vuelta a la normalidad es cuestión de meses y no de años, la oportunidad de comprar a los precios actuales, que demuestran que el mercado se ha pasado de frenada, no creo que dure mucho.

Solo me queda reiterar, una vez más, el agradecimiento por la confianza que han demostrado siempre y desear que tanto ustedes como sus familias continúen bien.

"It is when the knives are falling that the people are most terrified that the best bargains are available. So if you wait until the dust settles, the bargains are gone." Howard Marks

"The low point for share prices is when most people are expecting bad news, not after the bad news comes out." Sir John Templeton

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 15/04/2020 y ABANTE ASESORES no asume compromiso alguno de actualización o revisión de su contenido.

