

Okavango Delta, AGF – Spanish Opportunities

Carta del gestor

En las últimas semanas da la sensación de que el mercado, como se dice hoy, ha cambiado de pantalla. El éxito de las vacunas en los países que van por delante apunta a una reapertura más rápida de la economía que, con mucha seguridad, se va a traducir en crecimientos más fuertes y antes de lo esperado. El riesgo principal, más allá de una nueva variante del Covid, ha pasado a ser un fuerte repunte de los precios que pueda doblar la mano a los bancos centrales, algo que, de momento, no se contempla. Así las cosas, el repunte de los tipos de interés sigue marcando los tiempos en el mercado. Las expectativas de una mayor y más pronta recuperación continúan presionando las curvas al alza, lo que incide en la valoración de todos los activos. En renta variable, son precisamente los sectores más ligados a la economía real los que más se benefician de este entorno, frente a los que se podrían considerar de larga duración. En el año, el fondo acumula una rentabilidad del 20,38%, frente al Ibex, que sube un 13,75% en el mismo periodo, hasta el 19 de mayo.

En esta nueva fase de mercado, la clave -sin duda- es lo que hagan (o dejen de hacer) los bancos centrales. Tienen la lección aprendida y saben que es menos malo equivocarse por quedarse corto que no por, como se dice en el argot, adelantarse a la curva. No han llegado hasta aquí para, a estas alturas de partido, dar al traste con la recuperación por una interpretación excesivamente ortodoxa de su mandato. Los años -más de diez- en los que la inflación ha estado por debajo de su objetivo les sirve de coartada para mantener las políticas expansivas en tanto que el empleo no se haya recuperado a niveles prepandemia. Y como pudimos ver hace unos días con el dato de inflación estadounidense, que fue mucho más alto de lo que ya se esperaba, el mercado así lo ha entendido.

Resulta razonable pensar que en cosa de pocas semanas las economías europeas sigan la senda de las que van por delante en la campaña de vacunación y reabran lo que se va a traducir en una fortísima recuperación de la actividad que refuerzan las dinámicas actuales. Las altas tasas de ahorro acumuladas en el último año van a dar alas al consumo en un primer momento. Las extraordinarias circunstancias que hemos vivido en los últimos meses invitan a tratar de recuperar el tiempo perdido y pasar página lo más rápido posible a esta pesadilla. Y, probablemente, no tardará en tomar el relevo la inversión empresarial dado el nivel de inventarios actual. Cualquier comparación con el pasado resulta fuera de lugar porque, a diferencia de la última gran crisis, las bases de la recuperación son mucho más sólidas, por lo que esta tiene mucho más recorrido.

El nombre del juego de los próximos meses es el de tipos nominales por debajo de la inflación. Los tipos de interés reales negativos tienen consecuencias, tanto en la economía como en el precio de los activos. Ceban el apalancamiento del sector privado -lo que beneficia a las economías muy dependientes de la construcción residencial, como bien sabemos por aquí-. Y condena irremediabilmente a una categoría de activo -la renta fija-, cuyos tenedores van a ser los 'paganinis' de esta crisis, lo que redundará en la rotación entre las clases de activos.



La economía española es la gran beneficiada de este entorno. No solo va a ser la que más se beneficie de la reapertura económica -no es necesario recordar que fue de las que salió peor parada-, sino que también se va a aprovechar la recuperación de la promoción residencial y es una de las grandes beneficiadas por los fondos europeos -casi 12 puntos de PIB en los próximos cinco años-. La guinda del pastel ha sido la salida de la escena política de Pablo Iglesias. El valor simbólico de este gesto -desde la óptica del riesgo político- es enorme.

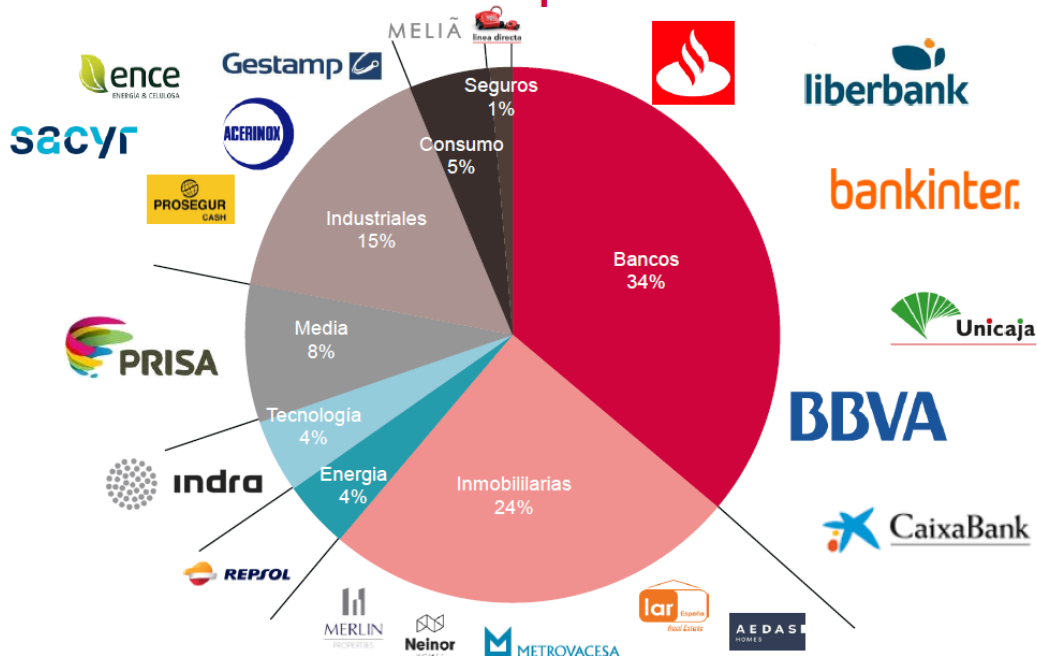
Se dan todas las circunstancias para que, tras muchos años completamente olvidada, España vuelva al radar del inversor tradicional -los oportunistas llevan años campando a sus anchas-. España es la economía europea que más crece y el Ibex 35 es de los índices que, dada su composición sectorial, mejor recoge la subida y con un infraposicionamiento prácticamente nunca vista de los inversores *long only*.

Si nada se rompe, todo apunta a pensar que en los próximos meses continuará el proceso de reasignación de activos que hemos vivido los últimos meses. De renta fija a renta variable. Y dentro de la bolsa, de los sectores que su valoración se fía más al crecimiento futuro a los que están más pegados a la economía real.

Cartera actual

Respecto al mes pasado, el único cambio ha sido la incorporación de Línea Directa Aseguradora.

Distribución sectorial – 21 compañías



Cartera a 30/04/2021

Bankinter, a modo de dividendo en especie, ha dado una acción de la aseguradora por cada una del banco. La segregación de los negocios es una muy buena noticia porque permite ponerlos en valor por separado. Las métricas de la compañía de seguros son extraordinarias, la mejor de la clase, y en esta nueva fase puede destinar parte de los retornos a crecer en otras ramas del seguro. Dada su valoración actual, la idea es ir incrementando el peso en la aseguradora para que alcance al resto de valores de la cartera.

Los bancos continúan siendo el sector que más pesa en la cartera. Son las compañías que más se van a beneficiar de la reapertura y normalización de la actividad económica los próximos dos o tres años: tanto la línea de arriba -en un primer momento, de la mano de las comisiones para que luego tome el relevo el margen financiero-, como la línea de abajo en la que el esfuerzo de provisiones parece estar más que cubierto con lo que se hizo el año pasado. A diferencia de la crisis anterior, la calidad de los activos no ofrece ninguna duda. Los sectores afectados están muy delimitados -hostelería y turismo- y las garantías del ICO van a absorber gran parte de la incidencia.

Además, los bancos son un *hedge* contra la inflación. La eventual subida de los tipos de interés de la mano de una mayor inflación se traslada directamente al activo y pasivo de su balance. Mayor rentabilidad de la mano de mayores márgenes y *carry trade*.

Por el lado de los costes, a los recortes en los que todos los bancos están inmersos los últimos años de la mano de la digitalización, hay que sumar lo que supone en este frente la consolidación del sector. Con la experiencia acumulada de los últimos años resulta bastante factible alcanzar sinergias superiores al 50% de la base de costes de la entidad absorbida.

Menos jugadores, más rentables, con el viento de cola, a los que además le van a permitir volver a remunerar a sus accionistas, con valoraciones que continúan siendo -tanto en absoluto como en relativo- muy atractivas. No se puede pedir más. Bueno, que no las tiene nadie en cartera, como es el caso.

En el sector inmobiliario, segundo sector por importancia relativa, conviene distinguir entre las promotoras inmobiliarias y las socimis. Las promotoras inmobiliarias han sido la clara sorpresa este año. Nadie hubiera pensado hace un año que las dinámicas de sus cuentas de resultados se iban a comportar como lo han hecho con la que ha caído. La venta de nuevas viviendas bate récords todos los meses y, probablemente, continúe acelerándose en los próximos tiempos. Es previsible que este apetito por la vivienda nueva no tarde en trasladarse al precio en un entorno de costes controlado. Las compañías, tras unos años de *ramp up*, están alcanzando su velocidad de crucero, lo que se traduce en importante generación de caja que se traslada en una proporción muy elevada al dividendo. Y cotizan con importantes descuentos sobre el valor de sus activos.

Las socimis están en una situación distinta. El riesgo de disrupción que ha supuesto esta crisis en el mercado de oficinas y *retail*, como consecuencia del teletrabajo y las ventas por internet, ha provocado que se hayan convertido en la piñata del mercado. La progresiva normalización de la

percepción de las consecuencias estructurales que va a acarrear esta crisis debería servir para que cierren el enorme *gap* de valoración. Lo deberíamos ver en los próximos meses en tanto que vayamos comprobando que la nueva rutina no es tan distinta de la anterior como algunos nos han pretendido hacer creer.

Visión de mercado

Tiene sentido pensar que las dinámicas actuales de los mercados, lejos de romperse, se deberían acelerar en los próximos meses de la mano de la reapertura económica. El principal riesgo ha pasado a ser una posible pifia por parte de los bancos centrales, pero parece que son conscientes de su enorme responsabilidad y que están dispuestos a convivir un tiempo razonable con tipos de interés reales negativos con lo que eso pueda suponer.

La cartera, en los últimos meses, ha tenido muy buen comportamiento y todo indica que debería seguir teniéndolo.

Entiendo que, tras lo vivido los últimos años, las dudas sean muchas. Pero como no sé quién decía hace pocos días, a muchos se les ha olvidado lo que es gestionar con el viento de cola: es muy divertido y se gana mucho dinero.

Solo me queda agradecer, 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 19/05/2021 y ABANTE ASESORES no asume compromiso alguno de actualización o revisión de su contenido.