

Carta Trimestral Ammus Gestió Sicav. Tercer Trimestre 2024

Gran trimestre para Ammus en cuanto a rentabilidad, con una subida del +10,16% dejando la rentabilidad del año en curso en un +9,91%.

RENTABILIDADES ANUALES

2024	2023	2022	2021
9,91%	5,10%	-23,23%	24,85%

"Crisis? What Crisis?" (Supertramp 1975)

La resiliencia de este mercado es sorprendente, no hace mucho vi una viñeta sobre como una persona que había estado aislada durante cinco años volvía y, al contarle todo lo que había pasado (o estaba pasando) en el mundo, se frotaba las manos porque tenía posiciones cortas, pues la sorpresa que tenía al observar que desde el inicio de la pandemia una cartera de acciones mundiales ha crecido alrededor de un 70%, en este periodo hemos tenido; crisis del COVID; problemas globales de distribución; inicio de la invasión de Ucrania; crisis económica en China; tensión en Oriente Medio. Eventos que, hoy por hoy, siguen sin resolverse y tampoco existen muchas expectativas de que alguno se resuelva en un futuro inmediato. Sin embargo, las bolsas siguen imparables para desesperación de aquellos que pronostican el colapso financiero venidero.

El protagonismo de este tercer trimestre se centra en China, por fin parece que el gobierno y el PBOC (Banco Central Chino) se han decidido a tomar medidas contundentes, de hecho, muchos han bautizado estas medidas como el "Momento Draghi Chino", rememorando el "Whatever It Takes" de Mario Draghi en el 2012 cuando el Euro estaba en situación límite. Esto ha hecho que el mercado de acciones chino haya sido el protagonista en las últimas semanas de mes, la gran pregunta es si esto será suficiente para revitalizar su economía. Creemos que es algo muy positivo, pero tenemos dudas de que permita el despegue económico definitivo dada la actitud de su gobierno hacia la economía, es una de las incógnitas a despejar en los próximos meses, aunque es un hecho que la valoración de su mercado es muy baja.

Han brillado sectores sensibles a tipos de interés, entre ellos los REITs, por un lado, una narrativa que afirma que se va a evitar la recesión combinado con ciclo de bajadas de tipos ha sido la fórmula mágica para el resurgir del sector.

Geopolítica aparte, lo más relevante del trimestre es el giro definitivo de los bancos centrales a iniciar un ciclo de bajadas de tipos, primero fue en agosto, luego la FED, vemos como la inflación ha evolucionado favorablemente y en Europa se cierra Agosto con un +1,8% por debajo por fin de la meta del 2% que parecía inalcanzable, esperamos bajadas adicionales y cuidado a Europa porque la situación económica comienza a ser preocupante y creemos que los tipos en la zona Euro pueden, incluso, bajar más allá de lo previsto.



Mención particular merece la evolución del precio del petróleo ¿Puede un conflicto empujar hacia arriba su precio? ¿Por qué este no ha reaccionado a la situación actual? Varias razones, primero porque el principal factor para que suba su precio es China, y de momento su economía no actúa como catalizador, desde la parte de la oferta en los últimos años el peso de la OPEP se ha visto reducido respecto al que tenía en los años 70, cuando provocó la primera crisis del petróleo, además actualmente tenemos un país como Arabia Saudí que está deseando aumentar su producción y vender más, por lo que estarán encantados de compensar una parte de la oferta de petróleo que pudiera retirarse del mercado debido al conflicto en Oriente Medio, recordar que Irán y Arabia Saudita no son aliados políticos precisamente. Por otro lado, Rusia ha encontrado vías alternativas para seguir vendiendo su petróleo a pesar de las sanciones. Todo esto son buenas noticias para la inflación y al menos en la vertiente económica es un factor de soporte muy importante para los mercados.

En la anterior carta trimestral ya comentábamos los escenarios donde esperábamos un despegue del mercado de REITS, por un lado, la combinación de desinflación combinado con un crecimiento sólido en EE.UU. que evita la recesión pone encima de la mesa un escenario de crecimiento suave con tipos bajos. De vuelta a *Goldilocks*, donde los bancos centrales más importantes (BCE, FED y BOE) ya han comenzado a bajar tipos y como consecuencia hemos visto una importante bajada de tipos de todos los tramos de la curva. Como resultado tenemos que los sectores más sensibles a los tipos de interés como REITS, Infraestructura en general y *utilities* han tenido un gran comportamiento durante este trimestre, al igual que AMMUS, donde hemos tenido un gran trimestre en cuanto a rentabilidad. Se impone la narrativa del *no landing* y tipos bajos.

Análisis de la cartera

Durante este trimestre se ha cerrado un poco la fuerte discrepancia de rentabilidades acumuladas entre los REITs europeos y los norteamericanos, en Francia *ICADE* se ha revalorizado un +29,35% y destacar la OPA que han hecho a *Alstria Office AG*. que ha supuesto una revalorización del +67%, fruto del fuerte descuento con que muchos REITS europeos cotizan frente a su valor contable. La mayor contribución de la cartera viene desde *Welltower Inc.* que ha aportado +0,78% directamente al valor liquidativo, es un REIT especializado en instalaciones hospitalarias, de rehabilitación y residencias de la tercera edad que operan a lo largo de todo el territorio de los EE.UU.

De forma agregada EE.UU. sigue siendo la principal área geográfica de inversión, y también se ha dado una fuerte recuperación de sus posiciones. Un comportamiento más modesto ha tenido el mercado japonés y del reino unido.

Los REITs Industriales continúan sufriendo una cierta desaceleración, aunque su principal posición Prologis ha recuperado una parte de la pérdidas y es una de las posiciones con una mayor potencial de recorrido.

Welltower Inc.

Welltower es un REIT especializado en infraestructuras sanitarias en los EE.UU., véase hospitales, centros de rehabilitación, residencias para seniors. El sector de sanitario de



sanidad y residencias es especialmente atractivo, los *baby boomers* ya están en edad de retiro y por tanto las necesidades tanto de salud como de residencias es una tendencia muy importante. La demanda de estos servicios crece por encima de las infraestructuras disponibles. Desde el inicio de año ha obtenido una importante revalorización superior al 50%, un sector que en general ha sido en que mejor comportamiento ha tenido dentro del universo REIT.

Dentro de la cartera de AMMUS el sector sanitario y de residencias de seniors supone un importante peso, y aunque ya durante este año hemos obtenido una muy importante revalorización en este sector a través de la propia *Welltower* y otras posiciones, es una tendencia demográfica que va a mantenerse y las necesidades van a ir incrementándose.

LEG Immobilien (nueva adquisición)

LEG Immobilien es una empresa alemana que se dedica a la gestión, adquisición y alquiler de propiedades residenciales, centrada en ofrecer viviendas asequibles y servicios relacionados con el arrendamiento en varias regiones de Alemania.

Los REITs europeos y en especial los de Alemania fueron severamente castigados durante 2022, debido al agresivo incremento de tipos en la UE y al miedo de una guerra de Rusia cerca de sus fronteras. En los últimos dos años dentro del fondo hemos priorizado la inversión en EE.UU., sin embargo, creemos que los REITs europeos se han quedado muy lejos en su recuperación y comenzamos a ver oportunidades como *LEG* con carteras saneadas y valoraciones atractivas.

Equinix

El sector de los *datacenters* cada vez tiene mayor importancia, la necesidad de almacenaje en la nube crece exponencialmente lo que requiere de cada vez mayores equipos para este almacenaje y esto requiere espacio. Los REITs especialistas en *datacenters* como *Equinix* gestionan la construcción y explotación posterior de estas complejas infraestructuras donde sus principales clientes son grandes empresas con fuertes necesidades de almacenaje en la nube. Es otro sector en el cual la IA va a tener una repercusión directa ya que la demanda digital no deja de crecer.

En el caso de *Equinix* contabiliza ya en su balance 264 *datacenters* repartidos por todo el mundo donde sus principales usuarios son *Amazon Web Services AWS*, *Google Cloud*, *Oracle* y *Microsoft Azure*. Es un sector que no deja de crecer e incluso vemos como algunos REITs tradicionales están realizando fuertes inversiones para tener en cartera nuevos *datacenters*. Además de *Equinix*, en cartera también tenemos *Digital Realty Trust* con la misma actividad. Con el tiempo vamos a ver un fuerte crecimiento en este sector con un crecimiento secular.

Perspectivas

Tal y como ya hemos venido comentando en las cartas, esta clase de activos presenta una elevada correlación ante cambios en los tipos de interés, por lo que los elevados niveles de los últimos años han supuesto un fuerte lastro en su valoración. Ahora que el ciclo de bajadas



en EE.UU como en Europa (Zona Euro y Reino Unido principalmente) es ya una realidad, sumado a otros vientos de cola como las aún atractivas valoraciones del sector, con la fortaleza económica en EE.UU

Este último trimestre al fin hemos visto un inicio de ajusta de las valoraciones hacia su valor real, hemos comentado ampliamente en esta carta y en las cartas previas la sensibilidad del activo a los tipos de interés. El ciclo de tipos a la baja en EE.UU. y en Europa (zona euro y Reino Unido principalmente) ya son una realidad y el peso de tipos altos deja de ser un lastre en las valoraciones, especialmente sectores tan sensibles a los tipos. Además, hay que añadir otros vientos de cola para el sector, las aun atractivas valoraciones se combinan con una economía en los EE.UU. que muestra una importante fortaleza a pesar de las subidas de tipos tan fuertes de los últimos años.

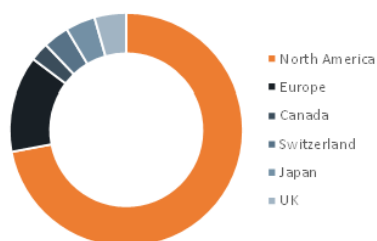


Principales magnitudes

POSICIONES PRINCIPALES

Top Position	Company	Exposure
1	Equinix Inc	5,61%
2	Prologis Inc	5,42%
3	Welltower Inc	4,98%
4	Vonovia SE	4,80%
5	Simon Property Group Inc	4,79%
6	Digital Realty Trust Inc	4,26%
7	AvalonBay Communities Inc	4,07%
8	Gecina SA	3,59%
9	Swiss Prime Site AG	3,57%
10	Ventas Inc	3,31%
Total 38	Top 10 Positions	44,41%

SEGMENTACIÓN GEOGRÁFICA



SEGMENTACIÓN SECTORIAL

