

Carta del gestor

El verano termina sin grandes cambios en las dinámicas de los mercados de los últimos tres meses. Las dudas sobre el posible impacto de una nueva variante del covid en la economía a finales de mayo tiró las curvas de los tipos de interés y eso se trasladó al precio de todos los activos. En renta variable se ha traducido en que los sectores que se conocen como de crecimiento o calidad lo hayan hecho mejor que aquellos cuyo comportamiento está más ligado a la economía real, que han perdido parte del terreno recuperado. Llevado al extremo, todo se sigue reduciendo a la evolución de los tipos de interés y cómo eso incide en el precio de todos los activos.

En un mercado en el que sigue imponiéndose la visión *top-down*, la clave es tratar de anticipar qué puede pasar por la curva. Y en tanto que el debate sobre el impacto en el crecimiento económico del covid lo deberíamos dar por superado visto lo que ha pasado con esta última ola en los países en los que la vacunación está más avanzada, la discusión se va a trasladar a cuál va a ser el impacto en los precios del fuerte crecimiento de este año y el que viene, y lo que vayan a hacer los bancos centrales.

La economía mundial va a seguir creciendo de la mano de los países desarrollados en tanto que estos son los que tienen el proceso de vacunación más avanzado. La variante delta no va a truncar la recuperación en V de la economía. Cabe destacar que Europa, por primera vez en mucho tiempo, va a crecer a mayor ritmo que Estados Unidos. El ritmo de crecimiento de la economía americana ha tocado techo y es previsible que el crecimiento a futuro sea algo inferior que el registrado en los últimos tiempos, aunque eso, en sí mismo, no quiere decir nada porque las tasas de recuperación son consecuencia del punto de partida. Los mercados emergentes irán detrás, aupados por el precio de las materias primas y los avances en las vacunas. Aunque hay que señalar que el endurecimiento crediticio en China se está traduciendo en menores crecimientos en el intento de las autoridades de enfriar algo la economía.

España, por su parte, va a ser la economía europea que más crezca. Puede cerrar el año con un crecimiento cercano al 8%, muy por encima de lo esperado. El consumo está demostrando mucha fortaleza. Las exportaciones están tirando con fuerza (+23% frente a los niveles previos al covid). La tasa de paro -ajustando todo- es solo un 3% superior a los niveles previos a la crisis -en términos de afiliados a la Seguridad Social ya está por encima-. El gasto con tarjetas está más de un 30% por encima de 2019. Incluso el turismo exterior -ni qué decir tiene el nacional- ha sorprendido al alza este año (-35% frente al -50% esperado). Los ingresos fiscales han alcanzado récord: de enero a julio han subido un 17,2%, un 3,1% superiores al acumulado a julio de 2019. Y



las transacciones residenciales -con lo que eso supone para una economía tan dependiente del ladrillo como España- están por encima de niveles precrisis.

Importa destacar que la economía española va a ser de las más beneficiadas de las dinámicas actuales, de hecho, como apuntan los datos antes comentados, ya se está beneficiando: reapertura económica, tipos de interés reales negativos y fondos europeos. Las ganas de recuperar el tiempo perdido sumado al ahorro acumulado y la eliminación de restricciones benefician, sobre todo, a las economías más dependientes del turismo. A lo anterior se suma el hecho de que los tipos nominales vayan a estar -ya lo están- una larga temporada por debajo de la inflación. Esta circunstancia, como sabemos bien los españoles, es gasolina para un sector como el de la construcción residencial que tiene un peso relativo muy alto en la economía española. No solo el español es muy aficionado al ladrillo, sino también el extranjero. Aunque queramos convertirnos en California, de momento nos tenemos que conformar con ser Florida. España es un destino privilegiado para la segunda vivienda, no solo de españoles, sino de prácticamente todos los europeos. Y en lo que respecta al dinero europeo, solo un comentario: en los próximos tres años, España va a recibir, ni más ni menos, que lo mismo que ha recibido los últimos treinta.

Los bancos centrales han dejado muy claro que, como se conoce en la jerga, van a ir por detrás de la curva. Tienen la lección aprendida. A riesgo de que la economía termine sobrecalentándose, no están dispuestos a truncar la recuperación por una acción -o comentario- a destiempo. De forma muy paulatina y a lo largo de los próximos meses irán levantando el pie del acelerador con menores compras de bonos en el mercado, lo que no se puede confundir con pisar el freno. Las subidas de tipos llegarán más adelante en el tiempo.

Sorprenden últimamente las dudas sobre el crecimiento. Las políticas monetarias van a continuar siendo ultra expansivas y los planes fiscales extraordinarios -*next generation* EU o el plan Biden- van a empezar a coger tracción en los próximos meses y sus efectos se van a prolongar varios años en el tiempo. La discusión no es si se va o no a crecer porque el crecimiento va a ser muy fuerte, sino qué pasa con los precios en ese entorno de fuerte recuperación y si los repuntes que estamos viendo son o no transitorios. Están totalmente fuera de lugar las voces que últimamente alertan de estancamiento económico con inflación.

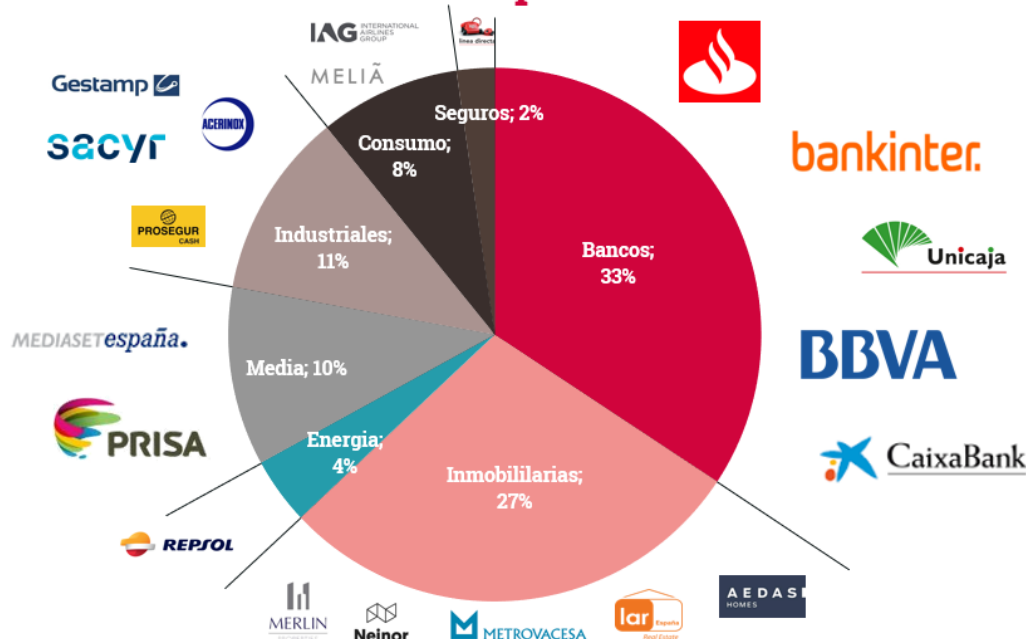
Así las cosas, la pregunta de qué debería hacer la curva de tipos los próximos meses se responde por sí sola. Fuertes crecimientos económicos, inflaciones repuntando con lecturas claramente por encima de los objetivos, con bancos centrales con el brazo deliberadamente encogido amparados en el discurso de la transitoriedad debería traducirse en una curva de tipos algo más alta y con más pendiente. De primeras, deberíamos volver a los niveles a los que estábamos hace pocos

meses antes de que irrumpieran las dudas sobre el impacto económico de la última ola para luego seguir por esa senda en función de cómo vaya siendo la respuesta monetaria a futuro.

Cartera actual

No se ha hecho ninguna modificación en el último mes. La cartera sigue con los mismos sesgos sectoriales: financieras, inmobiliaria y ciclo en sus distintas versiones.

Distribución sectorial – 21 compañías



Cartera a 31/08/2021

Teniendo en cuenta la exposición a promotoras residenciales, merece la pena incidir en el mejor comportamiento del sector del que cabía esperar en esta crisis y, sobre todo, las magníficas perspectivas. En lo que va de año se han vendido más casas que en el mismo periodo de 2019. El saldo vivo de hipotecas se ha incrementado por primera vez en diez años. En 2020, pese a la caída en las transacciones, el precio no se resintió. Y ya está repuntando como demuestran los datos del segundo trimestre de este año. Además, es el sector que, como demuestra lo que hemos vivido en España los últimos cuarenta años, más se beneficia del entorno de tipos reales negativos en el que ya estamos inmersos y en el que vamos a estar durante un plazo largo. Todo lo anterior en un momento en el que las cotizaciones de las promotoras están muy por debajo del valor de sus activos, algo que en el momento del ciclo actual no tienen explicación.

Las dinámicas en el sector bancario también están más claras cada día que pasa. Aunque se nos haya podido olvidar, las cuentas de resultados de los bancos son muy agradecidas al viento de cola que es el que va a dominar los próximos años. Por la parte de arriba de la cuenta de resultados, el crecimiento de volumen de crédito y comisiones de la mano de la mejoría macro. La reapreciación de la curva de tipos, aunque paulatina, es también una muy buena noticia. Por la parte de debajo de las cuentas de resultados, los recortes de costes, bien como consecuencia de las integraciones ahora en marcha -Caixabank, Unicaja-, o bien como consecuencia de los procesos voluntarios -Santander, BBVA, Sabadell-, se trasladan directamente a la línea de abajo.

En lo que respecta a la calidad de los activos, no es esperable un impacto comparable a crisis anteriores, por lo que esto debería trasladarse a una normalización de las provisiones. La combinación de todo lo anterior se va a traducir en una mejora muy significativa de la rentabilidad del sector con varios bancos con RoTE por encima de su *cost of equity* próximamente. Y, consecuentemente, el hecho de que los bancos hayan hecho los deberes en capital va a permitir remunerar ya al accionista en algunos casos (BBVA), complementados con recompras de acciones. Todo lo anterior con todos los bancos cotizando muy por debajo de su valor en libros.

Visión de mercado

Tras el paréntesis de los últimos meses y una vez que deberíamos haber dado por superado el debate sobre el impacto económico de la epidemia, toca hablar de la inflación y de la repuesta de los bancos centrales. Así las cosas, resulta razonable pensar que la curva de tipos retome la senda con la que arrancó el año y eso se traslade al precio de todos los activos.

También se dan las circunstancias para que España vuelva al radar del inversor. Un mayor crecimiento soportado en la reapertura económica, tipos de interés reales negativos y el aluvión de dinero europeo debería ser suficiente para que salgamos del ostracismo en el que llevamos instalados demasiado tiempo.

Si retomamos las dinámicas de principio de año, la cartera, como ya ha demostrado, tiene los mimbres para hacerlo muy bien.

Una vez más, agradecer su confianza. Quedo a la espera de cualquier duda que pudieran tener.

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](#)
- [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 17/09/2021 y ABANTE ASESORES no asume compromiso alguno de actualización o revisión de su contenido.