

José Ramón Iturriaga

Okavango Delta, AGF – Spanish Opportunities

En las últimas semanas, el mercado se ha movido muy rápido y ha pasado de preocuparse por la inflación, repunte de tipos de interés y una eventual fragmentación de la deuda soberana en la zona euro, a las dudas sobre el crecimiento. Lo anterior se ha traducido en movimientos muy bruscos en los mercados que se siguen moviendo a golpe de titular. En renta fija hemos visto un movimiento de ida y vuelta extraordinario que se enmarca en el peor arranque de año de la renta fija de su historia. El fortísimo repunte de tipos de interés con el que arrancó el año se ha cortado de cuajo a medida que los miedos macro han ido cobrando fuerza. En renta variable, en pocos días se ha revertido parte de la rotación de los sectores más ligados al ciclo económico y aquellos que se identifican más con el crecimiento. El fondo acumula en lo que llevamos de año una rentabilidad negativa del 6,73% frente a -6,76% del Ibex 35.

Seguimos en un mercado en el que sigue mandando la visión *top down* y la preocupación por la inflación ha derivado en miedo a la recesión por el impacto que pueda tener la respuesta de los bancos centrales en la economía para controlar los precios. Y la sensación de que, como suele ser habitual en los mercados, puede que se haya pasado de frenada a la hora de descontar tanto los miedos inflacionistas como los más ligados al crecimiento económico.

La inflación ha venido para quedarse, pero no a los niveles actuales. La última vuelta de tuerca de repunte de las materias primas y, en concreto, el petróleo y el gas como consecuencia de la guerra en Ucrania y las sanciones económicas, ha provocado que la esperada reconducción de los precios vaya con algo de retraso sobre el horario previsto, pero en ningún caso se haya truncado. Las peores lecturas es probable que las hayamos dejado atrás y a medida que avance el año la inflación se va a ir reduciendo para estabilizarse cerca, pero por encima del 3% el año que viene.

Las fuertes caídas del precio de muchas de las materias primas y alimentos en las últimas semanas y, últimamente del petróleo que llegó a tocar los 140 dólares y que ahora está en torno a 100\$ el barril, están señalando el camino que van a recorrer los índices de precios en los próximos meses. Y, aunque hoy las dudas de lo que pueda pasar con el suministro del gas están ahí, no tiene sentido que el peor de los desenlaces que hoy se está contemplando termine concretándose. Lo que no beneficia a nadie -hemos estado en este tipo de disyuntivas binarias no hace tanto- no pasa. Y que Putin cierre la llave del gas no beneficia a nadie, ni a Rusia que no puede sacar el gas de momento por otro sitio, ni desde luego a Alemania.

Los efectos de segunda ronda, más allá de repuntes puntuales de precios de algunos servicios, se circunscriben a lo que pase con los salarios. En tanto que como todo parece indicar -mensajes de sindicatos de funcionarios, resultados de negociaciones colectivas que se han cerrado en lo que llevamos de año- las subidas de sueldos se van a limitar al 3-4%, podemos inferir que la inflación de los próximos años va a converger con lo que hagan los salarios.

Por lo tanto, hay que descartar una espiral inflacionista como la de los años setenta del siglo pasado y olvidarse, también, de la atonía en los precios de la última década. Inflaciones algo por encima del objetivo de los bancos centrales son el escenario central para los próximos años.

Un eventual repunte desordenado de las primas de riesgo que vuelva a poner en jaque al euro como sucedió tras la gran crisis financiera está descartado. La situación no es ni por asomo comparable -el mejor indicador es el nivel de apalancamiento del sector privado y la solvencia del sistema financiero- y las herramientas con las que cuenta el Banco Central Europeo para reconducir la situación en su caso están más que contrastadas. Además, la voluntad de los responsables del BCE es inequívoca. Tienen la lección bien (y recién) aprendida. Han tardado pocas horas en salir a la palestra para recordar su compromiso con la correcta transmisión de las políticas monetarias y evitar así lo que en el argot se conoce como fragmentación.

Llegados a este punto es previsible un menor crecimiento económico. Ahora bien, y aunque alguna economía como la americana pueda entrar en lo que conocemos como recesión técnica - dos trimestres consecutivos de contracción del PIB-, la zozobra actual como consecuencia de los miedos a lo que está por llegar no debería alargarse mucho. La probable ralentización de la economía además de temporal no va a ser comparable a los episodios que hemos vivido en los últimos años y que lógicamente como las tenemos tan recientes tendemos a asimilar. El punto de partida es completamente distinto y los bancos centrales no van a tener que ir demasiado lejos para embridar los precios. Hoy el apalancamiento del sector privado no tiene nada que ver con el que tenían las economías desarrolladas antes de la gran crisis financiera que se desencadenó en 2008, no hay ningún problema de burbuja en ningún activo y los bancos tras más de diez años digiriendo las consecuencias de la última gran crisis, se encuentran en una situación solvencia y capitalización incomparablemente mejor. Creceremos menos de lo esperado este año, pero la economía volverá a coger tracción a lo largo de 2023 porque, por un lado, la inercia de la reapertura es mucha y los tipos no se van a ir, sobre todo en Europa, por encima del nivel que se considera neutral para la economía.

En el caso concreto de España y aunque el crecimiento también se vaya a resentir, la economía va a crecer más que en el resto de Europa. No había recuperado lo mismo y además se va a ver favorecida, y se está viendo, por el hecho de que los servicios cojan el relevo a los bienes de consumo. Además, están sentadas las bases para un crecimiento diferencial los próximos años. La

clave son los tipos de interés reales negativos -que como es sabido son gasolina para el ladrillo con lo que eso supone para la economía española- a lo que hay que sumar al turismo recuperando el terreno perdido y el impacto de los fondos europeos que es mucho.

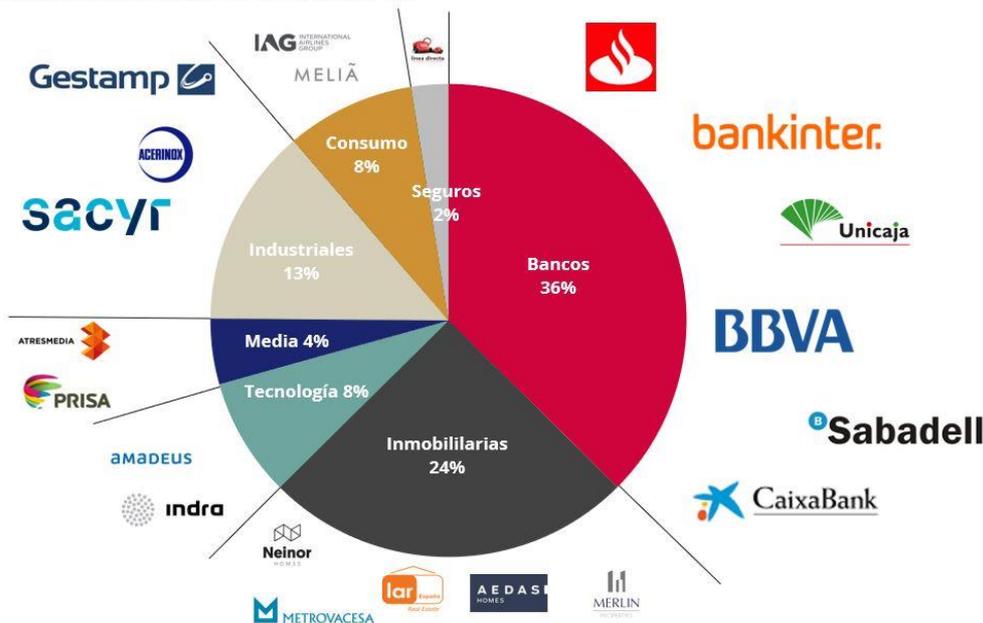
En cualquier caso, todo pasa por lo que haga la inflación. Ha sido su fuerte y rápido repunte lo que ha provocado los miedos que hoy campan a sus anchas. A medida que se vaya embridando en los próximos meses, las dudas sobre el tamaño y alcance de la ralentización económica se irán disipando y la percepción de riesgo se reducirá.

Cartera actual

Los miedos macro han pasado factura a la cartera que en pocas semanas ha perdido parte de la rentabilidad diferencial que acumulaba frente al Ibex 35.

En tanto que considero que los miedos son, salvo catástrofe, pasajeros y exagerados, he aprovechado las caídas del último mes para incrementar el peso en los bancos, que es el sector que de forma más obvia se va a beneficiar de la normalización de la percepción del riesgo porque la subida de tipos de interés les entra en vena. Los anuncios sobre nuevos impuestos, aunque lógicamente no ayudan, son más fuegos de artificio en clave política que algo que vaya a tener impacto en la cuenta de resultados de los bancos.

Distribución sectorial - 21 valores



Cartera a 30/06/2022

Visión de mercado

Es probable que los miedos macro se reconduzcan a la misma velocidad a la que se han propagado. La clave es la evolución de la inflación y que nada se rompa por el camino. El escenario central es precisamente ese: precios embridándose en la última parte del año por la corrección que ya estamos viendo en prácticamente todas las materias primas y que el ruido sobre eventuales cortes del suministro de gas se vaya reduciendo a medida que la lógica económica se imponga.

Hay que aprovechar el fuerte movimiento del mercado para subirse a las compañías que lo van a hacer bien -ya lo han demostrado- una vez que las aguas vuelvan a su cauce.

Es difícil saber cuáles van a ser los plazos, de lo que no hay mucha duda es que acabe pasando.

Una vez más quedo a su disposición y les deseo unas buenas y tranquilas vacaciones de verano.

José Ramón Iturriaga.

Si desea más información sobre este producto, por favor, haga clic [AQUÍ](#).

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. La carta Informativa ha sido elaborada 20/07/2022 y ABANTE ASESORES no asume compromiso alguno de actualización o revisión de su contenido.



@abanteasesores



Abante Asesores



Abante Asesores



@abanteasesores



Abante Asesores