

Carta del gestor

En las últimas semanas el mercado ha empezado a dar respuesta a la pregunta que planteábamos en la última carta y que pensamos que va a ser lo que siga marcando los tiempos: ¿qué va a pasar con los tipos de interés? Buenos datos de actividad, inflaciones crecientes con lecturas por encima de los objetivos y los principales bancos centrales con el brazo deliberadamente encogido se han terminado traduciendo en repunte de los tipos. La curva ha recuperado parte del camino (des)andado en los últimos meses al calor de la última ola de la epidemia y, aunque todavía no ha vuelto a los niveles de mayo, ha cogido carrerilla. Como era de esperar, en las bolsas el repunte de la curva se ha traducido en salida de dinero de lo que conocemos como *growth* y entrada en aquellos sectores más ligados a la economía real. La bolsa española ha sido de las que mejor comportamiento ha tenido en las últimas semanas por el marcado sesgo sectorial del índice español a compañías más cíclicas. En el año, a cierre de septiembre, el Ibex acumulaba una revalorización del 8,95% y el fondo, del 13,28%.

En los últimos días, la fuerte subida del precio de la electricidad de la mano de la del petróleo y el gas, unido a cuellos de botella en determinadas industrias por falta de suministros, ha devuelto a los titulares económicos el riesgo de estancamiento económico e inflación (estanflación). Sin duda, se trata de un titular muy jugoso y que difícilmente se deja pasar en este mundo en el que los agoreros tienen mucho más predicamento -Kahneman explica muy bien la supuesta superioridad moral de los pesimistas en lo que toca con las decisiones de inversión-. Ahora, dadas las circunstancias y como ha pasado prácticamente todas las veces que se ha hablado de este riesgo los últimos cuarenta años, resulta muy difícil que se termine concretando.

En el caso que nos ocupa claramente, porque no hay estancamiento económico, todo lo contrario. Estamos viendo un crecimiento muy vigoroso de la mano del fuerte incremento del consumo e inversión tanto público como privado que, teniendo en cuenta el parón económico sin precedentes que provocaron las restricciones para controlar la epidemia, se han traducido en problemas de suministro y en algunos casos repunte de precios. Subidas de precios muy rápidas y bruscas que, como hemos podido ver en algún caso -madera para la construcción en Estados Unidos o los fletes en menor medida-, corrigen siguiendo el mismo patrón. Se trata, por lo tanto, de un problema por el lado de la oferta que por definición es temporal y que nada tiene que ver con problemas con la propensión marginal



al consumo o la inversión, que es lo que siempre está detrás de los estancamientos económico. No es el caso.

El ruido es inevitable porque en las próximas semanas continuaremos viendo algunos datos económicos algo peores -que no malos- por los *shocks* de oferta ya mencionados y datos de inflación por encima de los límites teóricos de los bancos centrales. El mercado probablemente se mueva a golpe de titular. Ahora bien, la realidad es la que es independientemente de lo que algunos pretendan hacernos creer.

Así las cosas, el principal riesgo continúa siendo que a los banqueros centrales les tiemble el pulso y se precipiten. No parece que vaya a ser el caso porque parecen tener la lección bien aprendida y, en el caso del Banco Central Europeo, el amparo de la nueva estrategia que les permite escudarse en la transitoriedad del repunte de los precios.

En lo que respecta a la economía española, con independencia de la polémica por las revisiones de los datos por parte del INE, las sensaciones siguen siendo muy buenas. Los datos sobre la evolución del empleo constituyen el mejor termómetro. El crecimiento del empleo ha llevado a superar las cifras de afiliación de antes de la pandemia en 170.000 trabajadores. Se rebasa el nivel de febrero de 2020, incluso descontando las 140.000 personas que están en ERTE total ahora mismo en España. De hecho, en datos diarios, en octubre se ha marcado récord histórico con más de 19.700.000 personas afiliadas. El dinamismo del empleo ha permitido que 10 comunidades autónomas se sitúen por encima del nivel previo a la pandemia. España es claramente la economía que más se beneficia de las dinámicas actuales. La reapertura económica es un hecho; los tipos de interés reales negativos es gasolina para la construcción, con lo que eso supone para la economía española; y los fondos europeos constituyen un aldabonazo sin precedentes para la inversión los próximos años. Por lo tanto, con independencia de cuál sea finalmente el PIB de este año, la economía española va a liderar el crecimiento de los países desarrollados los próximos tiempos.

Cartera actual

En las últimas semanas ha salido de la cartera Prosergur Cash y ha entrado Amadeus. La salida viene motivada porque en el momento actual, el *equity story* de la empresa de transporte de dinero se ha quedado colgada de la brocha en tanto sus mercados principales no cojan tracción.

En el caso de Amadeus, hemos aprovechado los recortes de la acción de las últimas semanas provocadas por las dudas sobre la recuperación económica para entrar en una compañía de calidad indudable a unas valoraciones muy atractivas. Es una forma muy buena de jugar la recuperación del tráfico aéreo, en una compañía líder en IT que va a aprovechar las dinámicas actuales en las que tanto las aerolíneas como las compañías hoteleras van a externalizar mucho en los próximos años. Además, Amadeus ha hecho los deberes y ha recortado costes -parte de los cuales son estructurales- y ha reforzado el balance al principio de la pandemia. Con los volúmenes de tráfico actuales, la compañía ha dejado ya de quemar caja. La valoración es atractiva, cotizando con más de un 30% de descuento sobre los niveles precovid.

Si a Amadeus sumamos Meliá e IAG, el fondo hoy tiene una exposición directa a la reapertura de la economía sustancial a través de compañías de mucha calidad a valoraciones muy atractivas y sin riesgo de balance en tanto que lo peor está claramente por detrás. Que a estas alturas del partido sigan cotizando con estos descuentos es síntoma - otro más- de cómo de olvidadas están las compañías cotizadas españolas, circunstancia que más que como un problema, hay que leerlo como una oportunidad.

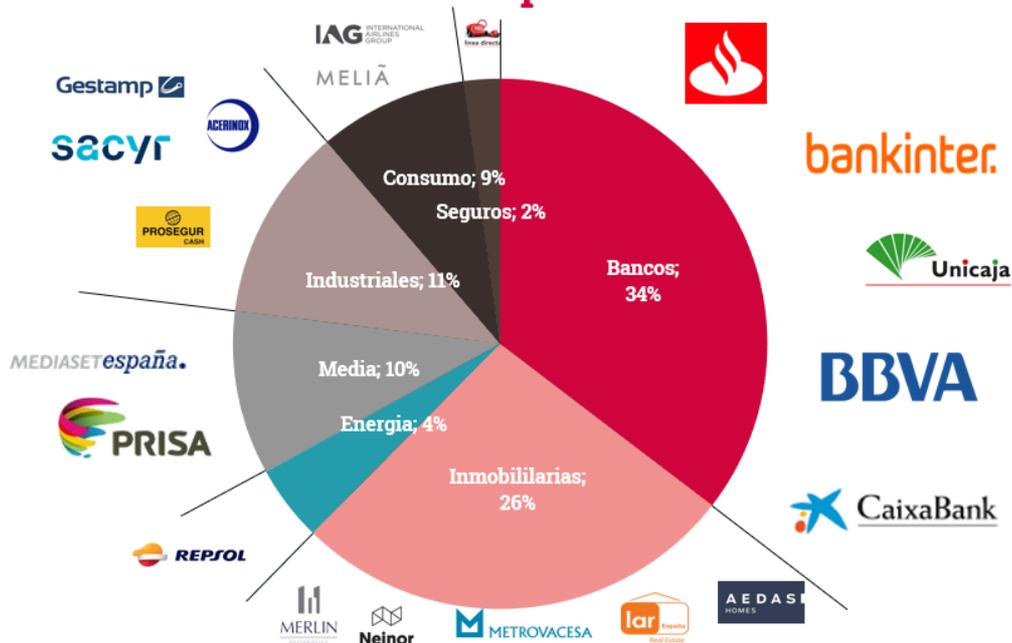
Acerinox es otra de las compañías que tenemos en cartera desde hace tiempo y todo parece indicar que este año va a publicar beneficios récord históricos por encima de los que se publicaron en 2006. La demanda real en Europa y Estados Unidos está por encima de los niveles de 2019. Así las cosas, es probable que suban el dividendo y que pongan en marcha un programa de recompra de acciones. La compañía, con todo, está cotizando muy lejos de los máximos, otra buena muestra de la oportunidad que hay en bolsa española.

El caso de Repsol es otro ejemplo claro de lo olvidadas que están las compañías españolas. La petrolera es beneficiaria del entorno de precios del petróleo y el gas. La compañía está diversificando en nuevos negocios, lo que es positivo a medio plazo. El crecimiento en renovables es una prioridad. La posibilidad de un OPV de los renovables o la venta de una participación a un inversor permitiría acelerar el crecimiento. La capacidad de generación de caja es enorme, por lo que hay margen para que se anuncien programas de recompra de acciones. La compañía sigue cotizando 8 veces beneficios con una rentabilidad por dividendo del 6%.

En los últimos días, los rumores sobre por dónde puede ir la nueva ley de vivienda han levantado algo de revuelo. De primeras, con este proyecto de reforma, el gobierno consigue el apoyo para los Presupuestos y Podemos se anota algún tanto ante la opinión pública. Con

la información disponible es difícil concretar cuánto -en su caso- puede afectar el nuevo marco legal a las inmobiliarias cotizadas. Los grandes titulares que hemos conocido no tienen mucho sentido y no son aplicables, más en una materia como esta, que está transferida a las comunidades autónomas. Lo razonable es que, como ha pasado en otras materias, una vez se asiente el polvo comprobemos que el alcance real de la reforma es mucho menor de lo que en un primer momento ha podido parecer. En cualquier caso, el ruido no es bueno y la cotización de estas compañías se ha resentido en los últimos días. Un menor ruido y, sobre todo, el viento de cola por el lado operativo debería servir para que las acciones recuperen lo perdido y sigan subiendo porque las valoraciones son tremendamente atractivas.

Distribución sectorial – 21 compañías



Cartera a 30/09/2021

Visión de mercado

Una vez superado el Covid, en lo que a los mercados se refiere, la reapertura de la economía mundial -los países desarrollados van por delante porque la vacunación va más avanzada y los emergentes, detrás- se va a traducir, como ya estamos viendo, en fuertes crecimientos

económicos y repunte de los precios. Las políticas monetarias y fiscales tremendamente expansivas, con independencia de lo que puedan afectar a la oferta temporalmente los cuellos de botella, sientan las bases para un crecimiento sólido los próximos años. Y por el lado de la inflación, es previsible que se contenga algo, pero que no vuelva a las lecturas inanes de los últimos años. Este escenario es viento de cola para las bolsas y, en concreto, para las compañías más ligadas al ciclo. El principal riesgo es que los bancos centrales se dejen llevar y pisen el freno antes de tiempo. No parece el caso.

El sesgo a la economía real de la bolsa española debería traducirse en mejor comportamiento relativo, como hemos podido ver en las ventanas en las que el mercado en los últimos meses ha puesto en precio este escenario reflacionario.

Agradecer, un mes más su confianza. 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](#)

- [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 19/10/2021 y ABANTE ASESORES no asume compromiso alguno de actualización o revisión de su contenido.

