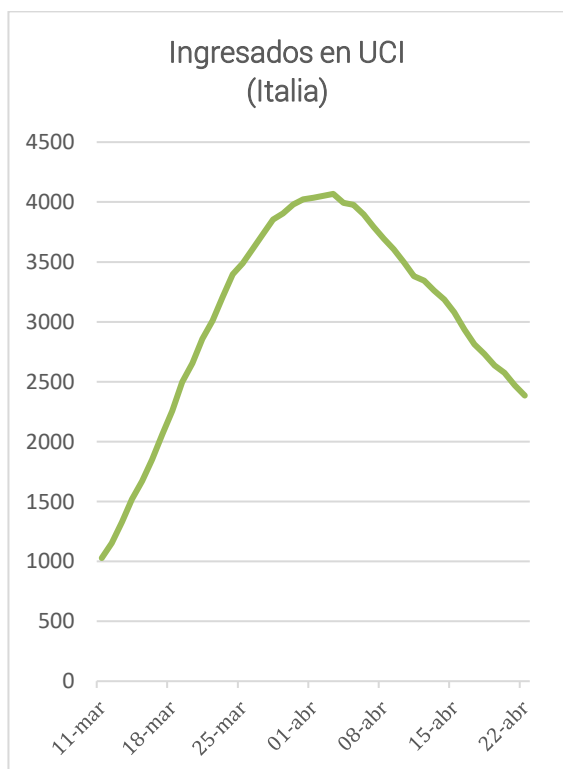


AGF – Abante European Quality Fund

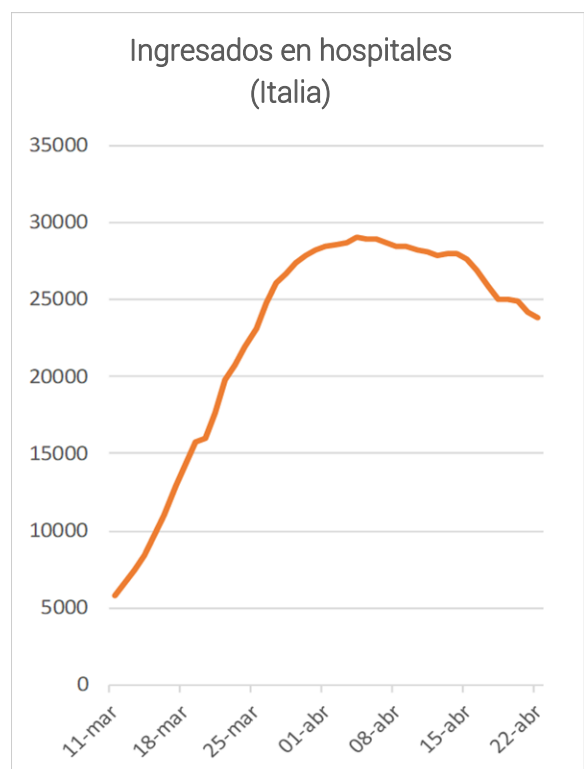
Vuelta a la normalidad

A principios de abril escribía [mi segunda nota sobre la crisis del coronavirus](#). Hace tres semanas veíamos cómo las cifras de hospitalizaciones y fallecimientos, que se habían incrementado día tras día a lo largo del mes de marzo, tendían a estabilizarse. Decíamos, utilizando la tópica expresión “luz al final del túnel” que ello sugería que las medidas tomadas, en concreto el confinamiento de la población, estaban dando resultados positivos. Y concluíamos la nota diciendo que “cuando las nuevas entradas en los hospitales sean inferiores a las altas de enfermos curados, podremos decir que el peor momento ha pasado. Y para ello faltan días, quizás alguna semana, pero no meses”.

Y, gracias a Dios y al sobrehumano sacrificio de los médicos y del personal sanitario, así ha sido. En el mes de abril hemos visto cómo el número de hospitalizados y, sobre todo, el número de pacientes ingresados en UCI ha ido disminuyendo día tras día. Así, en Italia, en las últimas tres semanas el número de pacientes de coronavirus en camas hospitalarias ha caído desde más de 29.000 a menos de 24.000. Y el número de enfermos en UCI, desde más de 4.000 a menos de 2.400.

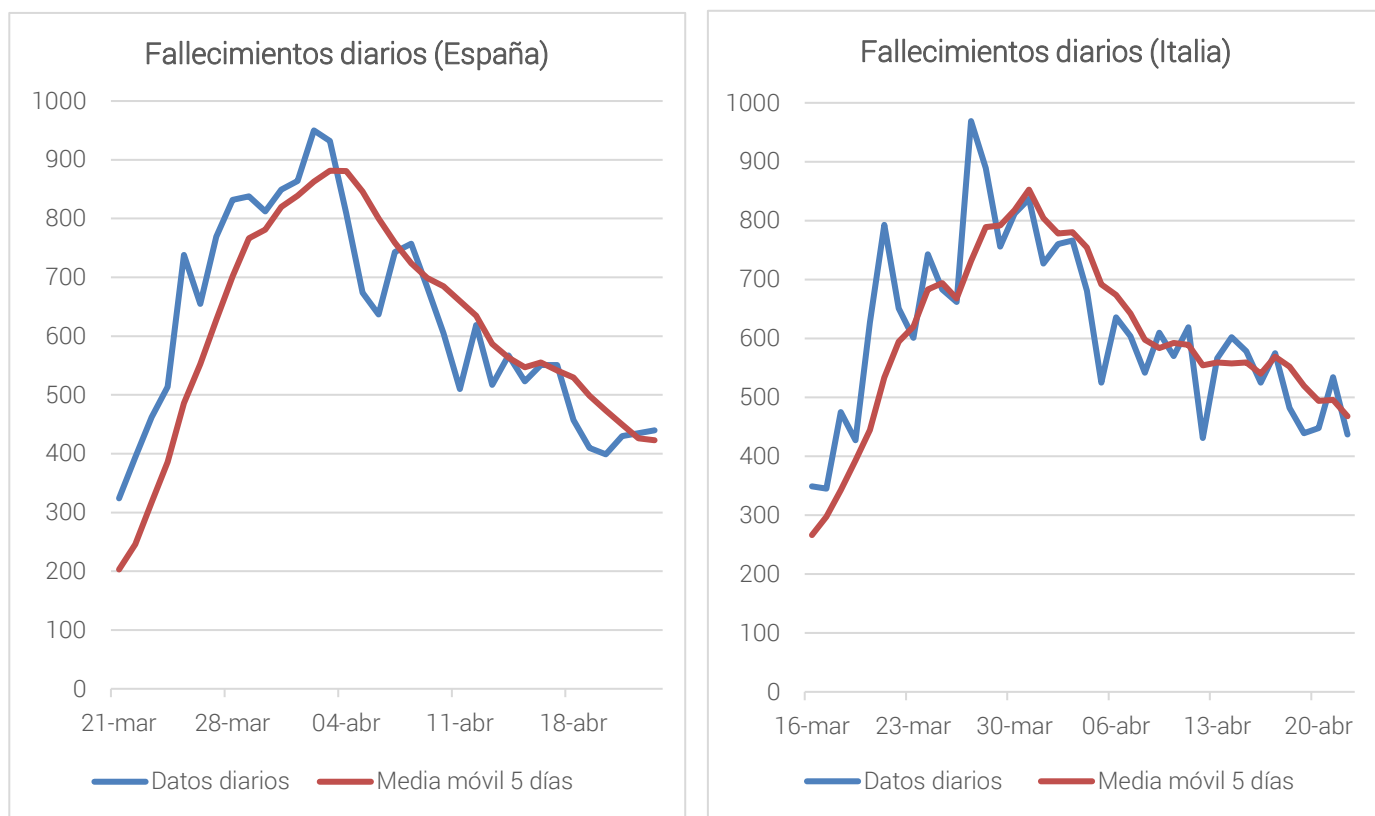


+



En España la evolución habrá sido parecida. Aunque, desgraciadamente, dada la heterogeneidad y falta de consistencia de las estadísticas oficiales aportadas, no podemos analizar los datos de hospitalizados o ingresados en la UCI como sí podemos hacerlo en Italia.

La única serie estadística en España que se ha mantenido con los mismos criterios desde el inicio de la crisis es la de fallecidos. Es cierto que en España dicha estadística, proporcionada por el Ministerio de Sanidad, solo incluye los casos confirmados en los hospitales (y deja, por ello, fuera a muchos posibles fallecidos por coronavirus en sus hogares o, principalmente, en residencias de ancianos), pero al seguir siempre el mismo criterio sí es indicativa de la tendencia de la progresión del número de fallecimientos.



Y tanto en España como en Italia, la caída del número diario de fallecimientos desde principios de abril ha sido notable. Si en la última semana de marzo y la primera de abril fallecían, cada día, entre 800 y 900 personas, en la tercera semana de abril esta cifra ha caído a la mitad, situándose en niveles medios diarios de entre 400 y 450.

Las UCI ya no presentan la situación próxima al colapso que habían alcanzado hace tres semanas. En Italia, cuatro de cada diez camas disponibles en UCI han quedado liberadas. En la medida en que esta tendencia se consolide, en un par de semanas podremos decir que el sistema sanitario volverá a trabajar, aunque todavía con fuerte tensión, en condiciones de cierta normalidad.

Permitir la vuelta a la normalidad en el sistema sanitario era el objetivo principal del confinamiento, y el requisito previo para la vuelta a la normalidad en la actividad económica. La apertura del confinamiento será pausada y solo irá progresando si, paralelamente a dicha apertura, se observa un mantenimiento, dentro de los límites razonables, de la tensión en el sistema sanitario, en especial en el número de enfermos hospitalizados y, más concretamente, en el número de ellos ingresados en UCI.

Desgraciadamente seguirá habiendo nuevos contagios, nuevas hospitalizaciones, nuevos ingresos en UCI y nuevos fallecimientos durante muchos meses. Así será hasta que no se pueda vacunar a la población contra el virus. Pero la gente volverá a salir a la calle para algo más que ir a la farmacia o al supermercado. Y para ello no esperaremos hasta que el virus haya sido vencido definitivamente. Dentro de pocas semanas volveremos a acudir presencialmente a nuestro trabajo, compraremos en comercios de ropa o electrodomésticos y, finalmente, podremos desayunar en una cafetería, comer en un restaurante y alojarnos en un hotel.

La vuelta al puesto de trabajo de forma presencial será escalonada, y las aperturas de comercios, bares, restaurantes y hoteles estarán condicionadas a limitaciones en el aforo. Y, probablemente, tengamos que utilizar mascarillas y, desde luego, mantener la distancia social durante un tiempo prolongado. Es probable que los estudiantes no vuelvan a las aulas hasta el próximo curso. Pero, poco a poco, iremos recuperando nuestra vida normal.

La factura económica que dejarán los dos meses de casi completo confinamiento y algunos meses más de restricciones parciales en algunos sectores (principalmente hostelería, ocio y turismo), será enorme. Las caídas de PIB para el año 2020 se situarán en el dígito alto en muchos países (probablemente entre ellos, el nuestro, especialmente expuesto a los sectores de actividad más afectados), y los gastos realizados por los gobiernos para compensar la falta de ingresos de millones de personas y empresas durante unos meses supondrán un notable incremento de la deuda pública, probablemente no inferior a diez puntos porcentuales sobre PIB en poco más de un año.

La disponibilidad de financiación de los gobiernos parece, sin embargo, que estará garantizada por la predisposición de los bancos centrales a la adquisición, en el mercado secundario, de deuda pública en cantidades ingentes. En el caso de la Unión Europea es de esperar que, a la disposición a la ayuda mostrada por el BCE, se sume una acción decidida por parte del Consejo y la Comisión Europea que facilite la disponibilidad de fondos a los países más afectados (notoriamente, Italia y España). El mantenimiento de las primas de riesgo en niveles razonables (y desde luego, muy alejados de los que se vieron en la anterior crisis del euro) será el mejor indicador de que el proyecto europeo, y su moneda común, no tienen vuelta atrás.

En conjunto, los beneficios empresariales registrarán grandes caídas en 2020. En algunos casos los retrocesos serán muy poco significativos (compañías eléctricas, telefónicas, de alimentación). En otros (industria, bienes de consumo no esenciales) las caídas de resultados serán muy notables, lo que llevará, en la mayoría de los casos, a recortes o supresiones del dividendo y hasta a pérdidas contables. Y habrá algunas que registrarán pérdidas tan notables (todas las relacionadas con viajes, hostelería y ocio), que en algunos casos (principalmente, en las aerolíneas) podrían llegar a requerir ampliaciones de capital.

Pero un mal año de beneficios, un año sin dividendos, o incluso un año de pérdidas, no significa que las compañías pierdan su fortaleza fundamental, su posición competitiva y su capacidad de generación de actividad económica, de ventas, de beneficios y de dividendos a largo plazo, de lo que realmente depende su valor.

Asistiremos a la peor crisis trimestral de la historia. Medida por porcentajes de caída de PIB o de caída de resultados empresariales podrá ser cuantificada, también, como la peor crisis anual. 2020 será un año, contablemente, muy malo, catastrófico, en términos de resultados. Pero lo será debido a una parálisis coyuntural. Una vez se haya vuelto a la normalidad (dentro de semanas en algunos sectores, de meses en otros y de algunos trimestres en otros) se verá que no ha habido una destrucción estructural de la capacidad productiva. Las buenas empresas que ganaban dinero antes de que se paralizara la actividad, volverán a ganarlo el año que viene, cuando hayamos recuperado plenamente la normalidad.

Y al ser una parálisis coyuntural, un mal resultado anual, no dejará, en la inmensa mayoría de los casos, una secuela financiera irrecuperable, un daño irreversible en el balance de las compañías.

La disponibilidad de financiación (vía mercado de bonos para las grandes compañías con el apoyo de los programas de compras de activos de los bancos centrales o vía financiación bancaria para

las pymes, con el apoyo de los programas de avales proporcionados por los gobiernos), será clave para que una crisis coyuntural -de liquidez- no degenera en una crisis estructural -de solvencia-.

Las caídas bursátiles han sido muy notables, y cuando los mercados tengan la evidencia de que la paralización de la economía por el coronavirus habrá sido temporal, debería producirse una clara recuperación de precios.

Los sectores más afectados por las caídas bursátiles han sido aquellos en los que es previsible que la recuperación plena de la actividad se dilate más en el tiempo, como automoción, petroleras, aerolíneas y hoteles.

Pero tanto, o incluso más que en algunos de esos sectores, las caídas bursátiles más pronunciadas se han registrado en el sector bancario que, en conjunto, ha visto cómo el precio de sus acciones se dividía por dos en apenas dos meses, desde finales de febrero hasta hoy.

Los precios actuales de los bancos europeos, como los ocho que tenemos en la cartera del fondo Abante European Quality y que incluyo en el cuadro adjunto, están en mínimos históricos de las dos últimas décadas, muy por debajo de los alcanzados en los peores momentos de la crisis financiera de 2008 o de la crisis del euro de 2012. Muy por debajo en términos absolutos y, mucho más, en términos de múltiplos valorativos frente a su valor en libros, beneficio o dividendo del último año.

Datos por acción	BNP	C. Agr.	SocGen	ING	ISP	Unicredit	Commerz	BBVA	Media
Precio	25,7	6,5	13,51	4,6	1,4	6,8	3,1	2,6	
Valor Contable	79,0	19,0	63,7	13,8	3,2	25,4	21,5	7,32	
CET1	69,7	12,8	55,6	12,3	2,38	23,7	19,47	6,27	
Beneficio 2019	6,2	1,4	4,03	1,23	0,24	2,11	0,51	0,66	
Dividendo 2019	3,1	0,7	2,2	0,69	0,19	0,63	0,15	0,26	
P/VC	0,33	0,34	0,21	0,33	0,42	0,27	0,14	0,35	0,30
P/CET1	0,37	0,51	0,24	0,37	0,57	0,29	0,16	0,41	0,36
PER	4,1	4,7	3,4	3,7	5,6	3,2	6,0	3,9	4,3
Div. Yield	12,1%	10,7%	16,3%	15,0%	14,2%	9,3%	4,9%	10,2%	11,6%

Evidentemente, en un año como el 2020, en el que un buen número de sus clientes (en especial, las pymes relacionadas con los sectores más afectados por la parálisis de la actividad), pasarán por serias dificultades, es previsible que una parte muy significativa del beneficio operativo tenga que ser (o por lo menos por prudencia) destinada a provisiones para eventuales insolvencias y

que, siguiendo el criterio del BCE de prudencia en el mantenimiento de una adecuada capitalización ante la crisis, el dividendo previsto para este año sea recortado o eliminado.

En media, los bancos que tenemos en cartera cotizan a 4 veces el beneficio de 2019 y ofrecerían una expectativa de rentabilidad por dividendo cercana al 12% si el dividendo de 2019 se repitiera. En 2020 no será así; el beneficio y el dividendo serán muy inferiores a los del 2019. Pero en 2021, 2022, 2023 y en adelante, los beneficios y los dividendos anuales de los bancos (atendiendo a su masa, que no variará sustancialmente, de cuentas corrientes, depósitos, créditos, fondos de inversión, tarjetas de crédito, hipotecas, en definitiva, de clientes), no deberían ser sustancialmente distintos de los que obtuvieron en 2017, 2018 y 2019. Y si eso es así, su actual infravaloración bursátil es enorme.

¿Qué podría justificar esta gran infravaloración? Solo hay dos explicaciones posibles.

La primera explicación vendría de la asunción de que el incremento de morosidad generado por la crisis será tan enorme que llevará a los bancos a tales pérdidas que los sitúen en la necesidad de ampliación de capital. Ampliación que, de tener que efectuarse en las actuales condiciones de mercado, sería enormemente dilutiva.

Estoy convencido de que eso no será así. No venimos de una etapa, como sí era el caso en 2008, de una gran expansión de crédito (de hecho, venimos de lo contrario, la banca había estado reduciendo su volumen de préstamos desde la anterior crisis) y, desde luego, no estamos en un escenario de tipos de interés impagables (el euribor sigue en negativo, no en niveles superiores al 3% como en la crisis anterior). El nivel de recursos propios de partida es muy superior (un 50% superior en términos de CET1) al que tenían en la anterior crisis. La base de costes operativos se ha reducido muy notablemente (más de un tercio de las oficinas y de la plantilla han sido amortizados). Y, sobre todo, los potenciales morosos no tienen nada que ver con los que lo eran hace doce años. La morosidad, ante esta crisis, será muy granular, muy diversificada, de actores individualmente muy pequeños (pymes, autónomos, de los sectores de hostelería y pequeño comercio), por importes muy pequeños (decenas de miles de euros, centenares de miles de euros). La morosidad que llevó a la anterior crisis era completamente distinta, generada por un número muy inferior de actores (básicamente promotores inmobiliarios por compra de suelo), con deudas que individualmente se contaban no por decenas o centenares de miles de euros, sino por decenas, centenares o hasta miles de millones de euros.

La segunda explicación es más de carácter político (por darle un adjetivo a las percepciones de riesgo genérico). Y no es otra que la que, en los últimos diez años, ha estado pesando de forma

cíclica sobre el sector. La misma que llevó a fuertes caídas con el referéndum del Brexit, o con la formación del gobierno de coalición entre Lega y Cinque Stelle. La que pone en duda la viabilidad del euro, porque algunos países (entre ellos, y en primer lugar Italia, pero de vez en cuando también España o Portugal), no encuentren otra solución para cuadrar sus cuentas públicas que volver a la lira, a la peseta o al escudo. Si eso fuera así, obviamente, mejor no tener bancos en cartera.

Pero no será así. El euro está para quedarse. Y el BCE, con su programa de compra de activos, desde el “*whatever it takes*” de Mario Draghi, lo ha dejado claro. ¿Que sería mejor si el gobierno de la Unión Europea diera indicaciones más claras de que está dispuesto también a ayudar, con presupuesto o financiación, a los problemas coyunturales que puedan tener algunos de sus miembros? Desde luego, y esperamos que bien pronto podamos decir que al medio billón ya comprometido, se suma otro billón o billón y medio. Pero no está en el interés de nadie, y desde luego no en el de Italia o España, salirse del euro. Y, de momento, las primas de riesgo, que son el indicador más aproximado de dicho riesgo, se mantienen en límites razonables.

Muchas gracias,

Josep Prats, gestor de Abante European Quality.

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](#)
- [Blog en Finect](#)
- [Perfil de Twitter](#)

La información contenida en este documento informativo 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. Este documento informativo ha sido elaborado el 23/04/2020 y ABANTE ASESORES no asume compromiso alguno de actualización o revisión de su contenido.