

Josep Prats

AGF – Abante European Quality Fund

Estimados inversores,

El pasado jueves conocimos la decisión del Banco Central Europeo. Subió el tipo de interés de la facilidad de depósito al 4% y sugiere que confía en que, con el mantenimiento de los tipos de interés en esos niveles durante un tiempo prolongado, será capaz de reconducir la inflación hacia su objetivo del 2%. Confiamos en que, a grandes rasgos, pero con algunos matices, así será. Probablemente convivamos con un euríbor en niveles del 4% hasta finales de 2024, para ver cómo disminuye, muy moderadamente, hasta niveles próximos al 3%, entre 2025 y 2026. Y ello nos permita ver una progresiva disminución de la inflación, desde los niveles del 5% actual, hasta el 4% a finales de 2024, 3% en 2025 y no muy lejos del 2% en 2026.

En definitiva, viviremos con unos tipos de interés de entre el 3% y el 4% en términos nominales a lo largo de toda la curva durante los tres próximos años, con unas inflaciones de un orden similar. En resumen, tres años de tipos reales próximos a cero. Ciertamente es que veníamos de una década con tipos reales negativos, algo absolutamente anormal en una retrospectiva histórica. El escenario de tipos que se nos plantea no es más que una vuelta a la normalidad. Así intenté explicarlo en un artículo reciente publicado por *Asset Managers*, que a continuación reproduzco.

Desde la crisis financiera de 2008 el inversor ha tenido que tomar decisiones en un contexto de gran anormalidad. Lo más anormal ha sido, desde luego, vivir durante años con tipos de interés negativos. Es algo que no había pasado en la historia. La razón que llevó al Banco Central Europeo a adoptar esa anormal política no fue la que explícitamente consta como misión propia. Las tasas de inflación solo estaban marginalmente por debajo del 2% establecido como objetivo, y el afán de alcanzar ese 2%, vía tipos negativos y compra de deuda pública en mercado secundario, no era más que una excusa para hacer lo que realmente se quería hacer: permitir el sostenimiento de las cuentas públicas de algunos países para salvar el euro.

Y cuando, pasada una década desde la crisis financiera global, parecía que la ayuda extraordinaria del BCE a sus propietarios, los estados de la zona euro, ya no era tan necesaria y podíamos volver a la lógica de toda la vida, que indica que quien pide dinero prestado tiene que pagar, y no cobrar, intereses a quien se lo presta, vino la pandemia. La respuesta a esa situación, realmente excepcional y crítica, fue dilatar más en el tiempo los tipos negativos y acentuar el programa de compra de deuda pública. Y cuando, superada la peor fase de la pandemia, se pudo ir recuperando la actividad económica, Rusia invade Ucrania, el precio del gas se va por las nubes y estalla la inflación hasta tasas de doble dígito.

Y lo que tenía que haber sido una normalización pausada de la política monetaria (disminuir la compra de activos y, paralelamente, aumentar moderadamente los tipos de interés, a un ritmo, probablemente, no superior al punto porcentual por año), se ha convertido en un brusco endurecimiento de las condiciones de financiación. El tipo de depósito del BCE ha subido cuatro

puntos en un año, y probablemente suba medio punto más en el próximo trimestre. Hemos pasado de tener un euríbor en negativo a uno del orden del 4%. Malas noticias para los hipotecados a tipo variable que, en muchos casos, tendrán que reducir su consumo para llegar a final de mes sin impagar la cuota mensual del préstamo. Y, en la medida que así lo hagan, contribuirán a reducir la inflación.

Aunque el factor determinante para que la inflación se reduzca no es otro que la contención de los salarios. Si los gobiernos, que entre pensiones de jubilación y sueldos de empleados públicos pagan la mitad de las nóminas de un país, deciden ser generosos con el dinero de los contribuyentes y aumentar los salarios sin que haya habido, que no lo ha habido, ningún incremento de productividad, la inflación está servida.

¿Cómo se detiene esta espiral? Obligándoles a equilibrar las cuentas públicas (se acabó la compra de bonos soberanos por parte del BCE) y obligándoles a pagar por la deuda mayores intereses, de tal forma que no les sobre el dinero para repartir generosas pagas.

La inflación cotizada por el mercado a medio plazo no difiere sustancialmente de la que el BCE se marca como objetivo. El diferencial de tipos ofrecido por los bonos tradicionales frente a los ligados a inflación, indica una expectativa de inflación de entre el 4% y el 3% en los dos próximos años para volver a situarse en niveles próximos al 2% en adelante. ¿Sería anormal vivir, durante unos años, con inflaciones de entre el 2% y el 3%, y un euríbor de entre el 3% y el 4%? No. Puede suceder y sería muchísimo más normal y lógico que lo que hemos vivido en la última década.

El sector bancario recuperaría, estructuralmente, una ROE de doble dígito, como le exige el mercado para pagar como mínimo el valor contable de sus acciones. Las empresas, que en general parten de una situación de bajo endeudamiento, pagarían algo más por su deuda, pero no habría problemas serios de insolvencia. Los inversores tradicionales en bonos, soberanos o de empresas serias y solventes, cotizados y líquidos, no tendrían que buscar alternativas de mayor riesgo y bajísima liquidez. Y los inversores en acciones, seguirían pidiendo una expectativa de rentabilidad próxima al 10%, como la pidieron siempre, también cuando la tasa libre de riesgo era negativa.

Estamos recuperando la normalidad. Y en situaciones normales el análisis de inversiones se centra en ver qué empresas son lo suficientemente competitivas para aumentar, de forma sostenible, su beneficio a un ritmo similar (o si es posible superior) al de la economía en general, y cuáles no. Y comprar las primeras. ¿A qué precio? A un precio razonable. Las empresas buenas nunca parecen baratas, pero si son realmente buenas, pagar un poco caro, a largo plazo, disminuye algo la rentabilidad para el inversor, pero le ofrece una rentabilidad real que sigue siendo muy razonable. En Europa, hay un buen número de grandes empresas que, con gran seguridad, dentro de cinco años ganarán más dinero que hoy. Y dentro de diez años, todavía más. Y los precios que el mercado pide por sus acciones no son altos. Los politólogos y macroeconomistas cederán protagonismo a los analistas de compañías.

La cartera de valores del fondo está formada por 21 grandes empresas de gran calidad, líderes europeos o globales en sus sectores. Infineon, SAP, STMicro y ASML, en el campo digital. Siemens, Air Liquide, Schneider y Total en la transición energética. BMW, Mercedes y Stellantis en automoción. L'Oréal, Kering, LVMH, Pernod e Inditex, en consumo. Y BNP, Crédit Agricole, Intesa, Unicredit y Santander en banca. El valor liquidativo del fondo acumula una revalorización del 19% en 2023, seis puntos superior a la del Euro Stoxx 50. Confiamos en poder cerrar 2023 con el valor liquidativo en los máximos históricos alcanzados hace dos meses.

Muchas gracias por su confianza,

Josep Prats

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

¿Quiere saber más sobre este fondo y su gestión?

- [Ficha del producto](#)

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 18/09/2023 y ABANTE ASESORES no asume compromiso alguno de actualización o revisión de su contenido



@abanteasesores



Abante Asesores



Abante Asesores



@abanteasesores



Abante Asesores