

Josep Prats

AGF – Abante European Quality Fund

¿Recogida de beneficios o cambio de expectativas?

Estimados inversores:

Desde mediados de julio hemos asistido a una caída de los principales índices bursátiles, que fue moderada hasta principios de agosto, cuando la corrección ha sido ya severa.

El Euro Stoxx 50, que había retrocedido un 3% en la segunda quincena de julio, ha caído un 8% adicional en los cinco primeros días de agosto. Iniciábamos 2024 en niveles ligeramente superiores a los 4.500 puntos, nos instalamos en el entorno de los 5.000 puntos desde primavera, y hemos retrocedido otra vez hasta niveles marginalmente inferiores a los 4.500 puntos, borrando todas las ganancias del año.

Una caída superior al 10% en solo tres semanas es una clara corrección. Los principales índices bursátiles norteamericanos han registrado retrocesos similares, aunque en su caso, siguen manteniendo una rentabilidad positiva desde inicio de año: de dígito medio en su índice menos tecnológico (el Dow Jones), pero todavía de doble dígito en el caso del Nasdaq. Tras estas correcciones, el Euro Stoxx 50 sigue acumulando una rentabilidad positiva del 20% en los dos últimos años y el S&P 500 supera el 25%.

La explicación más sencilla, y más cómoda para el gestor, de una caída bursátil del orden del 10% tras alzas bursátiles superiores al 30% en los dos últimos años suele ser que se trata, simple y llanamente, de una recogida de beneficios. Si ello se produce, además, en período estival, con volúmenes de negociación inferiores a los habituales del mercado, esperar una progresiva vuelta a la normalidad que permita recuperar niveles próximos a los previos a la caída en lo que resta de año, es una tesis defendible. Siempre que, durante estas tres últimas semanas en las que se ha producido la caída no hayan cambiado, de forma significativa, las expectativas que, sobre inflación, tipos de interés, crecimiento económico o beneficios empresariales se tenían antes de vacaciones.

Veamos **cómo han evolucionado estas variables** para intentar encontrar una respuesta. Los últimos datos de inflación de la eurozona (y en buena medida, también, de Estados Unidos) no han sido sorprendentes. La inflación general se mantiene en el 2,6% y la subyacente en el 2,9% en la eurozona; y en el 3% y 3,3% en Estados Unidos. Lejos ya del dígito alto, pero todavía por encima del 2% establecido como objetivo. Y con datos sobre revisiones salariales próximos al 4%, se hace difícil ver cómo la inflación realmente importante para la

toma de decisiones de tipos de interés, la subyacente, pueda situarse en el corto plazo en el 2% deseado.

Las expectativas de inflación a largo plazo cotizadas por el mercado han variado, sin embargo, ligeramente a la baja. El diferencial de rentabilidad entre los bonos soberanos europeos clásicos y los ligados a inflación, nos muestra que la inflación media cotizada para los próximos diez años ha caído de 2,1% al 1,9% desde principios de julio. No es un cambio radical (sigue siendo “alrededor del 2%”), pero sí digno de mención, y en línea con lo que ha ocurrido también en el mercado estadounidense, donde la inflación cotizada a 10 años en los TIPS ha bajado del 2,3% al 2,0%.

La **rentabilidad exigida por el mercado a los bonos soberanos a largo plazo** ha experimentado también una caída relevante. De unos 40 puntos básicos en la eurozona y de unos 70 puntos básicos en Estados Unidos para los bonos a 10 años. Hemos visto, analizando la rentabilidad de los bonos ligados a inflación, que 20 puntos básicos en el caso de la eurozona y 30 puntos básicos en el caso de Estados Unidos corresponden a las menores expectativas de inflación a largo plazo. Ello sitúa la caída de la rentabilidad real exigida en el entorno de 20 puntos básicos para los soberanos de la zona euro y de 40 puntos básicos en el tesoro norteamericano.

¿Qué nos dice hoy el mercado de bonos? Que un inversor en riesgo soberano puede esperar un retorno anualizado real para los próximos diez años del 0,2% en Alemania, del 1,1% en España y del 1,7% en Estados Unidos. Y que la inflación, en las dos grandes áreas económicas de Occidente, estará cerca del 2%, en media, en la próxima década.

En resumen, inflación controlada y rentabilidad real ligeramente inferior a la expectativa de crecimiento real de la economía a largo plazo. No parece un mal escenario para la inversión en renta variable. De la cotización de los bonos podríamos decir que el mercado ha ajustado ligeramente a la baja sus expectativas de inflación y de crecimiento, pero dentro de unos márgenes que no cambian sustancialmente. Este moderado ajuste de expectativas que refleja el mercado de bonos, si se confirma, podría llevar a que las bajadas de tipos oficiales de los bancos centrales sean algo más rápidas que las que se esperaban hace apenas dos meses; pero seguirán siendo más lentas que lo que ese mismo mercado creía a principios de este año.

En el **mercado de divisas**, no hemos visto grandes oscilaciones en los tipos de cambio entre divisas occidentales. El euro se ha revalorizado un 1% frente a la libra y un 2% frente al dólar, un movimiento que se inscribe plenamente en un escenario de normalidad.

Sí ha habido, sin embargo, una gran volatilidad en el tipo de cambio del yen, que, tras años de constante devaluación frente a las divisas occidentales, ha registrado una súbita revalorización

en las últimas semanas, que le ha devuelto a unos niveles de cotización respecto al dólar iguales a los que tenía al inicio de este ejercicio. La gran caída del Nikkei en yenes se queda en una pequeña corrección si la medimos en dólares. Y es en dólares como, guste o no, suelen hacer las cuentas estratégicas las grandes multinacionales y los grandes inversores globales, tengan su sede social en Europa, Asia, o América. Dicho de otra forma, no es que el mercado piense que los beneficios de las compañías japonesas se van a desplomar: piensa que ganarán lo mismo en dólares, aunque eso sea bastante menos en yenes.

Y, más allá de la macroeconomía, **¿qué nos dicen los resultados empresariales?** En general no ha habido grandes sorpresas en los resultados hasta ahora publicados (que no son todos, pero sí ya bastantes) por las grandes compañías cotizadas correspondientes al primer semestre de 2024. En el caso de la bolsa de la eurozona, se habrán revisado, para el conjunto del ejercicio, ligeramente a la baja las expectativas para algunos sectores (lujo, petróleo), mantenido en otros (los relacionados con digitalización y transición energética) y actualizado al alza los del sector bancario. Pero en conjunto, el beneficio total que acabarán declarando y el dividendo total que acabarán repartiendo las compañías del Euro Stoxx 50 será igual o marginalmente superior al que obtuvieron el año anterior, y en línea con lo que la comunidad de analistas pronosticaba.

El **sector bancario** (especialmente sobreponderado en la cartera del fondo Abante European Quality) ha sufrido una corrección bursátil ligeramente superior a la del propio índice general en las últimas tres semanas (aunque mantenga un signo positivo de rentabilidad, frente al marginalmente negativo del Euro Stoxx 50). Los resultados publicados, objetivamente, han sido buenos; mejores, en la mayor parte de los casos, que los que anticipaba el consenso de analistas. La mayor parte de los bancos europeos, en especial los que tienen un perfil más minorista (como es el caso de los españoles e italianos), están ya instalados en rentabilidades ROTE claramente de doble dígito (más próximas al 15% que al 10%), mantienen niveles de capital holgados tras pagar dividendos que procuran rentabilidad de dígito medio y empiezan a mostrar signos de recuperación de la actividad crediticia.

En un entorno de tipos que estabilice la curva alrededor del objetivo de inflación (es decir con cualquier Euribor que no esté por debajo del 2%), pueden mantener niveles de beneficio, en un año medio, no inferior en términos absolutos al que registrarán en 2024. Y cotizan a multiplicadores de entre 6 y 8 veces dicho beneficio. Tras muchos años de disminución de la inversión crediticia, los balances están saneados y el único gran problema real que puede afectar siempre a la banca, que no es otro que la morosidad, no aparece en el horizonte.

Toda la rentabilidad positiva que había acumulado el fondo en medio año se ha borrado en el último mes. Pero quedan más de cuatro meses para cerrar el ejercicio. Y confío que, a la vuelta de verano, cuando los grandes inversores hagan un repaso de sus alternativas (renta fija con rentabilidad real de menos de un punto en Europa, rentabilidades por dividendo de dígito medio en las grandes compañías cotizadas), recompongan sus carteras y empujen al alza los

índices bursátiles. Y que la selección de compañías acompañe y permita cerrar el año, no solo en positivo, sino con rentabilidad diferencial frente al índice.

Muchas gracias por su confianza,
Josep Prats

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 07/08/2024 y ABANTE ASESORES no asume compromiso alguno de actualización o revisión de su contenido.



@abanteasesores



Abante Asesores



Abante Asesores



@abanteasesores



Abante Asesores