

# Josep Prats

AGF – Abante European Quality Fund

Estimados inversores,

Nuestro fondo, [Abante European Quality](#), ha cerrado el ejercicio 2025 con una revalorización del 34,3%, claramente superior al 18,3% que ha registrado el índice Euro Stoxx 50. El buen comportamiento del sector bancario ha sido el principal factor de contribución a la rentabilidad.

2026 se ha iniciado con relativa calma en los mercados, con cambios poco significativos (de apenas un punto porcentual) en los principales índices bursátiles. La gran mayoría de las empresas cotizadas publicarán los resultados completos del ejercicio 2025 en la primera quincena de febrero, y a partir de los datos que aporten sobre la evolución del cuarto trimestre del año anterior y, sobre todo, de las indicaciones que den al mercado sobre sus expectativas para 2026, podremos ver si el tono neutro inicial termina decantándose claramente hacia el signo positivo.

## PERSPECTIVAS 2026

### Crecimiento, inflación, tipos de interés y tipos de cambio

Las previsiones de crecimiento económico global para 2026 apuntan a mantener los niveles próximos a la media de largo plazo ya experimentados en 2025, aunque los últimos datos contemplados, sobre todo en Estados Unidos y, en menor medida en China, podrían impulsarlo algo al alza. Salvo enormes sorpresas, es bastante factible asegurar un crecimiento próximo al 1,5% en Europa, ligeramente superior al 2% en Estados Unidos y de entre el 4% y el 5% en China, lo que llevaría a un crecimiento global de alrededor del 2,5%.

Las expectativas de inflación en los mercados desarrollados apuntan a una moderación, pero leve y lenta. En Estados Unidos podría cerrarse el año con inflaciones de entre el 2,5% y el 3%, y en Europa en niveles de entre el 2% y el 2,5%. A largo plazo, las expectativas de inflación cotizadas por el mercado, de acuerdo con el diferencial mostrado por los bonos simples y los ligados a inflación a 10 años, apuntan a una inflación media próxima al 2% fijado como objetivo por los bancos centrales; aunque se espera algo superior en Estados Unidos (2,2% de inflación implícita, con los TIPS ofreciendo una rentabilidad real del 1,9%, frente al 4,1% nominal del bono a 10 años) y algo inferior en Europa (1,8% de inflación implícita, con una rentabilidad real del 1,5% en el bono español ligado a inflación vencimiento 2036, frente al 3,3% de rentabilidad nominal del bono al mismo vencimiento).

En este sentido, es conveniente destacar las últimas declaraciones de Scott Bessent, el secretario del Tesoro norteamericano, sobre la conveniencia de revisar en el futuro el objetivo de inflación del 2% (apuntando a la posibilidad de que la Reserva Federal, en adelante, esté dispuesta a

aceptar inflaciones algo más altas). En este contexto, los tipos de interés a corto plazo deberían mantenerse estables en niveles próximos al 2% en la eurozona y reducirse levemente, hasta estabilizarse en niveles próximos al 3% en Estados Unidos. Ello llevaría a una curva muy marginalmente positiva (del orden de un 1% de diferencial entre el tipo a 1 año y el tipo a 10 años en Estados Unidos y Alemania), ofreciendo unas rentabilidades nominales medio-bajas en términos históricos (exceptuando el período subsiguiente a la crisis financiera).

La inversión en bonos soberanos a largo plazo parece, así, bastante más atractiva a través de bonos ligados a inflación (en especial por la rentabilidad real del 1,9% en Estados Unidos). Si, efectivamente, a medio y largo plazo, se consolidan niveles de inflación más próximos al 3% que al 2%, la rentabilidad finalmente obtenida para el inversor en bonos soberanos americanos ligados a la inflación se acercaría al 5%, un nivel ya claramente atractivo.

La posibilidad de que la administración Trump se sienta cómoda con niveles de inflación relativamente elevados presionaría a la baja el tipo de cambio del dólar. Es sabido que, a medio y largo plazo, los diferenciales de inflación determinan la evolución de los tipos de cambio: los países con inflación alta ven devaluada su divisa respecto a la de aquellos que la tienen más baja. Y un dólar más débil no es una hipótesis que, en principio, parezca especialmente molesta para Trump. De hecho, un progresivo debilitamiento del dólar (como ya se ha observado en 2025, con una pérdida de valor del 13% frente al euro, por ejemplo) haría mucho más por la competitividad internacional de algunos sectores en Estados Unidos, que la política de aranceles que, de momento, ha servido para un ligero incremento de la recaudación tributaria, sin haber afectado, de forma sustantiva, al comercio internacional.

La mayoría de las casas de análisis apuntan a una estabilización, aunque con ligera tendencia a la baja (hasta niveles de 1,20 dólares por euro), de la cotización del dólar. Pero en la medida en que el diferencial todavía claramente positivo de tipos de interés de Estados Unidos frente a Europa se redujera, esta tendencia podría acentuarse.

Una inflación medio-alta (sustentada en subidas salariales nominales, que no reales) y unos tipos medio-bajos (que lleven la rentabilidad real de la renta fija a niveles próximos a cero), es una política que, a corto plazo, puede ser bien recibida por los segmentos de clase media endeudada (principalmente a través de préstamos hipotecarios). Los tipos reales próximos a cero, o incluso negativos, implican una transferencia de rentas desde la clase media de edad avanzada ahorradora (en depósitos no remunerados o en renta fija de baja rentabilidad) a la clase media de edad joven endeudada. La clase media-alta inversora (en inmuebles o en renta variable) queda protegida porque el valor de sus inversiones recoge la mayor inflación. En el actual contexto político no es descartable que este tipo de políticas puedan extenderse. En el medio plazo, mantener tipos de interés reales negativos puede llevar a un incremento desmesurado del endeudamiento y a la creación de burbujas en aquellos activos que puedan ser adquiridos con

deuda (en especial inmobiliarios). Sin embargo, el punto de partida actual (en especial en Europa, con un sector privado muy poco endeudado) está todavía muy lejos de ser preocupante.

### Renta variable

Las perspectivas para la bolsa en 2026, de acuerdo con las previsiones de los analistas de los principales bancos de inversión, son moderadamente positivas. Como, por otra parte, suele suceder cada final de año, se prevén rentabilidades próximas al 10% para los principales índices de los mercados desarrollados, sustentadas en una evolución paralela de los beneficios empresariales, sin expansión ni contracción de los múltiplos pagados actualmente por el mercado. Podemos agrupar los principales temas de inversión en cuatro grandes categorías, que incluyen la inmensa mayoría de la capitalización bursátil de los mercados desarrollados: digitalización, transición energética, expansión de la clase media-alta global y normalización financiera.

### Digitalización

Los gigantes tecnológicos norteamericanos concentran casi la mitad de la capitalización bursátil de los mercados desarrollados. El desarrollo de la inteligencia artificial es el gran tema de inversión. De momento, parece claro que las inversiones anunciadas, estimadas en cientos de miles de millones por año en el medio plazo, están avanzando, básicamente en la adquisición de chips (con Nvidia como nuevo gigante proveedor de los chips más potentes con una enorme cartera de pedidos a márgenes astronómicos) y, secundariamente, en desarrolladores de *software* y de centros de datos. La gran cuestión es: ¿quién rentabilizará en el largo plazo y de forma sostenida en el tiempo dichas inversiones?

Y la respuesta no es clara, aunque hay algunas compañías sobre las que las dudas parecen menores. Todas aquellas empresas que cuenten con una base de millones de clientes finales, en especial ligados por suscripción de pago periódica (Microsoft, Google, Apple, Amazon), es decir todas aquellas que ya hace años que ganan decenas de miles de millones (actualmente más de 100.000 millones anuales), es muy verosímil que puedan capturar rentas incrementales por el valor añadido que su servicio, básicamente de proveedores de *software* y alojamiento en la nube, mejorado por la inteligencia artificial, aportará a su amplia base de clientes.

Es discutible o matizable que los múltiplos sobre beneficio a los que cotizan actualmente (en el entorno de 30 veces) sea el adecuado o pueda verse ligeramente corregido a la baja. La expectativa de crecimientos anuales de beneficio, durante los tres próximos años, de doble dígito anual, llevaría en todo caso a múltiplos mucho más sostenibles. Dicho de forma simple, un PER 30 del 2026, si las expectativas de crecimiento anualizado de doble dígito se mantienen, es un PER 20 del beneficio de 2030, y eso no asusta a los inversores. En resumen, vemos difícil una corrección significativa de múltiplos si, como se espera, los beneficios empresariales en este tipo de

compañías crecen a doble dígito. Sin embargo, cualquier decepción en este sentido podría ser rápidamente castigada.

Cuestión distinta es lo que pueda suceder con aquellas compañías que, como Nvidia (o en menor medida Palantir o AMD), han visto multiplicar por varias veces su beneficio en los dos últimos años y se prevé que sigan creciendo a ritmos muy elevados en el muy corto plazo como consecuencia de un entorno de altas inversiones muy aceleradas en un momento de escasez de alternativas. Se ha visto ya que Alphabet, por ejemplo, ha decidido desarrollar sus propios chips como alternativa a la compra de chips carísimos a otros proveedores. En estos casos, además, la recurrencia a largo plazo (de volúmenes de compra, pero sobre todo de márgenes operativos) es mucho más discutible. Es muy probable que, en este segmento, la volatilidad sea muy superior.

En Europa, consideramos que la posición de liderazgo indiscutible de ASML como proveedor prácticamente único a nivel mundial de maquinaria para la producción de chips de pequeño tamaño y, secundariamente la de SAP, como proveedor de *software* empresarial, pueden seguir siendo dos opciones de inversión sólidas.

### Transición energética

La transición hacia una generación de energía más descarbonizada es una tendencia de largo plazo que persiste y que seguirá traduciéndose en mayor peso de la electricidad y, dentro de esta, de la producida por fuentes renovables.

Sin embargo, algo ha empezado a cambiar, sobre todo en el mercado geográfico que se había autoimpuesto unos ritmos de evolución más rápido; el europeo. El levantamiento de la prohibición total a partir del año 2035 de la producción de automóviles con motores de combustión interna ha sentado un precedente que relativiza toda asunción maximalista.

Un reciente informe de la agencia internacional de la energía muestra que las perspectivas de uso de combustibles fósiles se mantienen elevadas (de hecho, aumentan ligeramente frente a previsiones anteriores) durante un mínimo de dos o tres décadas. El consumo de petróleo y de gas natural seguirá aumentando, a nivel global y en términos absolutos, hasta 2050. Y entre las energías renovables será la solar la que experimente mayores crecimientos. La demanda de energía eléctrica a nivel global se multiplicará por dos en los próximos 25 años, con los vehículos eléctricos y los centros de datos como principales fuentes de crecimiento incremental.

En este contexto, el mantenimiento de los precios del petróleo en niveles no inferiores a 50 dólares por barril (que garantizan rentabilidades razonables en exploración y producción), parece altamente verosímil. Las compañías petroleras tradicionales, en especial las integradas, podrán participar de forma ordenada en el proceso de transición energética, y ofrecen una rentabilidad inicial por dividendo (por lo general superior al 5% a los precios actuales) que consideramos que pueden mantener. Incluso con precios muy bajos del petróleo (Total Energies estima en 30

dólares por barril el punto de equilibrio para su actividad de exploración y producción) pueden asegurar (los márgenes de refino y marketing siempre aumentan con precios bajos del petróleo) el mantenimiento de un beneficio razonable.

El sector eléctrico ha tenido un buen comportamiento bursátil en 2025, aunque ha habido diferencias en función de la regulación específica de cada mercado. El riesgo regulatorio siempre pesa sobre este sector, por lo que consideramos que la exposición a la imparable tendencia a la electrificación a través de proveedores de equipos de ingeniería (Schneider Electric o Siemens) es preferible estructuralmente.

### Expansión de la clase media-alta global

La globalización ha determinado un crecimiento muy pronunciado de la clase media a nivel global, y muy concretamente, un enriquecimiento relativo diferencial del segmento de la clase media-alta en todos los países. Definiendo la clase media-alta como aquella que cuenta con un patrimonio superior a 1 millón de dólares, podemos observar cómo ha aumentado desde poco más de 10 millones de personas a más de 60 millones en los últimos 25 años. Y, además, el crecimiento de la riqueza de este grupo ha sido muy superior al del conjunto de la población.

Este fenómeno ha sido especialmente marcado en el caso de los Estados Unidos. El 5% de los hogares con mayor ingreso medio han visto cómo su renta real se incrementaba un 75% en los últimos 25 años (triplicando el crecimiento medio del conjunto del país). Y en este segmento de población, cuya renta y patrimonio aumenta a un ritmo claramente superior al del conjunto de la población, es donde se concentra la práctica totalidad de las inversiones financieras (acciones y fondos de inversión).

El crecimiento de la clase media-alta global propicia la expansión del consumo de productos de lujo. Es en este sector (que incluye desde automóviles a joyas, pasando por moda o perfumes) donde la posición competitiva de las grandes compañías europeas es más fuerte

Tras dos años de transición (corrigiendo expansiones en algunos casos desmesuradas tras el *boom* poscovid) y en un contexto de recuperación económica en Estados Unidos y, poco a poco, nuevamente en China, 2026 podría marcar la vuelta a tasas de crecimiento positivas tanto en ventas como en beneficios en el conjunto del sector. Compañías como LVMH, Kering, Hermès, BMW, Mercedes (y con un público más amplio, también Inditex, L'Oréal, o Essilor Luxottica), podrían verse beneficiadas de la vuelta, a nivel global, a niveles de crecimiento iguales o superiores a los previstos en medida para el largo plazo.

### Normalización financiera

En 2025, en especial en Europa, se han consolidado definitivamente las bases para el retorno a un entorno financiero normalizado. Y los bancos cotizados lo han recibido con grandes revalorizaciones bursátiles, superiores al 80% en el agregado sectorial: el índice Euro Stoxx Banks.

Con tipos a corto plazo (euríbor a 1 año), en línea con la inflación, las condiciones para un retorno a la expansión crediticia son óptimas. Ningún proyecto de inversión empresarial razonable ni ninguna decisión de compra de vivienda por particulares tiene que verse frustrada en estos niveles de tipos de interés. Tipos lo suficientemente bajos como para que quien tiene que tomar prestado los pueda pagar y quien tenga que prestar obtenga una rentabilidad sobre el capital razonable. Por el contrario, con tipos al 0%, representativos de una absoluta incertidumbre y, sobre todo, desincentivadores de asunción de riesgo crediticio por parte de los bancos (que preferían retornos masivos del capital con recompras de acciones), por insuficiente rentabilidad sobre el capital invertido, la actividad crediticia estaba paralizada.

Con rentabilidades ROE claramente instaladas en el doble dígito (y sostenibles en niveles de entre el 15% y el 20% para aquellos bancos con un perfil de clientela de pasivo de base minorista, que permite captar depósitos y cuentas a coste muy próximo al 0%), la propensión de la banca a prestar (a un sector privado, por otra parte, muy poco endeudado, tanto a nivel de hogares como de empresas), se recuperará.

Sin aumento de volumen crediticio, la cotización a 10 veces beneficio que marca actualmente el mercado para la banca europea es la adecuada. Incorporando unas expectativas de crecimiento de crédito de dígito medio en términos nominales (igual o ligeramente superior a las previstas para la economía en general), podría cotizar, muy razonablemente, a múltiplos sobre beneficio de entre 12 y 14 veces.

El mercado, en 2026, una vez corregida la terrible infravaloración que presentaba el sector bancario europeo, centrará probablemente su atención en la capacidad de crecimiento, manteniendo tasas de rentabilidad, de los bancos. La recompra de acciones podría ser vista, a diferencia de lo que ocurría hasta ahora, de forma negativa, como una muestra de la incapacidad de un banco de aumentar su negocio al ritmo de la economía. Aquellos bancos, en especial minoristas (vía hipotecas a familias o préstamos a pymes y en el caso español, sin prisa, pero sin pausa, a la promoción inmobiliaria con bases sólidas), que muestren una capacidad de aumentar su actividad crediticia deberían ser recompensados por el mercado.

Conocemos ya la práctica totalidad de los resultados del tercer trimestre y todo apunta a que las previsiones que estimábamos más probables para el conjunto del año -de crecimientos de beneficio de un dígito medio- se cumplirán. Tras muchos años de inestabilidad económica y bursátil tenemos, por fin, un año normal, en el que el crecimiento de los beneficios no difiere sustancialmente del crecimiento nominal de la economía.

La estabilización de la inflación en niveles comprendidos entre el 2% y el 3% ha permitido también asentar una curva de tipos de interés con rentabilidades reales próximas al 0% en el corto plazo y marginalmente superiores al 1% en el largo en Europa. En Estados Unidos, la Fed ha iniciado una bajada de tipos que, muy probablemente, en el espacio de medio año, dejará en niveles próximos

al 3% en el corto plazo y al 4% en el largo; una rentabilidad real de entre un 1% y un 2% a lo largo de la curva.

Beneficios que crecen como la economía nominal a nivel global y tipos reales marginalmente positivos son factores que contribuyen al atractivo de la inversión en bolsa, siempre que los precios que se exijan no sean excepcionalmente altos. Los múltiplos PER a los que cotizan los principales índices bursátiles pueden parecer elevados si los comparamos con su media histórica, pero en esa media histórica las rentabilidades, tanto nominales como reales, de los bonos eran muy superiores y el *mix* sectorial incluía mucho más peso en compañías industriales y de consumo de productos, con rentabilidades sobre el capital invertido muy inferiores a las que obtienen los sectores de servicios y tecnología que han ganado peso en los índices.

Ajustando las tasas de descuento por los menores tipos de interés y las expectativas de crecimiento y distribución de dividendos por mayor ROE, debida al cambio de *mix* sectorial, la bolsa ofrece, a los precios actuales, unas expectativas de TIR a largo plazo que duplican las de la renta fija en términos nominales y la triplican o cuadruplican en términos reales. Nada sustancialmente distinto de lo que ha sucedido históricamente.

En resumen, si no hay cambios sustanciales en el escenario de tipos de interés y el beneficio empresarial consolida crecimientos similares al general de la economía global, la bolsa sigue siendo una inversión atractiva.

Hemos mantenido sin cambios nuestra cartera de inversiones, compuesta por 22 compañías que consideramos bien situadas para aprovechar el crecimiento que se verá impulsado por la progresiva digitalización (ASML, Infineon, SAP y Siemens), la transición energética (Total, Repsol, Air Liquide y Schneider), la expansión de la clase media-alta (Airbus, Mercedes, BMW, Hermès, LVMH, Essilor Luxottica, Inditex y L'Oréal) y la normalización de tipos en Europa (BNP, Santander, Unicredit, Intesa, Caixa Bank y Nordea).

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 29/01/2026 y ABANTE ASESORES no asume compromiso alguno de actualización o revisión de su contenido.



@abanteasesores



Abante Asesores



Abante Asesores



@abanteasesores



Abante Asesores