

Josep Prats

AGF – Abante European Quality Fund

Estimados inversores,

El mercado bursátil parecía recuperar cierta tranquilidad en el período vacacional. En la segunda quincena de julio y la primera de agosto. De la mano de una mínima caída de la inflación en Estados Unidos, veíamos un ligero retroceso de los tipos de interés y una leve revalorización de los principales índices bursátiles. Terminadas las vacaciones, se ha confirmado que las paradas “técnicas” en el gasoducto Nord Stream no eran más que amenazas de Rusia contra los europeos por su apoyo a Ucrania. Las expectativas de un retroceso rápido de la inflación imputable a los combustibles y de un invierno sin cortes energéticos que puedan llevar a una marcada caída de la actividad económica se han desvanecido. Los tipos de interés han repuntado un 1% en prácticamente todos los plazos en apenas un mes. Y la confirmación de una voluntad decidida, por parte de los bancos centrales, de emplear la política de tipos como arma contra la inflación, ha llevado en la eurozona a situar el euríbor a 12 meses por encima del 2%, el nivel más alto de la última década.

Inflación, tipos de interés y crisis del gas son las tres grandes cuestiones, íntimamente interrelacionadas, que preocupan a los mercados.

Inflación

El pasado 1 de septiembre se colocó en mercado primario una emisión de bonos indexados a inflación del Tesoro español, ligados a la inflación de la zona euro, con vencimiento en noviembre de 2023 (11 años y 2 meses). El tipo al que se colocaron fue el 0,6% (pagarán un 0,6% anualmente más la inflación). Si comparamos este rendimiento con el que el mismo día ofreció la emisión de bonos a 10 años normales, sin indexar (2,8%), vemos que el diferencial es del 2,2%. En realidad, la comparación más correcta sería si tomáramos un bono normal a 11 años y 2 meses en lugar de a 10 (que tendría una rentabilidad de aproximadamente el 2,9%), lo que implicaría que la inflación cotizada para la zona euro, en media, para los próximos 11 años, es del 2,3% (2,9%-0,6%). Esto equivale, por ejemplo, a una inflación acumulada del 8% en los próximos 24 meses (4% anual en media en los próximos dos años, cercana al 5% en 2023 y al 3% en 2024), y del 2% anual en los nueve años siguientes hasta completar los 11 años.

Si el mercado pensara de verdad, poniendo el dinero en ello, que la inflación va a ser a partir de ahora muy alta durante muchos años, los bonos ligados a inflación no ofrecerían esa rentabilidad. El que piense que la inflación, en la próxima década va a ser claramente superior al 2% haría bien en comprar ahora esos bonos ligados a inflación, pero el mercado, hoy, asume que la inflación alta será pasajera y que pronto volveremos a la normalidad del 2%.

Tipos de interés

El euríbor a 12 meses cotizaba el 9 de septiembre al 2%. Ello implica que el mercado asume que los tipos de interés del Banco Central Europeo estarán, en media en los próximos 12 meses, pagando algo cercano a ese tipo (en teoría algo marginalmente inferior, porque el euríbor es el precio al que se prestan los bancos entre sí como alternativa a tener depositado el dinero en el BCE). Asumamos que, como mínimo, el mercado asume que en los próximos 12 meses los tipos del BCE estarán en media en el 2%. Ello podría conseguirse, por ejemplo, con un calendario de revisiones al alza del tipo de depósito del BCE hasta alcanzar en marzo de 2023 un máximo del 2,50%, manteniéndolo en dichos niveles hasta septiembre de ese mismo año.

A finales de 2023, y ante la evidencia de una inflación más controlada, podría producirse, de forma progresiva, una caída de los tipos de depósito hasta estabilizarse en niveles marginalmente inferiores al 2%.

Este calendario equivaldría a lo que el euríbor a 12 meses cotiza hoy. Es decir, que las subidas de tipos en los próximos 12 meses se detendrán en niveles solo marginalmente superiores al objetivo de inflación del 2%. Ello no quiere decir que, a más largo plazo, ese 2% (o el 2,50% que implica la actual cotización del euríbor como punto más alto en los próximos 12 meses), sea el que vaya a ser normal en el medio plazo. Últimamente, varios miembros del BCE hablan del “tipo de interés neutral” (aquel que debería existir si todo fuera normal, es decir, si la inflación estuviera próxima al 2% objetivo, y no se quisiera ni calentar ni enfriar la economía artificialmente con la política de tipos). No hay ninguna definición de cuál sea este tipo, aunque hay varios informes del servicio de estudios del BCE que hacen mil cálculos con distintas metodologías que, sin llegar a una conclusión clara, sitúan este tipo de interés neutral en uno muy próximo a la rentabilidad cero en términos reales, es decir, al 2% nominal si la inflación que se consolida es de ese 2%.

Solo un miembro destacado del BCE, el gobernador del Banco de Francia, Villeroy de Galhau, ha sido algo explícito en este sentido y ha dicho que, en su opinión, las conclusiones de los expertos sitúan el tipo de interés neutral en un rango de entre el 0% y el -1% real, es decir entre el 1% y el 2% nominal. Si tomamos el punto medio de ese rango (el 1,5% nominal, o -0,5% real para una inflación del 2%), podríamos hacer una asunción de “dónde estará el euríbor en el largo plazo”. El mismo Villeroy de Galhau, ha dicho recientemente que espera que se alcance el tipo neutral antes de final del año 2022 (lo que coincidiría con el calendario de subidas de tipos que tenemos, más o menos).

En resumen, los tipos del BCE podrían subir desde el 0,75% actual al 2,50% de ahora a marzo de 2023, para permanecer en esos niveles hasta septiembre de 2023. A partir de entonces, y en la medida en que se vea que la inflación ya se va normalizando, podrían empezar un ligero goteo a la baja, hasta dejarlos, en el espacio de uno o dos años adicionales, cuando el 2% de inflación esté consolidado, en niveles próximos al 1,5%. Esto nos asegura un euríbor en niveles muy próximos al 2% desde hoy hasta finales de 2024, y una expectativa de que se ancle en niveles próximos al 1,5% en adelante.

Si eso se cumpliera, si los tipos cortos no excedieran muy notablemente el 2% en los dos próximos años, y no fueran muy superiores al 1,5% en los siguientes, los largos podrían quedarse en un máximo del 2,5% en Alemania, del orden del 3,25% en España y de no más del 4% en Italia.

Crisis del gas

Un informe del Fondo Monetario Internacional, publicado en julio de 2022, intenta cuantificar las consecuencias de la eventual interrupción del suministro de gas de Rusia a Europa. En el mismo mes, publicó, asimismo, un informe específico sobre dichas consecuencias en la gran economía europea más potencialmente afectada, la alemana.

El fin del suministro del gas ruso puede ser paliado parcialmente por varias medidas

- a) Mayor importación vía otros gaseoductos (Argelia-Italia-España, Noruega-Holanda...)
- b) Importación de gas natural licuado en barcos (limitado por la infraestructura de regasificación, que se está ampliando pero que solo a un año o dos años vista podría tener aumento de capacidad relevante, en especial en Alemania, aunque en diciembre de 2022 ya habrá la primera nueva instalación disponible)
- c) Sustitución del gas natural como combustible para generación de energía eléctrica por otros combustibles (confirmado el alargamiento de vida útil de 2 de las 3 centrales nucleares alemanas todavía existentes, que producen cerca de un 5% de la energía eléctrica, y mayor uso de las centrales de carbón existentes y prolongación de vida de algunas que se iban a cerrar)
- d) Limitaciones al consumo (pueden ser obligatorias en dependencias de la administración, como despachos de funcionarios, y en principio solo opcionales, fiándolo a la buena voluntad de los ciudadanos en particulares, siendo más controvertido y difícil su control en caso de negocios abiertos al público o empresas privadas)
- e) Aumento de inventarios, que pueden paliar solo coyunturalmente la escasez (por ejemplo, en Alemania, llenar al 100% los depósitos de reserva de gas equivalen a algo más del 25% de su consumo anual, o al consumo total de los dos meses más fríos de invierno)

Todos los estudios asumen que los recortes eventuales de gas no serán aplicados a las viviendas particulares (algo muy impopular), aunque creen que la combinación de precios altos, con mayor concienciación (al estilo de lo que hicieron los japoneses tras Fukushima, consumiendo mucha menos electricidad por “conciencia de necesidad nacional”), podría reducir algo el consumo.

En el caso más extremo de una gran economía afectada, la alemana, y asumiendo que los particulares no reducen nada su consumo, el resto de los actores económicos deberían reducir su consumo de gas en un 15%. Si los hogares reducen algo su consumo, la reducción necesaria en el resto de los consumidores sería inferior. Y algunos de ellos, sobre todo los del sector público, podrían ser forzados a reducciones obligatorias. A título de ejemplo, el consumo de gas para calefacción se reduce un 10% si la temperatura que se quiere obtener es 2 grados inferior.

Italia se vería afectada en una medida similar a Alemania (del orden del 15%), y tres países centroeuropeos (Chequia, Eslovaquia y Hungría) estarían muy afectados (hasta un 40% de reducción de consumo) y necesitarían claramente transferencia de recursos energéticos por parte del resto de socios.

A nivel agregado europeo, la reducción necesaria de consumo sería de solo el 7% (el resto de los países, excepto Alemania, Italia, Chequia, Eslovaquia y Hungría no tendrían que aplicar, individualmente restricciones, podrían superar el corte ruso con otras energías, gas licuado o reduciendo reservas de gas). En la medida en que hubiera solidaridad energética (voluntaria o forzada o incentivada por la UE), la reducción potencial en Alemania, Italia y los centroeuropeos, gracias a la cesión de energía por parte del resto sería más limitada.

La contracción estimada del PIB atribuible a la falta absoluta de gas ruso (lo que caería con respecto a la previsión de que todo fuera normal), varía de forma notable según las hipótesis aceptadas en diferentes estudios, y ofrece un margen muy alto en las economías nacionales más afectadas. Pero, en general (no incluyendo las hipótesis más extremas, tanto favorables como desfavorables), podríamos estar hablando de niveles comprendidos en un rango de entre el 1% y el 2% para el conjunto de la eurozona, de entre el 1,5% y un 2,5% en Alemania, y entre un 2% y un 3% en Italia. Este impacto sería coherente con las estimaciones de crecimiento real del PIB de la eurozona que el servicio de estudios del BCE ha situado en un rango comprendido entre un mínimo del -0,9% y un máximo del +0,9%, frente a las previsiones de crecimiento que se situaban alrededor del 2% antes de la guerra en Ucrania.

Si las predicciones en materia de tipos, implícitas en los actuales precios de mercado del euríbor y de los bonos ligados a inflación se cumplen, y el potencial impacto en la economía de un completo corte de suministro de gas ruso a Europa no es peor que el contemplado en los escenarios más negativos de los análisis del FMI y del BCE, el atractivo de la inversión bursátil, en especial en la eurozona, sería elevado. El diferencial entre la rentabilidad inicial por dividendo del Euro Stoxx 50 y la rentabilidad real cotizada a largo plazo por los bonos soberanos, se sitúa en niveles muy superiores a su media histórica. La economía europea, y los beneficios de sus empresas, pueden sobrellevar, sin grandísimos traumas, un corte completo del suministro del gas ruso. Perjudicaría la actividad en algunos sectores durante un invierno. Costaría dinero, pero nos lo podríamos permitir. Lo que es más difícil de cuantificar es la percepción indefinida de riesgo que implica tener a Rusia y Ucrania en guerra, lanzando bombas desde y hacia la mayor central nuclear del continente. El anuncio, que no sabemos si tardará semanas, meses o trimestres, de un alto el fuego, cuando se produzca, eliminaría ese riesgo indefinido. Y, aunque incuantificable a priori, el efecto benéfico que tendría sobre las cotizaciones bursátiles serían, sin duda, de doble dígito porcentual en un cortísimo plazo.

A 12 de septiembre de 2022 el Euro Stoxx 50 acumula una caída bursátil del 15,3% desde inicios de año. El retroceso en el valor liquidativo de Abante European Quality ha sido del 16,8% en el mismo período. No hemos realizado, en los dos últimos meses, cambios en nuestra cartera

equiponderada de 23 valores (ASML, SAP, Infineon, STMicroelectronics, Air Liquide, Linde, Schneider, Kone, LVMH, Hermès, Kering, Essilor, L'Oréal, Adidas, Inditex, BMW, Mercedes, BNP, Société Générale, Intesa, Unicredit, ING y AXA).

Muchas gracias por su confianza, que espero sea correspondida con una recuperación notable de la rentabilidad del fondo en este ejercicio.

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 12/09/2022 y ABANTE ASESORES no asume compromiso alguno de actualización o revisión de su contenido



@abanteasesores



Abante Asesores



Abante Asesores



@abanteasesores



Abante Asesores