

Notas del mes Enero de 2019

Excesiva percepción de riesgo en la bolsa europea

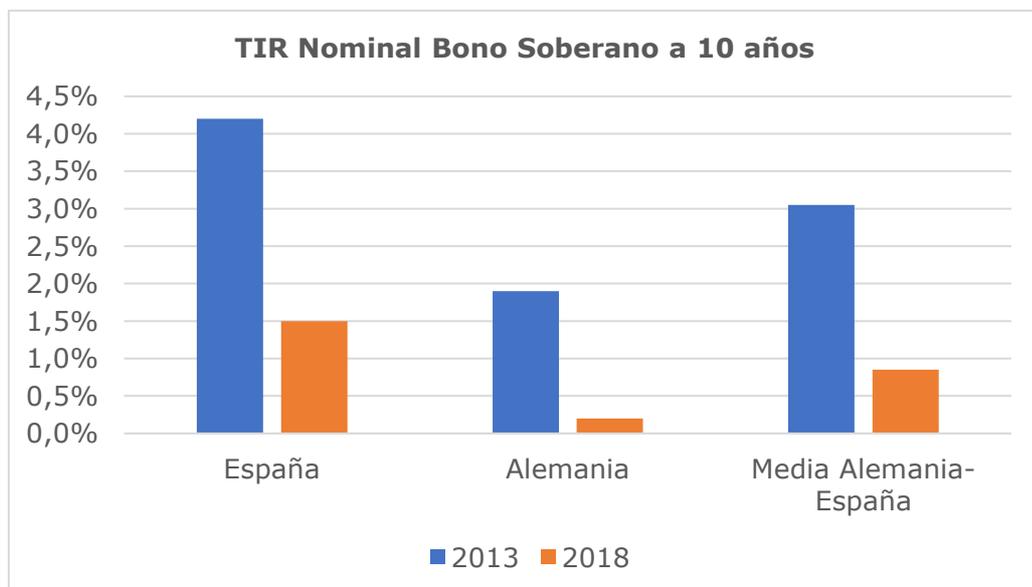
Dicen que la inversión bursátil tiene que ser analizada desde una perspectiva de largo plazo. Para un gestor, el largo plazo empieza a partir de los 10 años. Para el inversor, los plazos superiores a un año, en especial si la rentabilidad obtenida ha sido negativa, empiezan a hacerse ya algo largos.

Por establecer un consenso entre ambas visiones, en el mercado suele aceptarse como largo plazo cualquiera que exceda un nivel intermedio entre ambas perspectivas: cinco años, por ejemplo.

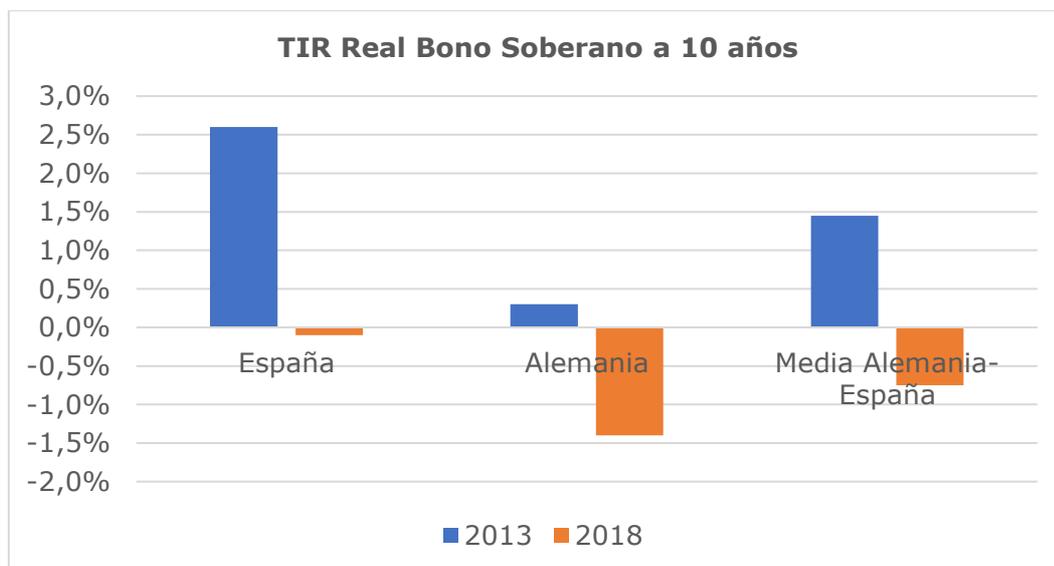
Veamos qué ha sucedido en los mercados financieros de la eurozona en los últimos cinco años.

- A) Los tipos de interés pagados por los bonos soberanos a 10 años, que son considerados "tasa libre de riesgo" para cualquier análisis bursátil, eran los siguientes en diciembre de 2013: Alemania: 1,9%, España: 4,2%.

En diciembre de 2018 son notablemente inferiores (Alemania 0,2%, España 1,5%). Dicho en otras palabras, el inversor que no quisiera asumir riesgos tenía garantizada una rentabilidad del orden de 2 puntos porcentuales superior a la que puede obtener hoy.

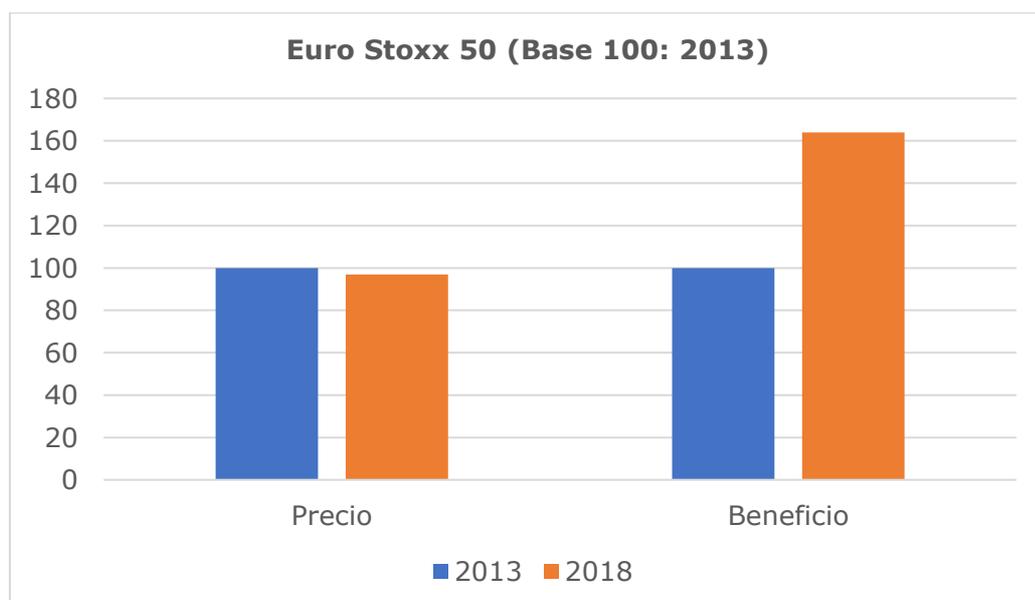


Si tomamos como referencia los bonos ligados a inflación, hemos pasado de poder obtener rentabilidades reales positivas a negativas.



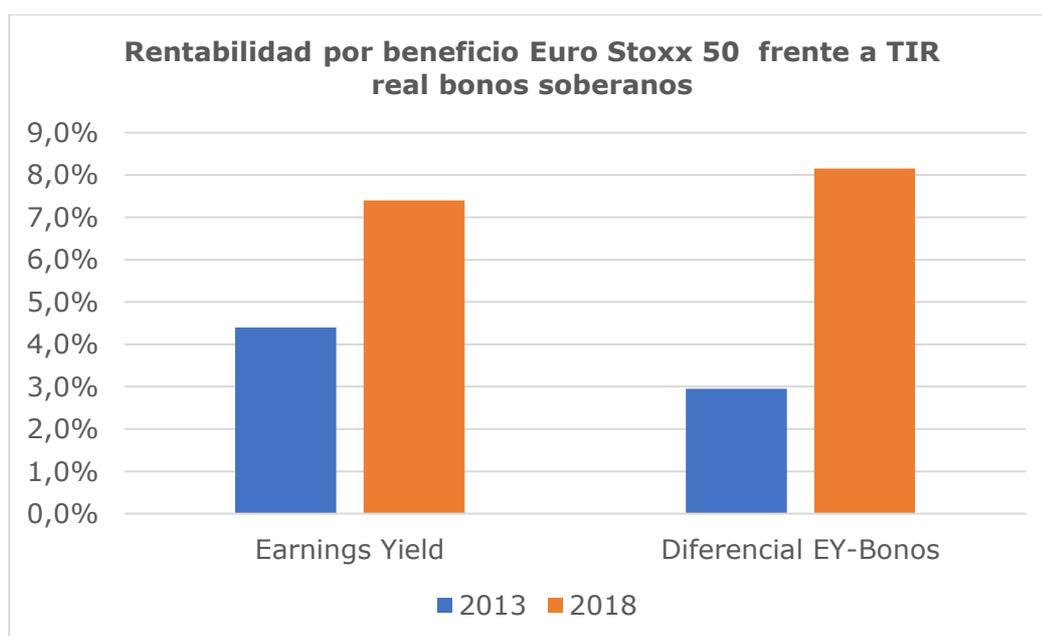
Invertir sin asumir riesgo bursátil ofrecía rentabilidades reales positivas, tanto en el mercado alemán como en el español, hace cinco años. Y hoy no. **La renta fija pagaba hace cinco años, en media, un 2% más en términos reales que hoy.**

- B) **La bolsa cotiza a niveles inferiores hoy**, en términos absolutos, en puntos de índice, **que hace cinco años**. Concretamente, el índice Euro Stoxx 50 marcaba un cierre anual en 2013 de 3.109 puntos, un 3% superior al cierre de 3.001 puntos del ejercicio 2018. **Los beneficios de las empresas han aumentado** de forma notable **en los últimos cinco años**. **El beneficio**, medido en puntos de índice del Euro Stoxx 50 (ponderando por capitalización bursátil las 50 compañías que lo componen) se ha incrementado en **un 64%** (un 10,4% anual compuesto), desde 136 hasta 223 puntos.



- C) El diferencial de rentabilidad inicial por beneficio (earnings yield o inversa del PER) del Euro Stoxx 50 y la rentabilidad real del bono soberano (tomando como referencia la media entre los bonos a 10 años alemán y español), un buen indicativo de la prima de riesgo bursátil, se ha incrementado de forma notabilísima.

El *earnings yield ratio* del Euro Stoxx 50 ha aumentado desde el 4,4% en 2013 hasta el 7,4% en 2018 (o, visto de otra forma, el Per ha bajado de 23 a 13 veces). Por el contrario, la rentabilidad real de los bonos (media entre el español y el alemán) ha descendido desde el 1,5% hasta el -0,8% en el mismo período. Así, el diferencial entre ambas magnitudes aumenta desde el 3% (4,4% menos 1,4%) en 2013 hasta el 8,2% en 2018 (7,4% menos -0,6%).



La bolsa ofrece una rentabilidad por beneficio más de 5 puntos reales superior a la del bono soberano en 2018 respecto a la que ofrecía en 2013.

En 5 años los tipos han bajado hasta mínimos históricos, los beneficios han aumentado más de 60% y los precios bursátiles están por debajo. El factor de cuadro de estos tres elementos (precios, tipos y beneficios) es conocido en el mercado como prima de riesgo. Y esta, en el caso de la bolsa de la eurozona se ha casi triplicado: desde 3 hasta más de 8 puntos reales.

Realmente, ¿tanto han aumentado los riesgos de las compañías cotizadas de la eurozona? ¿No había más dudas sobre el Euro hace cinco años que hoy, cuando los presupuestos nacionales de los países periféricos, como España, han vuelto a cierto equilibrio? ¿No es una evidencia que la economía mundial ha incorporado decenas de millones de nuevos consumidores en este período? ¿No están los balances de los bancos más saneados después de un largo período de contención de préstamos y ampliaciones de capital?

Sí, están Trump, Salvini, May, Jinping... Hace cinco años había otros personajes políticos en primera línea y, dentro de cinco, otros habrá. Pero, decididamente, el castigo bursátil reciente a llevado a unas valoraciones anormalmente bajas. Al final, la realidad se impone, y a mayores beneficios y dividendos, terminan por seguir mayores precios.

1962 Capital SICAV

En el mes de diciembre las bolsas acentuaron el marcado comportamiento negativo que habían iniciado en octubre, con caídas pronunciadas y generalizadas en los principales índices bursátiles, que llevaron a cerrar el ejercicio en negativo, por vez primera desde la crisis de 2008, en la bolsa americana.

El Euro Stoxx 50 cedió un 5,4%, acumulando una rentabilidad negativa desde inicios de año del 14,3%. El valor liquidativo de 1962 Capital SICAV retrocedió un 10,2% en el mes, acumulando una rentabilidad negativa en 2018 del 22,7%. El gran peso del sector bancario en nuestra cartera (un 45% del patrimonio), unido al elevado nivel de inversión (del 120%) son los factores determinantes del resultado diferencial negativo. Desde su nacimiento, en junio de 2012, la SICAV acumula una rentabilidad positiva del 104%, frente al 36% del Euro Stoxx 50.

La inestabilidad política en Europa (con las cuentas públicas italianas y el Brexit como principales focos de preocupación) sigue pesando de forma determinante en la percepción de riesgo. Aunque, finalmente, Italia terminó aprobando unas cuentas que reducían el objetivo de déficit para 2019 al 2%, en línea con los requerimientos de Bruselas, las dudas sobre el nivel de compromiso de un gobierno con permanente voluntad de polémica y discurso euroescéptico siguen pesando sobre la cotización del bono italiano. Su prima de riesgo ya no supera los 300 puntos básicos, pero permanece todavía en niveles superiores a los 250, no explicables por la diferencia de rating (entre un BBB y un AAA los diferenciales no suelen superar los 150 puntos básicos), recogiendo todavía cierta probabilidad, no despreciable, de ruptura del euro. Aunque el Reino Unido no forma parte de la eurozona, hace dos años, cuando se conoció el resultado del referéndum que determinaba la salida del país de la Unión Europea, los mercados bursátiles de la zona euro fueron los más afectados. Las dudas sobre el futuro de la Unión Europea pesan sobre el mercado de bonos soberanos y, por extensión, sobre la cotización de los valores bancarios.

Hace dos años y medio, antes del referéndum del Brexit, el índice Euro Stoxx Banks cotizaba en niveles de 140 puntos. Tras la decisión de los electores británicos de optar por la salida de la Unión Europea, se produjo una fortísima corrección bursátil, que llevó dicho índice hasta niveles de 80 puntos. Las expectativas de una salida ordenada del Reino Unido, con dos años por delante para negociar los términos, fueron suavizando la reacción inicial, de tal forma que, a principios de 2018, el índice bancario recuperaba los 140 puntos de cotización previos al referéndum. A medida que se acerca el vencimiento del plazo para un acuerdo y no está claro que finalmente el parlamento británico lo apruebe, los profetas del caos vuelven a ser escuchados, y la percepción de riesgo vuelve a incrementarse, hasta llevar la cotización del índice bancario a 85 puntos, solo marginalmente por encima de los niveles mínimos alcanzados tras conocer el resultado del referéndum.

Las fuertes caídas de precios en la banca de la eurozona (en media un 35% en 2018) han sido el factor determinante para el peor comportamiento bursátil de la bolsa europea frente a la americana, y la razón por la que nuestra Sicav ha tenido una rentabilidad inferior a la del mercado.

En este contexto, la corrección de cotizaciones en la bolsa americana, hasta cierto punto normal tras muchos años de fuertes revalorizaciones, ha sido un factor adicional relevante para acentuar el clima de pesimismo en las bolsas europeas. La posible escalada en la tensión entre China y Estados Unidos en nada contribuiría a la buena marcha, que con los datos de crecimiento es evidente, de la economía global. No está en el interés de ninguno de estos dos grandes países que el comercio mundial colapse. Y, por ello, no sucederá. Antes de final de febrero de 2019, en el plazo que

se han marcado para una nueva negociación sobre intercambios comerciales, aranceles y regulación protectora de propiedad intelectual, China y Estados Unidos llegarán a un acuerdo, y cuando ello sea evidente (los primeros días de enero de 2019 parece que, en cierta medida los mercados ya lo están recogiendo), las predicciones de una inminente recesión perderán credibilidad.

En resumen: ni el euro se romperá, porque en materia presupuestaria Italia, aunque a regañadientes, obedece, ni el Reino Unido quedará económicamente aislado de Europa (probablemente la solución sea una nueva prórroga, que sustituya a la prórroga que en realidad suponía el acuerdo propuesto...). Tampoco dejarán de circular mercancías entre China y Estados Unidos, y la cadena global de producción y distribución seguirá funcionando, añadiendo año tras año decenas de millones de nuevos consumidores.

Los beneficios de las compañías seguirán creciendo de forma agregada, aunque evidentemente, no lo harán de forma homogénea entre sectores ni dentro del mismo sector. Nada indica una inminente recesión, y si el ritmo de crecimiento global se redujera uno o dos puntos (si el mundo en vez de crecer al 4% real lo hiciera al 3% o al 2%), tras años de fuerte actividad, no se produciría ningún colapso generalizado en los resultados empresariales. Tras años de desendeudamiento del sector privado y empresarial, con la morosidad controlada en un entorno de tipos estructuralmente bajos, y con los balances bancarios capitalizados y saneados, no hay riesgo de una crisis financiera.

Comprar bolsa es convertirse en propietario de empresas y participar de sus beneficios. Si las empresas que compramos tienen beneficios y es previsible que los aumenten en el futuro, y el precio que pagamos por ellas es razonable, debemos estar tranquilos. Una acción no es un boleto de lotería, ni un gráfico que se está actualizado permanentemente en una pantalla. Es un título de propiedad que nos da derecho a recibir, vía dividendo, la parte de beneficio que la empresa de la que somos propietarios no necesita retener para reinvertir y obtener en el futuro más beneficios que permitan distribuir más dividendos.

Nuestra SICAV es una cartera de acciones de empresas. Invirtiendo en la SICAV somos propietarios, en este momento, de 25 buenas empresas, líderes en sus sectores en los mercados en los que operan. Son empresas con muchas décadas de actividad, la mayoría de ellas, más de un siglo a sus espaldas. Han visto pasar muchos gobiernos, muchas discusiones de políticos, muchas alzas y bajas bursátiles, muchas oscilaciones de tipos de interés o de cambio, muchos cambios tecnológicos, y hasta alguna guerra.

Safran es uno de los tres líderes mundiales de fabricación de motores para aviación. *Airbus* comparte con *Boeing* el duopolio en la producción de aviones. *Siemens* es una de las tres principales ingenierías del mundo. *Air Liquide* es el líder global en gases licuados, y *BASF* lo es en química básica. *Bayer*, tras la adquisición de *Monsanto*, lidera el mercado global de productos químicos para la agricultura. *Sanofi* es la principal farmacéutica de la zona euro. *SAP* es el líder mundial en software empresarial, *LVMH* lo es en artículos de lujo y *L'Oréal* en perfumes y cosméticos. *AB Inbev* es la principal cervecera del mundo. *Inditex* el líder global en moda textil. *BMW* y *Daimler* son los líderes mundiales en el mercado de automóviles de gama alta. *Telefónica* es una de las cuatro mayores compañías de telecomunicaciones en Europa y la mayor en Iberoamérica. *Deutsche Post* es líder mundial en paquetería. *Allianz* y *AXA* son las dos principales compañías de seguros de la zona euro. *BNP*, *Société Générale* y *Crédit Agricole*, son los tres principales bancos franceses, *ING* el primer banco holandés. *Commerzbank* el segundo banco alemán. *Intesa* y *Unicredit* los dos principales bancos de Italia.

Somos propietarios de 25 grandes y buenas compañías, que obtienen beneficios y distribuyen dividendos. A los precios actuales, los dividendos que pagaron el año anterior aportan una rentabilidad por dividendo media del 4,7%. Y el precio al que cotizan supone, en media, menos de 11 veces el beneficio obtenido en los últimos doce meses. Sus precios en el mercado bursátil oscilan, evidentemente, y esa volatilidad les confiere, en terminología financiera, la denominación de activos de riesgo. Para el que no quiere asumir el riesgo así definido, para el que no quiere tanta volatilidad, hay activos como la deuda pública que, con toda seguridad, nos ofrece rendimientos nominales negativos a corto plazo, y reales negativos a largo plazo. 2018 no es un año para olvidar. Es un año para recordar, para recordar dentro de algunos años cuando, analizando en retrospectiva la rentabilidad a largo plazo que nos habrá ofrecido la inversión en bolsa, nos haga evidente que, si se ha podido obtener, es precisamente por haber hecho posible que el plazo fuera largo.

Hace seis años y medio nació la SICAV. 100 euros invertidos en la SICAV en junio de 2012 se han convertido en 204 euros, una tasa anualizada de rentabilidad del 11,6%. En el mismo período la revalorización anualizada del Euro Stoxx 50 ha sido del 4,8%. Hasta este año, todos los años la rentabilidad de la SICAV había sido positiva y superior a la obtenida por el índice. Este año la rentabilidad ha sido negativa e inferior a la del índice. El resultado de este año ha sido malo porque nuestra principal opción de inversión, la banca, ha sufrido un castigo bursátil diferencial muy marcado que, en nuestra opinión, no tiene justificación. La banca no está obteniendo todavía un resultado normal (lo obtendrá cuando se recupere cierta normalidad en tipos de interés, cuanto el Euribor esté en positivo, en niveles cercanos a la inflación). Pero incluso con el bajo resultado actual, el precio al que cotizan es absurdamente bajo, que solo podría llegar a justificarse ante hipótesis de una nueva crisis financiera, de un gran repunte de morosidad, de unas ingentes necesidades de ampliación de capital que no se van a dar.

En el momento de escribir esta carta han transcurrido ya las primeras sesiones del nuevo año. El pánico de fin de año parece haberse atenuado. La SICAV acumula, a cierre de ayer, una rentabilidad positiva del 4,3%, dos puntos por encima del Euro Stoxx 50. Tarde o temprano, la realidad se impone. Y si las empresas que tenemos en cartera siguen ganando el dinero que ganan (o, previsiblemente, algo más), el precio que el mercado estará dispuesto a pagar por ellas ha de ser muy superior. Lo suficiente como para que, en 2019, podamos recuperar el terreno perdido en 2018 y seguir avanzando.

Muchas gracias por su confianza,

Ofelia Marín-Lozano
Consejera Delegada
1962 Capital SICAV, S.A.

	1962 Capital	Euro Stoxx 50
Último precio (10/1/2019)	5,85	3.076
Revalorización 2019	4,3%	2,5%
Revalorización 2018	-22,7%	-14,3%
Revalorización 2017	10,9%	6,5%
Revalorización 2016	5,5%	0,7%
Revalorización 2015	7,5%	3,9%
Revalorización 2014	3,6%	1,2%
Revalorización 2013	34,9%	18,0%
Revalorización 30/6/12 hasta 31/12/12	44,4%	16,4%
Desde inicio (30/6/12 hasta 10/1/19)	104%	36%