

Carta del gestor

Estimados inversores,

En febrero de 2020 el Reino Unido salía de la Unión Europea y la pandemia del COVID-19 ponía a la economía mundial en un trance insólito en el último siglo. La parálisis total de amplios sectores de actividad determinó la necesidad de que los gobiernos afrontaran medidas de apoyo a la economía -de gasto público dirigido a no dejar sin ingresos mínimos a una gran parte de la población- sin precedentes. En este contexto, la Unión Europea rompió uno de sus grandes tabúes: la imposibilidad de emitir deuda pública garantizada solidariamente por todos los estados miembros.

Transcurrido ya más de un año y medio desde el inicio de la pandemia, la actividad económica ha recuperado en gran medida la normalidad. Las restricciones a la movilidad han prácticamente desaparecido y una buena parte de las industrias (y algunos países) empiezan a recuperar niveles de ingresos próximos a los previos a la aparición del virus.

Las recientes elecciones alemanas y las presidenciales francesas de la próxima primavera, determinarán quiénes serán, en la práctica (en teoría ya sabemos que son la señora Von der Leyen y el señor Michel), los dos grandes dirigentes de la Unión Europea hasta 2025.

En Alemania ya conocemos el resultado, aunque no el nombre del nuevo canciller. Todo parece indicar, sin embargo, que el actual vicecanciller y ministro de economía, el socialdemócrata Scholz, en coalición con liberales y verdes, sustituirá al frente del gobierno alemán a Angela Merkel, la indiscutible líder de la eurozona prácticamente desde su creación. El acceso al poder, en un gobierno de coalición, de los ecologistas en Alemania acelerará, sin duda, la agenda europea de avance en la transición energética y lucha contra el cambio climático. Los eurobonos, permitidos solo en circunstancias excepcionales como las derivadas de la pandemia, han sido algo excepcional. Pero esta excepción podría extenderse para inversiones ecológicas.

En Francia, de acuerdo con las encuestas, el resultado más probable es la renovación del mandato de Macron. A su izquierda, los previsibles candidatos (la socialista Hidalgo, el ecologista Jadot y el populista Mélenchon) no parecen superar el umbral del 15% de



intención de voto, lejos del mínimo del 20% que suele ser necesario para pasar a una segunda vuelta. A su derecha, el panorama de división es también amplio: los partidos de centroderecha no han decidido su candidato y en la extrema derecha Marine Le Pen podría ver cómo su base de votantes se ve mermada por un posible nuevo actor, el polemista Zemmour. Parece claro que Macron pasará a la segunda vuelta. Si su contrincante es cualquiera de los candidatos de izquierda o de extrema derecha su reelección está asegurada. Si pasara a la segunda vuelta un candidato de centroderecha (el centrista Barnier, o el derechista Bertrand), la lucha por la presidencia de la República estaría más reñida.

La crisis financiera global de 2008, la crisis de deuda pública europea de 2011, el Brexit y la pandemia, han mantenido en permanente tensión la confianza sobre la viabilidad de la eurozona. La política de bajada de tipos y compra de activos implantada en el BCE por Draghi y consentida por Merkel (a pesar de las críticas internas, en ocasiones del propio Bundesbank) ha permitido superar los episodios más críticos y poder decir que, definitivamente, el *"whatever it takes"* del actual primer ministro italiano ha tenido éxito.

Alemania y Francia seguirán dirigidas por políticos de fuerzas moderadas y claramente europeístas. El euro está para quedarse. Es ya, indiscutiblemente, la moneda europea. Porque, tras el Brexit, la Unión Europea es, básicamente, la eurozona.

La eurozona incluye al 77% de la población de la Unión Europea y representa el 85% de su PIB. Fuera de la eurozona quedan 8 países que podríamos encuadrar en cuatro grandes grupos:

- a) Los dos escandinavos, Suecia y Dinamarca, con un nivel de desarrollo económico y riqueza per cápita superior a los de la Unión Europa en su conjunto, que han decidido mantener sus propias divisas (las coronas).
- b) Dos pequeños países, Croacia y Chequia, que ya han alcanzado un grado de desarrollo económico similar al de la media de la Unión (y superior al de alguno de los actuales miembros de la eurozona), que probablemente se incorporen en breve a la zona euro.
- c) Los dos países más pobres de la Unión, de tamaño medio, Rumanía y Bulgaria, cuya voluntad de incorporación futura a la eurozona es indudable, aunque esta se pueda dilatar bastantes años en el tiempo, hasta que tengan unos estándares de renta per cápita y nivel de desarrollo económico más acordes con la media de la Unión.



d) Y dos países de tamaño medio (Hungría) y grande (Polonia), con un nivel de desarrollo económico solo ligeramente inferior al de los países menos ricos de la eurozona, pero con gobiernos poco dispuestos a la cesión de soberanía en favor de la Unión, cuya incorporación a la unión monetaria no dependerá tanto de la evolución de sus magnitudes financieras como de la convicción de que, realmente, quieren formar parte de un proyecto económico y político común.

Las disensiones entre algunos de estos países, como Hungría y, en especial, en las últimas semanas, Polonia, con Bruselas, han resucitado los fantasmas sobre la posibilidad de que la salida de la Unión por parte del Reino Unido no sea la última. El fantasma del “Polexit” es la gran esperanza de los euroescépticos. Polonia es un claro receptor neto de fondos provenientes de la UE lo que, a la hora de la verdad, atempera muchas pasiones. En todo caso, está claro que desde el punto de vista de política monetaria y de política económica en general, lo realmente relevante es qué hacen los miembros de la eurozona. Dicho de forma simple, la Unión Europea “de verdad”, la que “no se tiene que romper” es la eurozona. Y entre los miembros de la eurozona no hay candidatos al “exit”.

La política económica de la Unión Europea vendrá, pues, marcada por lo que determine la eurozona. Y la de la eurozona vendrá condicionada por las necesidades, sobre todo en materia de finanzas públicas, de sus grandes cuatro países miembros, Alemania, Francia, Italia y España, que en conjunto representan más de tres cuartas partes de la población, del PIB y de la deuda pública.

Para enjuiciar la salud de las finanzas públicas, se suele tomar como referencia básica la deuda soberana. Italia es, sin duda, el país más endeudado, tanto si medimos su deuda pública respecto a su PIB, como respecto a su población. La mayor deuda sobre PIB y la mayor deuda por habitante. En ambos indicadores, la deuda soberana de Italia duplica la que muestra el país con un balance más saneado, Alemania. Y Francia y España se quedan a mitad de camino.

Sin embargo, si adoptáramos, para enjuiciar la salud de las cuentas públicas, los criterios y la terminología de análisis contable que empleamos para las empresas, podríamos decir que, si bien Italia presenta el peor balance, las peores cuentas de resultados son las de Francia y España.

Tanto Francia como España presentan, de forma consistente e ininterrumpida, un resultado operativo (o saldo primario, antes del pago de intereses) negativo. Es decir, con

los impuestos que recaudan no son capaces de pagar la totalidad de sueldos de funcionarios, pensiones y compras al sector privado.

Francia destaca, entre los cuatro grandes países de la eurozona, por el mayor peso de las cuentas públicas sobre el PIB. Es el país que más ingresa, pero también el que más gasta. España, por lo contrario, es el que menos ingresa y el que menos gasta. Pero ambos gastan más de lo que ingresan.

Italia presenta un nivel de ingresos públicos sobre PIB similar al de Alemania y un nivel de gasto primario solo marginalmente superior. Su resultado operativo, positivo, es similar al de Alemania, aunque su mayor endeudamiento determina que el superávit primario no sea suficiente para pagar todo el gasto por intereses de la deuda pública y que, en términos de beneficio neto, presente un ligero déficit.

Tras muchos años de claro desequilibrio presupuestario, (España y Francia, por su saldo primario; Italia, por su saldo total) habían ido ajustando las cuentas, hasta alcanzar ratios de déficit sobre PIB próximos a los niveles del 3% establecidos como máximos anuales aceptables. El gran incremento del gasto público en 2020 y 2021, como consecuencia de las medidas fiscales dirigidas a paliar los efectos que sobre la actividad económica ha tenido la pandemia, ha disparado -de nuevo- el déficit público y provocará un aumento del endeudamiento no inferior a 15 puntos porcentuales sobre PIB.

En este contexto, el mantenimiento de una política de tipos bajos por parte del BCE (tanto por fijación de tipos oficiales a corto como, sobre todo, por su intervención en el mercado secundario de deuda soberana, como principal comprador de esta) es crucial para poder recuperar cierto equilibrio en las cuentas públicas. Ello es especialmente cierto en el caso de España (con un nivel de endeudamiento no muy superior al de Francia, pero con un coste de financiación en mercado estructuralmente más elevado) y, sobre todo, en el de Italia.

El pago de intereses de la deuda pública representa el 2,5% del PIB en España y supera el 3,5% en Italia. Es un esfuerzo elevado, pero llevadero, gracias a la política de tipos del BCE que ha reducido de forma notable el coste de la nueva deuda emitida en los últimos años. El coste de la deuda viva de Italia y España, de entre el 2% y el 2,5%, es claramente superior al de la deuda nueva que emiten (España está emitiendo, en promedio, al 0%, con el bono a 10 años en niveles próximos al 0,5%). De mantenerse el actual entorno de tipos, o incluso con un ligero incremento, el vencimiento de deuda antigua al 2% y su sustitución por deuda

nueva al 0% (incluso aunque fuera al 1%), garantiza una progresiva disminución del gasto de intereses sobre PIB, siempre que los déficits públicos primarios vuelvan a niveles racionales.

El mantenimiento de tipos bajos seguirá siendo necesario, durante algunos años, para asegurar la estabilidad financiera de países importantes de la zona euro. Pero, tras el gasto público excepcional de los tiempos de pandemia, es necesario un reequilibrio presupuestario que lleve a un saldo primario más equilibrado, sobre todo en Francia y España. El aumento de la actividad económica incrementa la recaudación impositiva, pero que nadie espere bajadas de impuestos. El número de funcionarios y pensionistas crece año tras año y sus sueldos y pensiones, también. Y las reformas estructurales llevan su tiempo. A corto plazo, la estabilidad del euro seguirá requiriendo tipos bajos e impuestos altos.

Cada mes suele surgir un tema especialmente querido por los agoreros de grandes crisis. Esta vez ha sido la crisis de la inmobiliaria china Evergrande. El precio millonario de algunos inmuebles en el centro de Pekín o Shanghái, o las cifras de miles de millones de dólares de deuda acumulada por las promotoras inmobiliarias chinas, se han esgrimido como argumentos que respaldarían la evidencia de una gran burbuja inmobiliaria pronta a estallar que desencadenaría una gran crisis financiera.

Si uno se toma la molestia de leer (créanme, poquísimos lo hacen), además de los titulares de los periódicos o los argumentos de compraventa de *brokers*, las memorias anuales de las compañías o revisar estadísticas, puede darse cuenta de tres cosas.

La primera es que Evergrande vende el metro cuadrado de vivienda a un precio que es el 40% (menos de la mitad) del que rige para toda España en este momento. Dicho de otra manera, vende centenares de miles de pisos de 100m² por menos de 100.000 euros el piso. No vive de vender algunas decenas de áticos de lujo en Shanghái a precios estratosféricos. Dado que el sueldo medio de un chino es aproximadamente la mitad que el de un español, el producto de Evergrande es, en promedio, más barato respecto al sueldo de su comprador que el que rige en España.

La segunda es que el endeudamiento agregado del sector inmobiliario chino, que expresado en billones de dólares asusta mucho, representa aproximadamente un 30% del PIB chino. Quepa recordar que hace quince años, antes del estallido de la burbuja

inmobiliaria en España, nuestras promotoras acumulaban deudas por un importe del 50% del PIB español.

La tercera es que, a diferencia de España o Estados Unidos antes del estallido de su burbuja inmobiliaria, la gran producción de obra nueva en China responde a una necesidad clara: la migración masiva de población desde el campo a la ciudad, que en Occidente se produjo hace ya más de medio siglo. El grueso de los pisos que se construyen en China, a las afueras de las grandes ciudades, se compran para que los agricultores recientemente urbanizados puedan alojarse. Es decir, se compran para vivir en ellos. No se compran para darle el pase a otro a un precio más caro antes de que se terminen.

En resumen, Evergrande tendrá sus problemas, como toda empresa que ha crecido muy rápido a base de endeudamiento. Si tiene que ser disuelta, troceada, ayudada o una mezcla de las tres cosas, el gobierno chino lo hará. Y los compradores chinos procedentes del campo que han dado una paga y señal de una vivienda nueva en los nuevos barrios de las grandes ciudades tendrán su vivienda, terminada por Evergrande o por otro constructor local al que se le dirá que tiene que terminarla. Los tenedores de bonos en dólares de Evergrande (menos del 5% de sus acreedores totales) o sus accionistas pueden pasarlo mal (tampoco podían esperar un camino de rosas cuando suscribían bonos con un cupón sobre el nominal del 9%). Pero inferir de ello un colapso de la economía china o una crisis financiera mundial no tiene demasiado sentido.

En el último mes no hemos realizado ningún cambio en nuestra cartera. El fondo acumula una revalorización a mediados de octubre, desde inicio de año, del 25%. En el mismo período, el Euro Stoxx 50 se ha revalorizado un 17%, en línea con las ganancias acumuladas en 2021 por los principales índices bursátiles norteamericanos.

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?

Puede consultar los siguientes enlaces:

- [Ficha del producto](#)
- [Todas las cartas del gestor](#)
- [Blog en Finect](#)
- [Perfil de Twitter](#)

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. Rentabilidades pasadas no presuponen rentabilidades futuras. La carta Informativa ha sido elaborada 19/10/2021 y ABANTE ASESORES no asume compromiso alguno de actualización o revisión de su contenido.

