

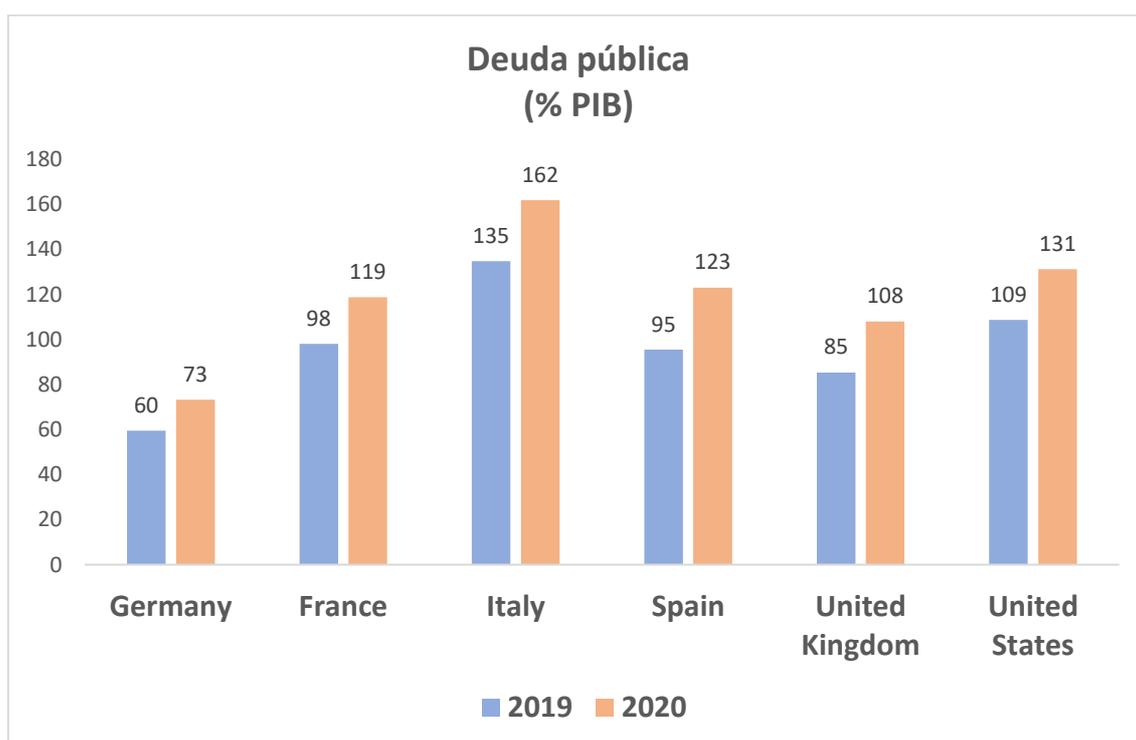
## Notas del mes Diciembre de 2020

### El problema no es la deuda, es el déficit primario

El incremento de la deuda pública en los países desarrollados como resultado de la crisis del Covid es objeto de fundada preocupación.

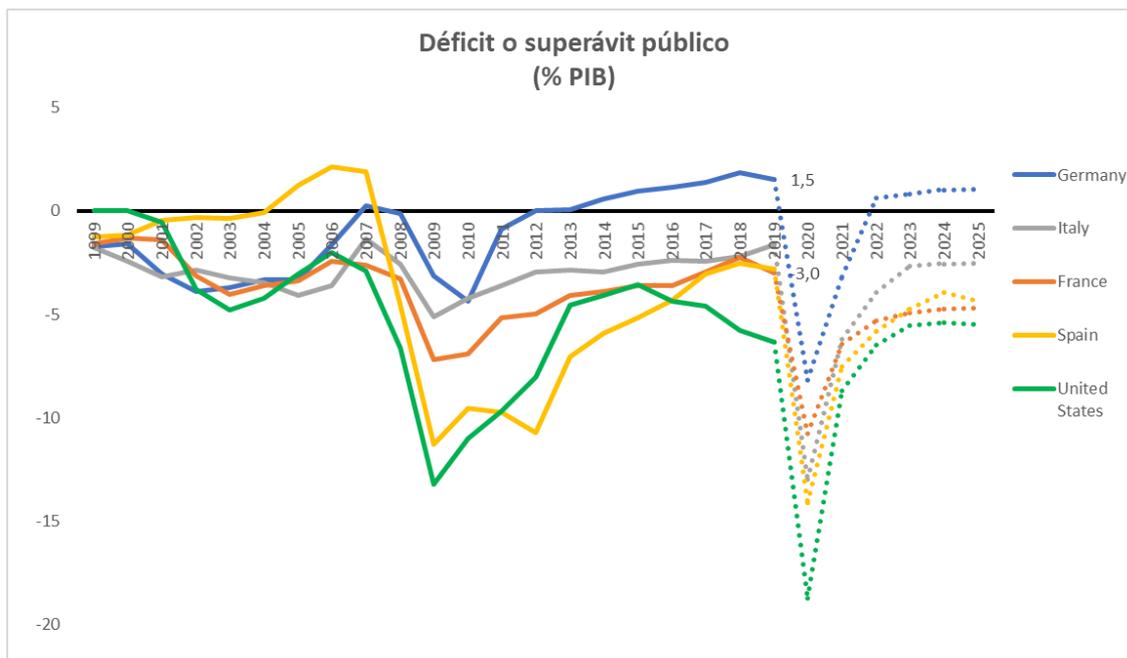
En los principales países europeos la deuda pública se incrementará entre 12 y 25 puntos porcentuales entre 2019 y 2021, pasando a situarse entre el 72% y 169% del PIB (Alemania e Italia respectivamente).

En España superará el 120% del PIB, frente al 95% en 2019 (y frente a en torno a 40% del PIB en 2005- 2008).



Por su parte, el déficit público de los principales países europeos pasará de niveles moderados en 2019 (déficit entre 1,6% y 3% del PIB; con superávit solo en el caso de Alemania) a niveles de entre el 8% y el 15% en 2020.

El déficit tocará techo en ese año, para ir reduciéndose posteriormente, mientras que la deuda sólo se reducirá en términos nominales si se genera superávit presupuestario y en relación con el PIB sólo se reducirá si el déficit anual es inferior del crecimiento nominal del PIB.



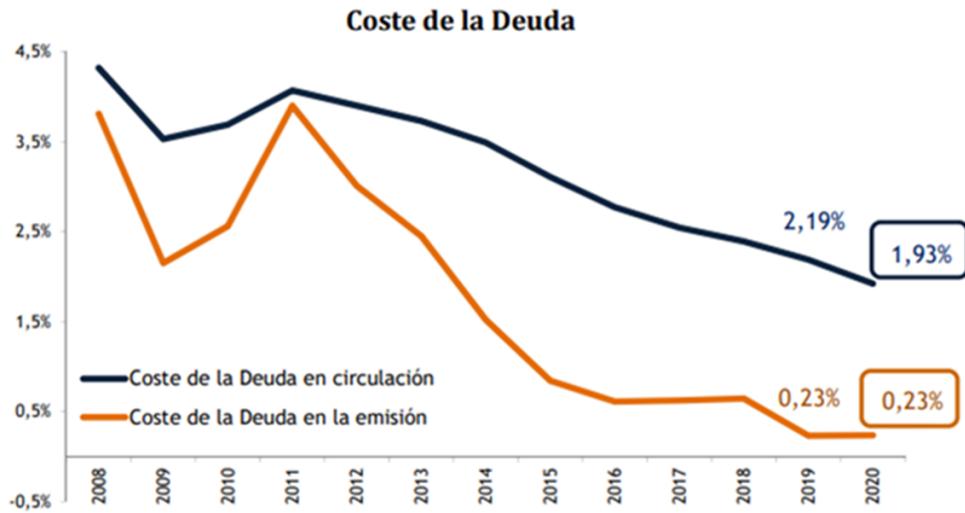
**Estos elevados niveles de deuda, unidos a la tendencia de los gobiernos a gastar más de lo que se ingresa** (a no aprovechar, salvo en contadas excepciones, los años buenos de actividad y recaudación para generar un ahorro que financie los excesos de gastos sobre ingresos de los años malos) **suponen una herencia peligrosa para las generaciones futuras.**

Ello es así porque es muy difícil reducir la deuda pública en términos nominales (**sólo Alemania ha generado superávit presupuestario de forma casi sostenida en la última década**, y también España lo hizo anteriormente, pero sólo en los años de bonanza-burbuja inmobiliaria). Y, ya no en cifras absolutas en euros, sino simplemente en términos relativos, expresados en % de PIB, la reducción de deuda a costa de un déficit inferior al crecimiento es generalmente lenta.

**En el caso de España, la previsión del FMI es que la deuda pública se sitúe en 2021 ligeramente por encima del 120% del PIB en 2021 y el déficit cercano al 8% (14% en 2020) y que la deuda siga situándose en niveles próximos al 120% al menos hasta 2025.**

En el escenario actual de muy bajos tipos de interés (TIR bono soberano español a 10 años en el 0%), que parece ir a prolongarse durante años, la capacidad de pago de los intereses de la deuda no es, paradójicamente, la mayor preocupación, ya que la constante refinanciación de la deuda a tipos cada vez más bajos facilita el mantenimiento de la factura por intereses, compatible con incrementos sustanciales de la deuda pero con descensos sustanciales de su coste medio (por ejemplo en España el coste medio de la deuda pública es actualmente del 1,9% pero la deuda emitida este año lo ha sido a coste medio del 0,2%)

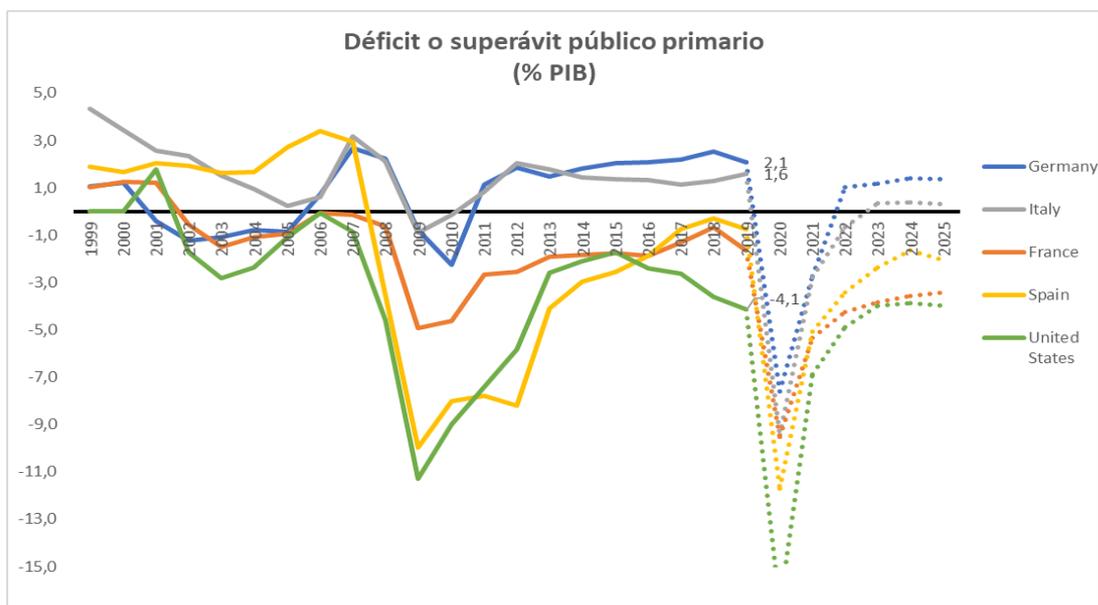
**Por lo tanto, no es tan preocupante el nivel actual de deuda y su coste como la dificultad de reducirla, asumiendo que en algún momento en el futuro asistiremos a una normalización de tipos** de interés (en niveles no similares a los históricos, pero sí semejantes a la inflación, prevista en el 1%-2% a largo plazo), normalización que acabará por elevar de nuevo su coste.

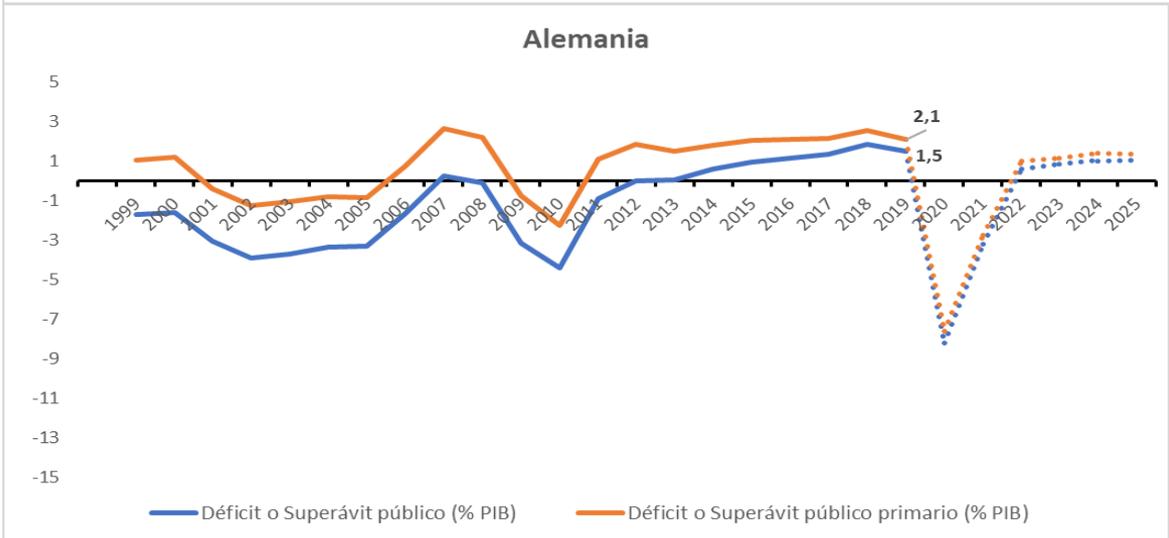
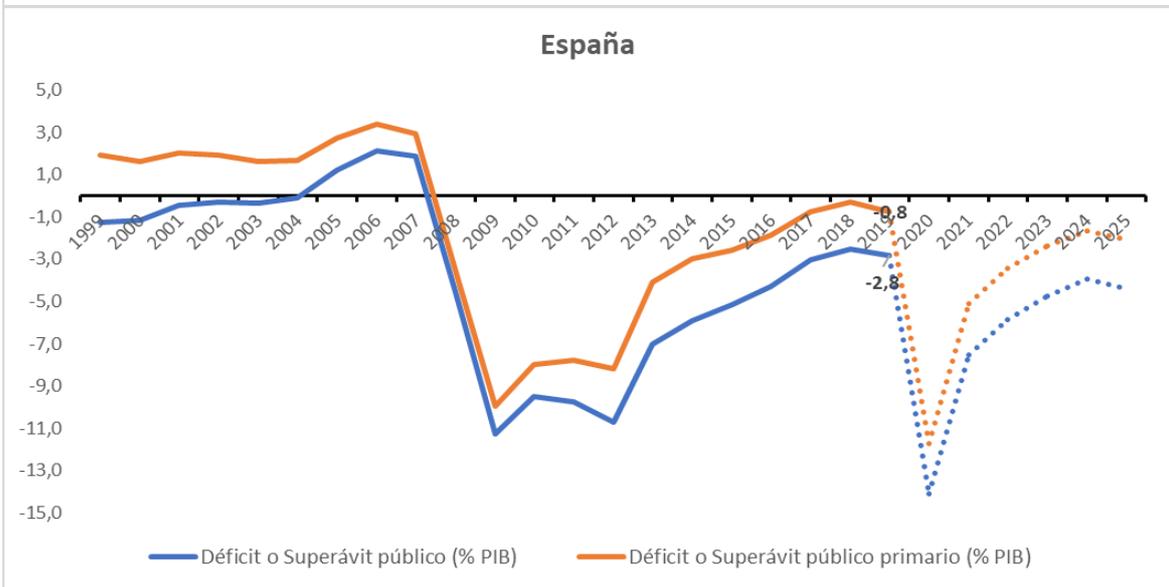
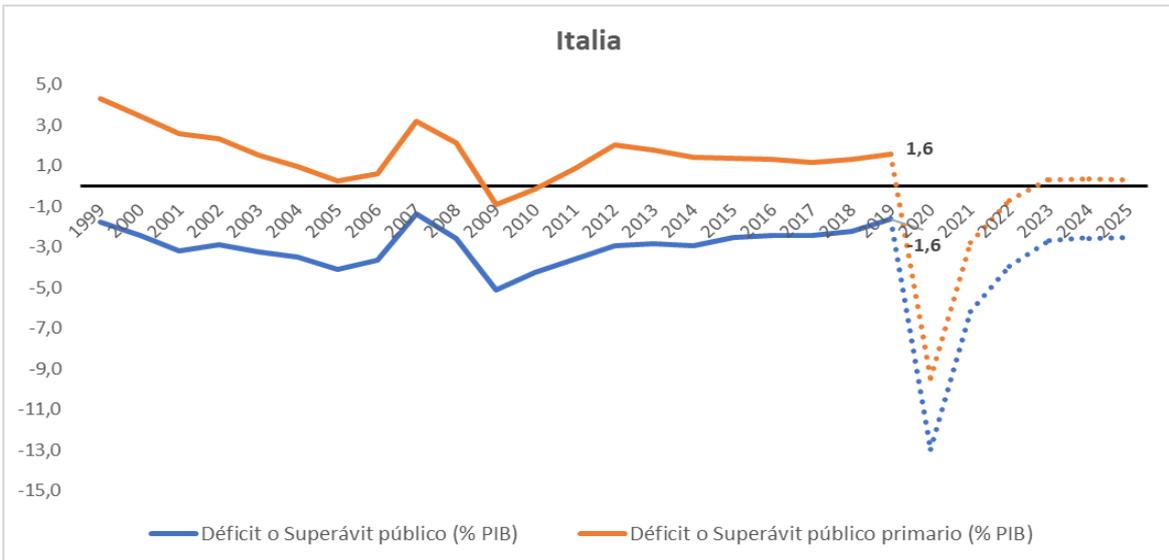


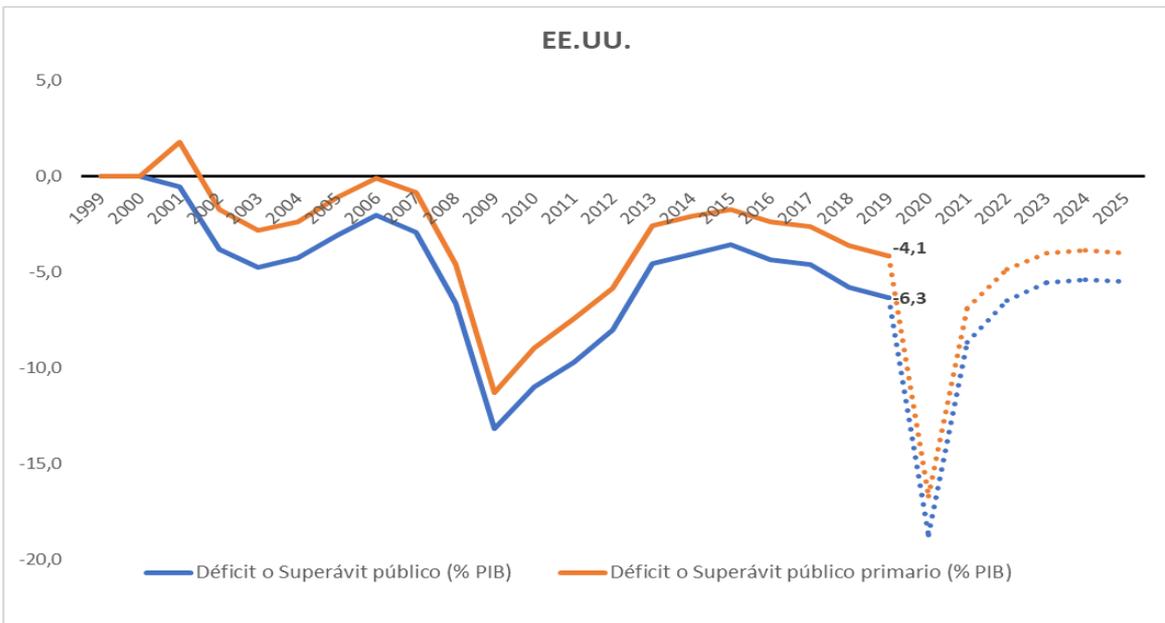
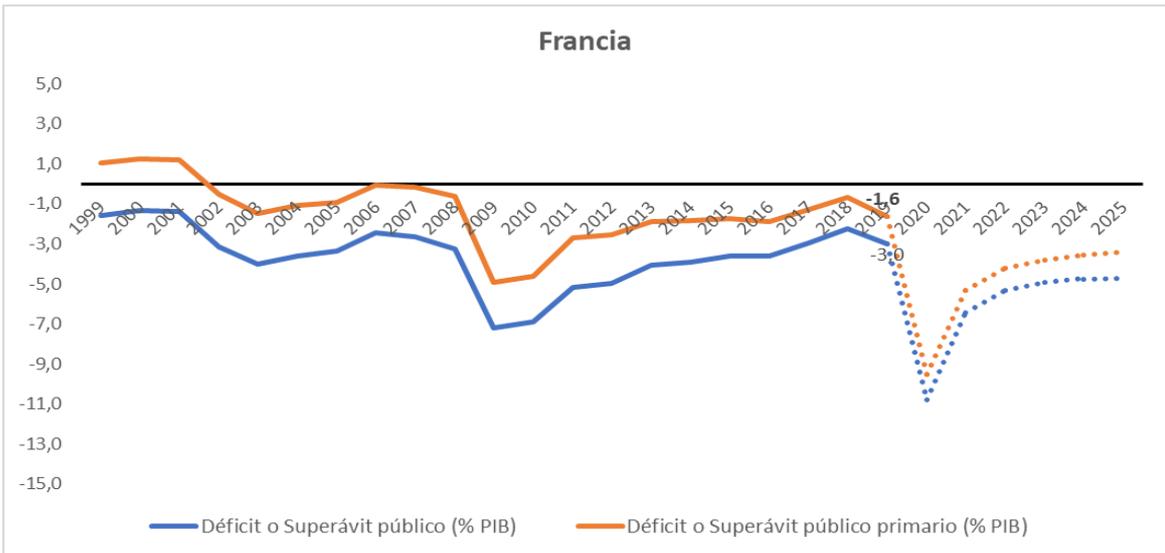
Fuente: Secretaría General del Tesoro y Financiación Internacional

Estamos en una situación extraordinaria que ha requerido medidas extraordinarias. Pero el diferente comportamiento de los países en una situación ordinaria, de normalidad (su mayor o menor déficit, su superávit o no en tiempos de bonanza) sí puede marcar una muy dispar evolución futura, que no es evidente a primera vista. Y en este sentido es muy revelador el comportamiento del **déficit público primario**, es decir, previo al pago de los intereses de la deuda; que **refleja si un país es o no capaz de cubrir sus gastos e inversiones corrientes con ingresos corrientes** (si sigue por tanto la disciplina lógica de cualquier empresa o familia) o si de forma sostenida en su actividad ordinaria gasta más de lo que ingresa.

Si tratáramos a las cuentas públicas de un país como a las de una empresa, se trata de ver si ésta genera o no resultado de explotación positivo, si el negocio es autosuficiente y rentable antes de tener en cuenta cómo está financiado, resultado positivo que parece lógicamente un requisito *sine qua non*, al menos como aspiración para el conjunto de un ciclo económico. Hay notables diferencias a este respecto entre los principales países europeos, que ejemplifica bien una comparación entre Italia y España.







Mirando atrás las dos últimas décadas, observamos que Italia viene registrando en los últimos veinte años, cifras de déficit público de forma sostenida, pero ha sido en cambio de los pocos países en registrar superávit primario de forma igualmente sostenida (+1,7% del PIB en media en 1999-2019, registrando sólo déficit primario con motivo de la gran crisis de 2009).

España en contraste registró durante la década de la bonanza inmobiliaria superávit primario y en sus tres últimos años superávit total (2005 a 2007) pero ha pasado desde 2008 a registrar, de forma ininterrumpida, déficit primario y déficit total.

Entre 1999 y 2007, España tuvo un superávit primario medio anual de +2,2% y un superávit total medio de 0,2% pero entre 2008 y 2019, generó un déficit primario medio de -4,2% y un déficit total medio de -6,2%.



Con crecimiento anual del PIB del 3% nominal:

Punto de partida	Situación final (tras 25 años)				
	País I	País E	País I	País E	
Déficit público (% PIB)	4,5%	4,5%	Déficit público (% PIB)	0,6%	2,0%
Déficit primario (% PIB)	0,0%	1,5%	Déficit primario (% PIB)	0,0%	1,5%
Intereses (% PIB)	4,5%	3,0%	Intereses (% PIB)	0,6%	0,5%
Deuda pública (% PIB)	150%	100%	Deuda pública (% PIB)	95%	90%

Asumimos en ambos un coste medio de la deuda del 3% -similar al de España en 2016- que se reduce gradualmente hasta el 0,6% en 8 años y se estabiliza en esos niveles.

A largo plazo el generar superávit en las cuentas públicas antes del pago de intereses, aunque se tenga deuda muy alta y por tanto déficit total tras pago de intereses elevado, es mucho mejor que el generar el mismo déficit total con menor pago de intereses y con menor deuda, pero incurriendo en déficit primario. Ello es especialmente cierto en un escenario de descenso de tipos de interés como el actual.

**Visto así, el principal problema de las cuentas públicas de España no es tanto el incremento del nivel de deuda pública que pueda derivarse del gasto extraordinario necesario para la superación de esta crisis coyuntural, como la dificultad, demostrada históricamente, que tienen los gobernantes para equilibrar un presupuesto ordinario antes de gasto de intereses.**

**La solidez económica, la solvencia financiera de una familia, de una empresa y de un país, no debe ser juzgada por lo que sucede un año excepcional. Algunos años una familia puede recibir una herencia, una empresa vender un inmueble antiguo con grandes plusvalías, o un país recaudar mucho IVA o ITP por una burbuja inmobiliaria. Otro año una familia puede tener que pedir un préstamo para reformar su vivienda tras un incendio, una empresa gastar mucho dinero para cerrar una división no rentable o un país para mantener la paz social en medio de una pandemia.**

**Pero la mayoría de los años no habrá herencias ni incendios, ni ventas de patrimonio ni cierres de divisiones, ni burbujas ni pandemias. La mayoría de los años serán normales. Si en un año normal no gastamos más de lo que ingresamos, vamos bien. Y si no, vamos mal.**

**Un negocio con resultado de explotación positivo, a la larga, aunque tenga mucha deuda, siempre es viable. Un país con superávit primario, también.**

## 1962 Capital SICAV

Estimados inversores,

Joe Biden será el nuevo presidente de Estados Unidos. Ya han empezado las campañas de vacunación contra el coronavirus en Estados Unidos y Gran Bretaña. En un par de semanas tendremos las primeras vacunas en la Eurozona, y es previsible que en un trimestre una parte significativa de la población, especialmente la más vulnerable ante la enfermedad, esté inmunizada. En unos días sabremos si hay acuerdo entre la Unión Europea y el Reino Unido para su futura relación comercial tras el Brexit. Probablemente lo haya y, si no lo hay, habrá nuevas prórrogas o períodos de transición hasta llegar a ello. La vuelta a la normalidad ya es cuestión de meses, no de semestres o años.

El BCE acaba de levantar la prohibición de pago de dividendos a los bancos de la Eurozona. Ciertamente los limita durante tres trimestres más pero ya no los prohíbe. Cualitativamente es un cambio muy importante, que no se hubiera producido si se percibieran problemas de solvencia. Los bancos ganan todavía poco dinero, y probablemente tengan que dotar provisiones adicionales derivadas de la crisis durante algunos trimestres, pero tienen beneficios y son solventes. Si no fuera así, la prohibición de sacar dinero de sus balances para dárselos a sus accionistas seguiría viva. Si se permite repartir dinero a los accionistas es porque se piensa que no se les habrá de pedir de nuevo, es decir, que se descartan ampliaciones de capital. Y si se descartan ampliaciones de capital, se hace muy difícil explicar por qué razón la banca europea cotiza a mitad de valor en libros. No es un precio adecuado para un sector que, incluso en un entorno de tipos negativos, ya mostró, el año pasado, su capacidad de generar rentabilidades sobre recursos propios próximas al doble dígito. El mercado parece empezar a reconocerlo, con una revalorización superior al 50% del índice sectorial Euro Stoxx Banks, en poco más de un mes.

La actividad en los sectores de hostelería, turismo, ocio y comercio minorista va recuperando, con altibajos, la normalidad. Durante unos meses, los que faltan para la difusión masiva de la vacuna, podremos asistir a idas y venidas en la política de restricciones de movimientos. Pero el mercado ya no duda, como parecía hacerlo hace apenas tres meses, de que en un espacio temporal no muy largo la gente volverá a comprar en los centros comerciales y a volar en avión. Todo ello se ha reflejado en la cotización de compañías que tenemos en cartera: Unibail, la principal propietaria europea de inmuebles comerciales ha duplicado su valor bursátil y Airbus se ha revalorizado más de un 50% desde finales de verano.

El precio del petróleo se estabiliza en niveles próximos a los 50\$ por barril y ello garantiza una vuelta a un beneficio normalizado para las grandes petroleras que les permite mantener su actual distribución de dividendos sin aumentar deuda. Ello ha llevado a que nuestra cartera de petroleras (compuesta por ENI, Repsol y Total), se haya revalorizado más de un 50% en los dos últimos meses.

Tras las fuertes subidas del último mes hemos realizado algunos cambios en la composición de la cartera. Hemos vendido LVMH (una empresa de altísima calidad que merece cotizar a múltiplos muy altos, pero quizás no tanto como las 50 veces sobre beneficio normalizado que ha alcanzado), y dos bancos, BBVA e Intesa, cuyo potencial de revalorización, siendo todavía notable, es inferior al del sector bancario en su conjunto. Incorporamos a la cartera dos valores, Danone y AB Inbev con un perfil defensivo que cotizan a niveles claramente inferiores a los de inicio de ejercicio a pesar de que su capacidad de generación de beneficios poco volátiles y moderadamente crecientes a largo plazo permanece intacta.

El valor liquidativo de la SICAV se encuentra todavía un 15% por debajo de los niveles de inicio de año, próximos a sus máximos históricos. La confirmación de la vuelta a la normalidad debería contribuir a recuperar, en especial en los sectores más castigados y con mayor peso en nuestra cartera, como el bancario, el terreno perdido en un plazo razonable, dentro del próximo año.

Que tengan unas felices fiestas navideñas y que el año nuevo podamos vivirlo con normalidad.

Muchas gracias por su confianza,

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

	<b>1962 Capital</b>	<b>Euro Stoxx 50</b>
Último precio (15/12/2020)	6,22	3.521
Revalorización 2020	-15,6%	-6,0%
Revalorización 2019	31,4%	24,8%
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%
<b>Desde inicio (30/6/12 hasta 15/12/20)</b>	<b>118%</b>	<b>56%</b>