

AGF – Abante European Quality Fund

Josep Prats, gestor de **Abante European Quality**, repasa en su carta mensual las últimas noticias relacionadas con la **crisis del COVID-19**, desde el punto de vista sanitario, económico y financiero, y comenta cómo está evolucionando la primera parte, con el foco puesto en España y en Italia.

“Los peores momentos de la **crisis sanitaria** parecen haber quedado ya claramente atrás. Aunque hasta que no se encuentre una vacuna (y para ello faltan probablemente varios trimestres), no se podrá dar por vencida la epidemia, se ha superado el momento álgido inicial de contagios que generó un colapso de los sistemas sanitarios con un elevadísimo coste en vidas humanas”, señala.

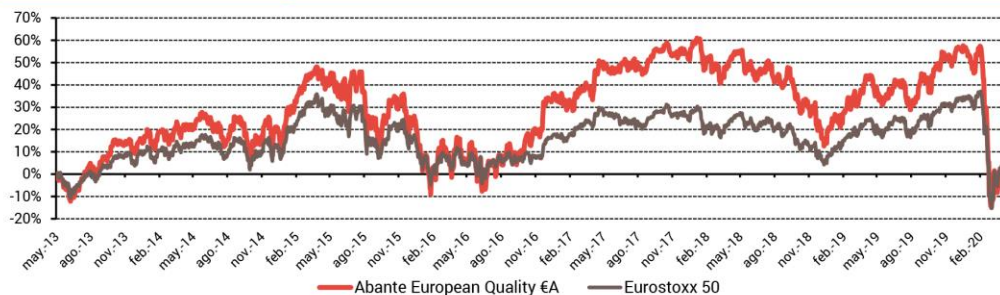
Respecto a la reacción de los **mercados** y el comportamiento del fondo, Prats recuerda que “los mercados bursátiles acogieron con fuertes caídas las fases iniciales de expansión de la pandemia”, sobre todo los sectores relacionados con el ocio, el turismo, la automoción y el consumo básico y, muy especialmente en el caso de Europa, también el sector bancario. “A medida que se vio que los contagios y las muertes provocadas por el coronavirus remitían, el mercado fue recuperando parte de lo perdido, y en la actualidad se sitúa, en general, **a mitad de camino entre los niveles previos a la crisis y los mínimos de marzo**”, añade al hablar de dónde nos encontramos ahora.

Por último, el gestor reitera que el actual desplome que estamos viendo no se debe ni a altas valoraciones previas, ni a una crisis financiera, sino que es el resultado de una **incertidumbre generada por un parón brusco de la economía**, que dice “que todos asumimos que, aunque muy profundo, será temporal. Solo falta cerciorarnos de que ese espacio temporal será breve”.

EVOLUCIÓN HISTÓRICA

Datos a 30-abr-20
Valor liquidativo 9,974€

	Año	Ene.	Feb.	Mar.	Abr.	May.	Jun.	Jul.	Ago.	Sep.	Oct.	Nov.	Dic.
2020	Fondo	-35,61%	-6,21%	-9,82%	-25,88%	2,71%							
	Eurostoxx 50	-21,82%	-2,78%	-8,55%	-16,30%	5,06%							
2019	Fondo	33,85%	7,08%	7,88%	-0,71%	8,69%	-9,13%	5,64%	-0,02%	-2,78%	6,34%	2,51%	3,80%
	Eurostoxx 50	24,78%	5,26%	4,39%	1,62%	4,86%	-6,66%	5,89%	-0,20%	-1,16%	4,16%	0,98%	2,75%
2018	Fondo	-23,67%	4,83%	-4,16%	-5,05%	6,53%	-5,76%	-1,07%	5,01%	-6,67%	1,74%	-8,89%	-0,79%
	Eurostoxx 50	-14,34%	3,01%	-4,72%	-2,25%	5,21%	-3,67%	-0,32%	3,83%	-3,76%	0,19%	-5,93%	-0,76%
2017	Fondo	13,97%	-1,68%	-0,79%	8,61%	2,75%	0,67%	0,05%	1,30%	-1,04%	6,26%	1,67%	-2,51%
	Eurostoxx 50	6,49%	-1,82%	2,75%	5,46%	1,68%	-0,14%	-3,17%	0,22%	-0,81%	5,07%	2,20%	-2,83%
2016	Fondo	7,15%	-12,53%	-3,31%	1,64%	4,20%	1,09%	-12,26%	6,83%	4,43%	-3,08%	9,11%	2,78%
	Eurostoxx 50	0,70%	-6,81%	-3,26%	2,01%	0,77%	1,16%	-6,49%	4,40%	1,08%	-0,69%	1,77%	-0,12%
2015	Fondo	4,45%	6,55%	9,35%	4,08%	-2,48%	-0,44%	-4,52%	6,47%	-11,95%	-7,13%	13,27%	3,17%
	Eurostoxx 50	3,85%	6,52%	7,39%	2,73%	-2,21%	-1,72%	-4,10%	5,15%	-9,19%	-5,17%	10,24%	2,58%



Carta del gestor

Estimados inversores,

La triple crisis del coronavirus -sanitaria, económica y financiera- ha marcado la evolución de los mercados en los tres últimos meses. Lo que a mediados de febrero se veía como una epidemia local que había provocado 3.000 muertos en una región china, ha derivado en una pandemia global, en la que el número de fallecidos ya se cuenta por centenares de miles en todo el mundo. Y lo que era una parálisis temporal de la economía de una región ha desencadenado en la mayor caída de actividad económica a nivel global -en un solo trimestre- de los últimos cien años, provocando una fortísima caída de los mercados bursátiles que, poco a poco, parecen entrar en una fase de mayor estabilidad.

A principios de marzo escribía una primera nota "[La crisis del coronavirus](#)" en la que intentaba aventurar los principales órdenes de magnitud de la crisis. El vertiginoso aumento en el número de contagios y muertes durante el mes de marzo empeoró las previsiones más pesimistas. Y solo a principios de abril, cuando publiqué mi segunda nota "[Luz al final del túnel](#)", parecía detenerse. A finales de abril, finalmente, en mi tercera nota "[Vuelta a la normalidad](#)", podía constatar que, efectivamente, el momento álgido de la crisis había quedado atrás.

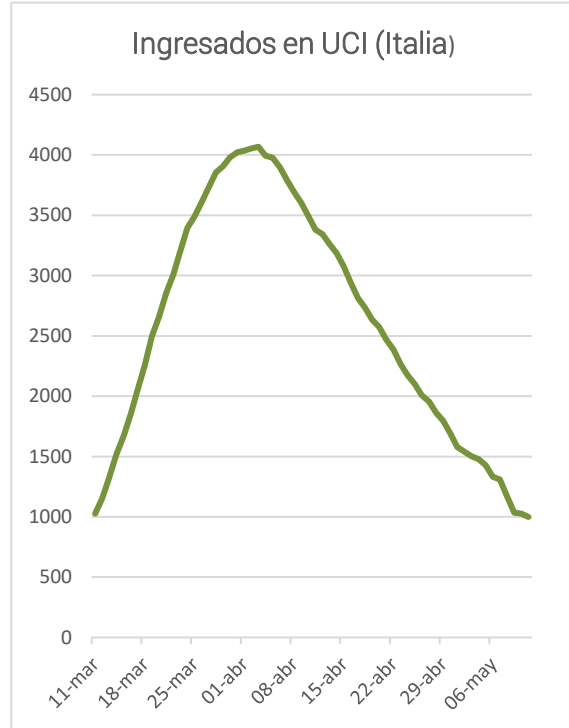
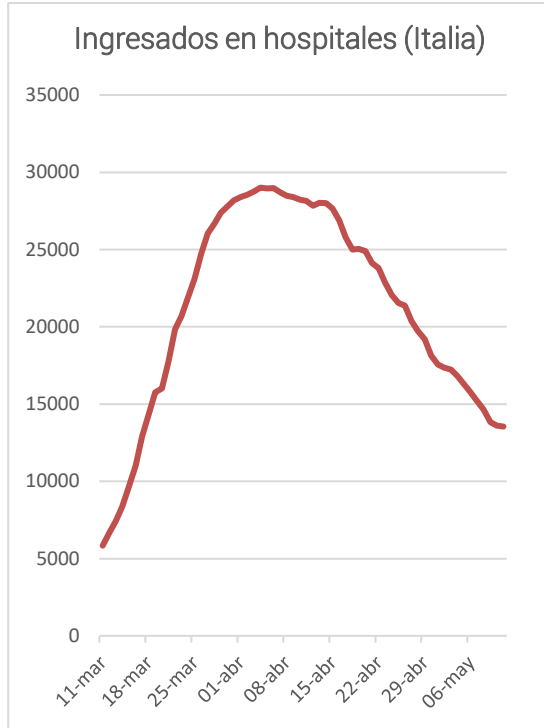
Esta carta podría recibir el título de "Recuento de daños". Tras dos meses de confinamiento social, que ha provocado la parálisis de buena parte de la actividad económica en las principales economías del mundo desarrollado, podemos empezar a hacer estimaciones, mucho más aproximadas que hace dos meses, de las consecuencias que, sobre la salud de la población, la economía y los mercados financieros, se derivarán de esta crisis.

Los peores momentos de la crisis sanitaria parecen haber quedado ya claramente atrás. Aunque hasta que no se encuentre una vacuna (y para ello faltan probablemente varios trimestres), no se podrá dar por vencida la epidemia, se ha superado el momento álgido inicial de contagios que generó un colapso de los sistemas sanitarios con un elevadísimo coste en vidas humanas.

Italia fue el primer gran país occidental en verse fuertemente afectado por la epidemia. Fue también el primero en adoptar medidas de confinamiento para luchar contra ella. Y ha sido la referencia más seguida para anticipar lo que podía ocurrir en otros países donde la difusión de la epidemia ha empezado unas semanas más tarde.

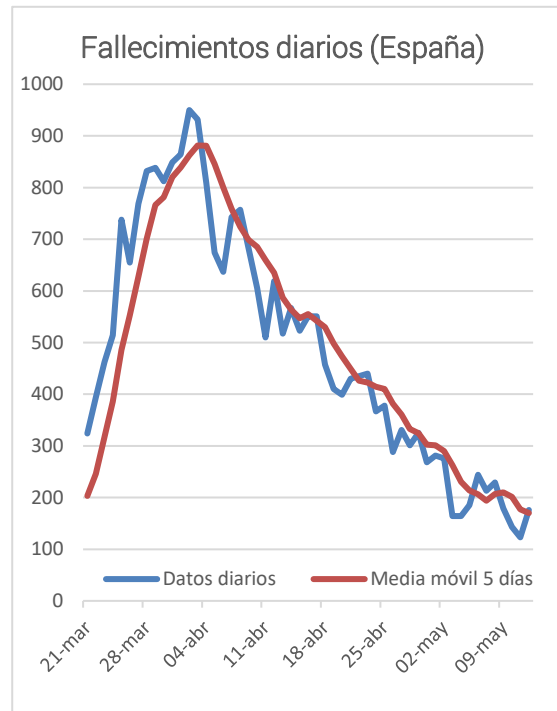
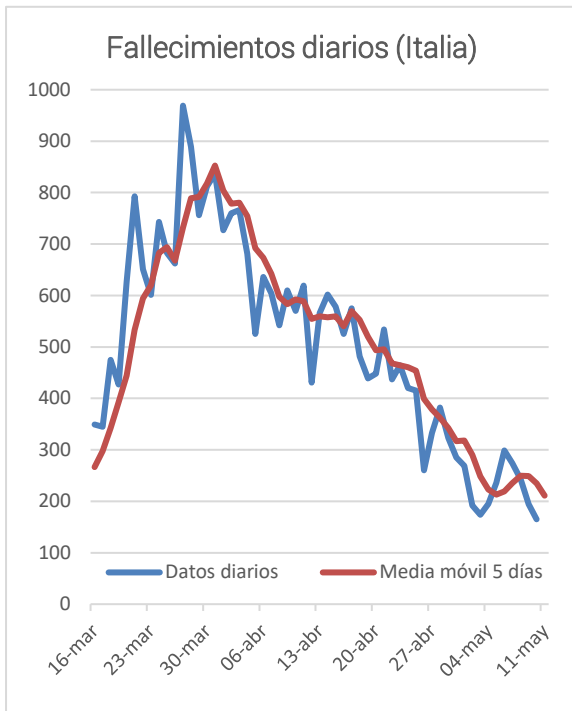
La explosión y el ascenso de la epidemia se produjo en el mes de marzo. Pero a partir de principios de abril, a las tres semanas del confinamiento, la epidemia ha empezado a remitir. Y en las últimas

semanas lo ha hecho ya de forma notable, como puede observarse en los gráficos que les muestro a continuación.



El número de pacientes en camas de hospital ha caído a menos de la mitad, los enfermos ingresados en UCI han pasado de más de 4.000 a menos de 1.000, y el número diario de fallecidos se ha dividido por cinco.

En España no hemos tenido datos homogéneos de hospitalizados e ingresados en UCI que nos permitan hacer el mismo análisis que en Italia. Pero la reducción del número de fallecidos ha sido similar, desde máximos próximos a 900 diarios, hasta niveles inferiores a 200.



El sistema sanitario ya tiene margen para operar de forma normal. El número de camas de UCI actualmente ocupadas es inferior al número de camas de UCI disponible antes de la crisis. El número de fallecidos siempre será demasiado elevado, y no llegará a cero hasta que, con una vacuna, pudiera erradicarse la epidemia. Pero la mortalidad diaria por coronavirus ya no multiplica por cuatro o por cinco la generada por otro tipo de enfermedades, como sí ocurría hace apenas un mes y medio en muchas regiones.

Ahora, el número de fallecimientos diarios por coronavirus (menos de 200 en España o Italia), representa menos del 15% del total de fallecimientos por otras enfermedades. En pocas semanas podría reducirse sensiblemente y situarse en niveles de hospitalizaciones, ingresos en UCI y fallecimientos no muy distintos de los que se han dado, otros años, en temporadas de alta incidencia de gripe.

El confinamiento de la población (que nunca ha llegado a ser total, con supermercados y farmacias abiertas, industria y construcción funcionando y servicio de transporte público no interrumpido) ha contribuido decisivamente a la contención de la expansión del virus. La conciencia adquirida por la población de la necesidad de mantener hábitos higiénicos y de guardar distancias sociales, llevará a que, cuando se permita la realización de nuevas actividades, el riesgo

de contagio no sea el que había antes del confinamiento, especialmente entre la población con mayor riesgo de complicaciones graves en caso de contraer la enfermedad.

Pero, pasados ya dos meses desde la parálisis de gran parte de la actividad económica, esta no puede mantenerse indefinidamente. No es bueno para la salud mental de los ciudadanos y, desde luego, no es sostenible para el buen funcionamiento de una sociedad, que necesita volver al hábito del trabajo y recuperar la producción.

Las caídas de la producción, cuando las veamos medidas en términos de PIB en los últimos tres meses, habrán sido espeluznantes. Y habrían sido todavía peores si los estados, a través de sueldos y subsidios (desempleo, ERTE), no hubieran sufragado durante este período de parálisis la falta de ingresos del sector privado. Pero un Estado no puede pagar indefinidamente las nóminas de millones de trabajadores del sector privado que, en lugar de aportar dinero a las arcas públicas, lo detraen.

El recurso al endeudamiento público ha sido -y será- ampliamente utilizado en esta crisis. El Banco Central Europeo en Europa (y los demás bancos centrales en los principales países desarrollados), está facilitando la financiación a coste razonablemente bajo. Pero todo tiene un límite. Y estamos llegando ya a él. En especial, en Europa, donde compartimos divisa y banco central países con una situación económica y financiera muy dispar. Y que se acentuará más, por lo menos a corto plazo, como consecuencia de esta crisis, que golpeará especialmente a algunos sectores (hostelería, ocio, turismo), con gran peso en las economías que, antes de la pandemia, ya presentaban cuentas y balances públicos menos saneados.

En estas circunstancias me atrevo a aventurar que, una vez se vaya abriendo el acceso a la actividad económica, no habrá vuelta atrás. La vuelta a la actividad de bares, restaurantes y pequeño comercio, en primer lugar, y grandes superficies comerciales y hoteles, un poco más tarde, no será reversible. No hay dinero para que los millones de camareros, cocineros y dependientes de comercio sigan cobrando su sueldo de las arcas públicas. Quedan algunas incógnitas temporales, muy importantes en el caso de España, y cruciales en zonas como Baleares o Canarias, entre las que destaca la posibilidad de que los hoteles vacacionales puedan recobrar su actividad este verano.

Espero que así sea, y que puedan recibir el turismo que quiera viajar (que a corto plazo será mucho menor que el habitual) desde otros países europeos. Si no fuera así, por mantenerse cerrado el tráfico aéreo con otros países, podría prolongarse, solo en este sector, durante unos meses más el subsidio salarial a cargo de la Hacienda pública. Pero, en general, deberíamos esperar que, a partir de primeros de julio, los sectores económicos privados que han tenido que

permanecer cerrados desde marzo recuperen su permiso de apertura, y con ello, poco a poco, vayamos recuperando la normalidad.

¿Cómo quedará la economía una vez terminado el confinamiento? Durante algunos trimestres, quizás hasta final de este año, es previsible que la vuelta a la normalidad (vender lo mismo que antes) en muchas empresas sea lenta.

En muchos sectores y compañías significará una drástica reducción de beneficios. En otros (sobre todo en los más afectados como aerolíneas, hostelería, turismo y ocio) llevará en muchos casos a situación de pérdidas. En algunos casos, a pérdidas tan cuantiosas que precisen de ampliaciones de capital. Y, en los casos que ello no sea posible, a algunos cierres empresariales. Para que sean los mínimos será crucial la disponibilidad de financiación. En las grandes compañías la posibilidad de ayudas públicas a su capitalización (por ejemplo, en líneas aéreas), y en general la facilidad ofrecida por el programa de compra de bonos del BCE, podría ayudar a sobrellevar la caída temporal de ingresos. En las pequeñas y medianas empresas (y en el mundo de los autónomos), la financiación deberá provenir, mayoritariamente de la banca, que dispondrá de líneas avaladas (préstamos ICO, en España) por el sector público.

En función de cuán rápida sea la recuperación de la confianza de los consumidores (que no tengamos miedo de ir otra vez a los centros comerciales, a cenar a un restaurante o a veranear en un hotel), la crisis será mayor o menor. Espero que la vuelta a la normalidad sea más rápida de lo que hoy, con la memoria reciente de las dantescas escenas recientes en materia sanitaria, podemos pensar.

Si volvemos a vivir sin miedo, aunque con precauciones, el saldo de la crisis económica, en el mundo empresarial, más concretamente en aquella parte del mundo empresarial paralizada por la pandemia, será de un trimestre perdido y un par de trimestres a medio gas. No es nada dramático en la historia de la mayoría de las empresas y no debería cambiar sustancialmente su valor en una perspectiva de largo plazo, siempre que hayan sido capaces de superar el trance de falta de liquidez, financiándose en el mercado o a través del sector bancario.

Lo que sin ningún tipo de duda dejará esta crisis será un incremento muy notable de la deuda pública. Para permitir a la población aguantar el confinamiento, el gasto público habrá aumentado enormemente y el ingreso vía impuestos habrá disminuido, aunque en menor proporción. Estamos hablando ya de déficits públicos de dígito alto, o cercanos al doble dígito, en las principales economías. Y de aumentos de la deuda pública de diez o quince puntos porcentuales sobre PIB en un solo año.

¿Es todo ello dramático? ¿Anticipa grandes tensiones en los mercados financieros? En mi opinión, no. Por la simple razón de que el coste, en pago de intereses, de dicho endeudamiento adicional será, gracias a la política de los bancos centrales, muy reducido. España, por ejemplo, esta última semana ha emitido deuda al 0% a 3 años y al 1,7% a 30 años. Financiarse, en promedio, a tipos de interés que, en un plazo medio, como el del conjunto de la deuda viva de España, de 6-7 años, apenas tiene un coste del 0,6%, no supone una carga de intereses sobre PIB relevante. Si dentro de un año la deuda pública se sitúa en unos 150.000 millones de euros más que lo previsto antes de la crisis, el aumento del gasto por intereses apenas supondrá menos de 1.000 millones de euros anuales, menos del 0,1% del PIB.

El quid de la cuestión radica en que, efectivamente, esa financiación y a ese coste (o a otro no sustancialmente superior), esté disponible. El BCE ha comprometido 750.000 millones de euros adicionales para comprar activos en el conjunto de la eurozona. Y ha sugerido que, si fuera necesario, diga lo que diga el Tribunal Constitucional alemán, pondrá más. La Unión Europea ha abierto líneas de financiación más limitadas en cuantía (medio billón de euros), y podría aprobar (lo que sería muy bien recibido por los mercados, sobre todo si se produce pronto) otro billón o billón y medio en líneas de financiación o incluso transferencias vía presupuesto, adicionales.

La rápida y decidida respuesta keynesiana a la crisis económica (mucho más en Estados Unidos que en la, teóricamente, más socialdemócrata Europa) nos lleva a descartar una crisis financiera similar a la de 2008. En 2008 veníamos de muchos años de crecimiento desmesurado del crédito en un entorno de tipos de interés altos. Ahora venimos de muchos años de contención crediticia con tipos muy bajos, hasta negativos. Los bancos centrales, en las actuales circunstancias, solucionan vía compra de activos la financiación con bonos de las grandes empresas de forma directa. Pero saben que, para ayudar al tejido empresarial de pymes y autónomos, deben tener como aliados a los bancos minoristas privados. Y, por ello, no les presionarán en requerimientos de capital (tras haberles forzado en la crisis pasada a incrementarlo en más de un 50%), y les facilitarán liquidez a tipos cero o negativos.

Los mercados bursátiles acogieron con fuertes caídas las fases iniciales de expansión de la pandemia. Caídas que fueron muy distintas entre sectores, siendo los más afectados los relacionados con el ocio, el turismo, la automoción y el consumo no básico. Y, muy notoriamente, sobre todo en el caso de Europa, del sector bancario, que perdió la mitad de su valor bursátil en apenas tres semanas. Por el contrario, los sectores de tecnología y farmacia se mantuvieron cerca de máximos. A medida que se vio que los contagios y las muertes provocadas por el coronavirus remitían, el mercado fue recuperando parte de lo perdido, y en la actualidad se sitúa, en general, a mitad de camino entre los niveles previos a la crisis y los mínimos de marzo.



La cartera de nuestro fondo ha sufrido especialmente por nuestra exposición, ligeramente superior a un tercio del patrimonio total, al sector bancario, que en la actualidad cotiza, en promedio en la eurozona, a 0,3 veces recursos propios computables y a 4 veces el beneficio del año 2019 (representativo de un año de ciclo medio-bajo, en un entorno de intereses negativos). En 2020 los beneficios bancarios, en virtud de las dotaciones por eventuales insolvencias (hasta ahora no producidas), derivadas de la crisis, estarán cercanos a cero. Pero de 2021 en adelante, la asunción de que los beneficios bancarios vuelvan a situarse en niveles similares a los de los dos años previos a la crisis del coronavirus (obteniendo unas ROE próximas al doble dígito), es perfectamente asumible.

La posible morosidad que vaya a generar esta crisis será muy moderada y de un orden de magnitud incomparablemente más bajo que la de la anterior crisis. La expansión crediticia será limitada y diversificada en una multitud de pymes que, individualmente consideradas, serán deudoras de decenas o cientos de miles de euros, no de decenas o cientos de millones como lo eran las promotoras cuyo suelo (que nunca se edificaría) se había financiado en la crisis anterior. Aquí se trata de facilitar la liquidez para superar el trance de unos meses sin facturación o facturación baja de muchas pymes cuya vocación es sobrevivir, porque son el *modus vivendi* de su propietario.

No tiene nada que ver con la crisis anterior. Y, si el ritmo de recuperación de la normalidad no es muy lento, el resultado neto para el sector bancario, en el medio plazo, podría ser hasta positivo, generando relaciones de confianza y financiación en términos rentables con muchos clientes. En el peor de los casos, los avales aportados por los Estados para los préstamos a pymes cubrirían la mayor parte de las eventuales pérdidas. En todo caso, descartamos, por regla general, ampliaciones de capital (que en las actuales condiciones de mercado serían muy dilutivas). Por ello, mantenemos en cartera nuestra posición en el sector bancario.

En mi vida profesional he vivido tres grandes desplomes bursátiles. A principios de siglo, la caída de las tecnológicas (desde niveles de valoración muy elevados). En ese caso, la bolsa cayó porque, objetivamente, estaba cara. O, dicho de otra forma, tenía un precio que solo se justificaba con altísimas expectativas de crecimiento de beneficios. Hace doce años la caída bursátil fue provocada por una crisis financiera, y se centró, principalmente, en el sector bancario (que cotizaba, también, a múltiplos muy elevados tras una expansión desmesurada del crédito en los años anteriores).

El actual desplome no responde ni a altas valoraciones previas, ni a una crisis financiera. Se debe a una incertidumbre generada por un parón brusco de la economía. Que todos asumimos que,

aunque muy profundo, será temporal. Solo falta cerciorarnos de que ese espacio temporal será breve.

Un trimestre de parálisis y dos o tres trimestres más a medio ritmo, que es lo que ahora mismo podemos prever es, en la perspectiva empresarial de largo plazo, un plazo muy breve. A medida que veamos que volvemos a la normalidad, cuando vayamos viendo gente comprando ropa, entrando en un concesionario de automóviles, bebiendo cerveza en una terraza, bañándose en la piscina de un hotel, o cogiendo un avión para irse de vacaciones, nos convenceremos de que la crisis del coronavirus fue un breve paréntesis en nuestras vidas. Y así será, sin duda. Y espero que bien pronto.

Más que nunca, muchas gracias por su confianza,

Josep Prats

Gestor de Abante European Quality

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 13/05/2020 y ABANTE ASESORES no asume compromiso alguno de actualización o revisión de su contenido.