

## GPM CIRENE CAPITAL. ISIN: ES0142630021

-Gestor desde abril 2021: Ignacio Pérez Castelblanque  
[ignacio.perez@gpmbroker.com](mailto:ignacio.perez@gpmbroker.com)  
-Gestora: Inversis Gestión SGIIC (Grupo Banca March)  
-Gestión delegada: Gestión de Patrimonios Mobiliarios SV S.A.  
-Depositario: Banco Inversis S.A. (Grupo Banca March)

-Valor liquidativo (09/04/2025): 11,20 euros  
-Categoría CNMV: renta variable internacional  
-Comisión de gestión: 1,25%  
-Comisión sobre resultados: 8,00%

### CARTA 1<sup>er</sup> TRIMESTRE 2025.

Estimados inversores y socios,

En las próximas páginas trataré de explicar el asunto de los aranceles establecidos por Donald Trump, que tanta preocupación y volatilidad han traído al mercado, y mi visión al respecto.

**En el primer trimestre de 2025 nuestro fondo tuvo una rentabilidad del -5,49%** (S&P500 -4,59%, Eurostoxx50 +7,20%, Nasdaq Composite -10,42%, MSCI World -2,14%, Ibex35 +13,29%, Dow Jones Ind. Avg. -1,28%, Shanghai Composite -0,48%).

La caída del valor de nuestro fondo en este primer trimestre se debe principalmente a: i) una corrección de las bolsas americanas tras las fuertes subidas de finales de 2024 debidas a la victoria de Donald Trump en las elecciones presidenciales americanas; ii) a la significativa caída del valor del USD (que continua depreciándose debido a la actual guerra comercial); iii) a los aranceles impuestos por Estados Unidos anteriores a los anunciados el 2 de abril y a la expectativa de que iba a subirlos fuertemente (como ocurrió posteriormente)

La rentabilidad acumulada de nuestro fondo vs. los fondos de nuestra categoría<sup>(1)</sup> desde que asumí la gestión a finales de abril 2021 y hasta el día 6 de abril de 2025 es la siguiente:

MORNINGSTAR

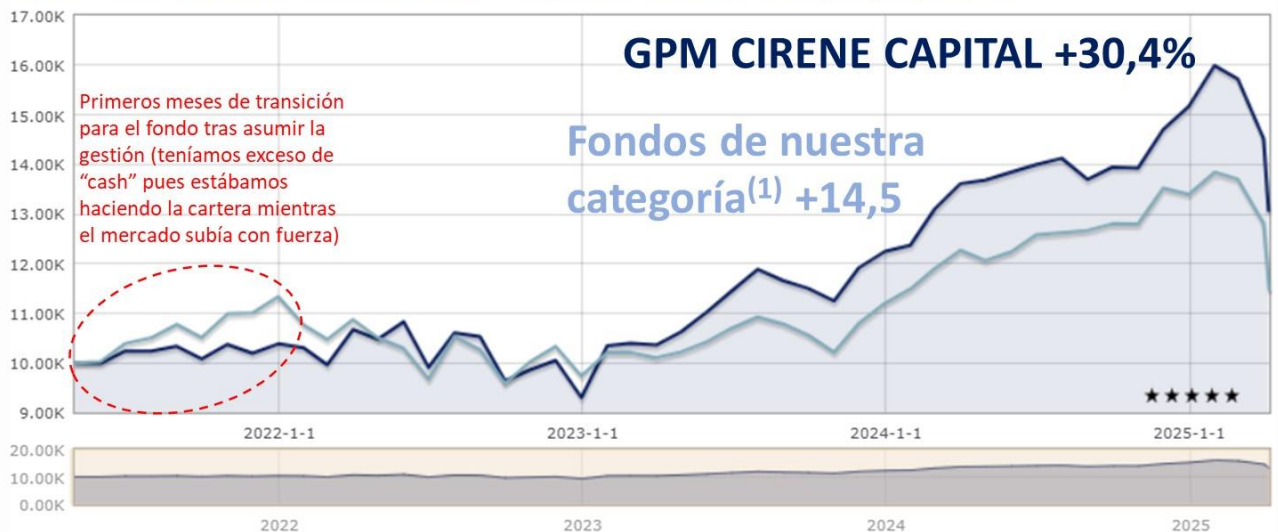
## GPM Gestión Activa Cirene Capital FI

26/04/2021 - 06/04/2025

1m 3m 6m Año 1a 3a 5a 10a Máx

● GPM Gestión Activa Cirene Capital FI : 13.04K

● RV Global Cap. Grande Blend [Categoría] : 11.45K



Fuente: Morningstar (26 abril 2021 – 6 abril 2025); (1) Categoría: Renta Variable Global Capitalización Grande Blend

Como os decía al principio de esta carta, **la actualidad de las noticias económicas, financieras y geopolíticas viene marcada por la nueva política de fuertes aranceles “recíprocos” que la administración Trump anunció el 2 de abril de 2025** y que afectaban a 185 países. Aunque el mercado americano ya había sufrido pérdidas considerables en el primer trimestre del año debido al anuncio de aranceles previos por parte del gobierno americano, los aranceles del 2 de abril causaron profunda preocupación en los mercados financieros de todo el mundo (del 2 de abril al 9 de abril el S&P 500 bajó un -12,1%, el Nasdaq Composite un -13,2%, el Eurostoxx50 un -12,8%, Ibex 35 -11,6% y MSCI World -11,3%).

**Los aranceles, tal y como los anunció Donald Trump el 2 de abril, eran una decisión muy arriesgada y perjudicial para la economía mundial**, y por supuesto para Estados Unidos, aunque quizás no fueron más que una estrategia para poner en alerta a todos los países y obligarles a negociar, pues, tras el anuncio del 2 de abril, más de 75 países, según el gobierno americano, se pusieron en contacto con ellos para negociar, y **el 9 de abril, probablemente debido a la presión de los mercados y a la intención real de Donald Trump de negociar, el Presidente de Estados Unidos anunció a través de su red social Truth Social una pausa de 90 días en los aranceles “recíprocos”** para la mayoría de los países, para negociar durante ese período, reduciendo la tasa arancelaria al 10% con efecto inmediato durante esos 90 días. De momento esta medida excluye a China, a la cual Estados Unidos le ha incrementado el arancel al 145%, mientras China ha subido sus aranceles a Estados Unidos hasta el 125% (y no los subirán más han declarado). Por su parte, en una entrevista el 9 de abril, Donald Trump declaró igualmente que su intención es negociar con China. Supongo que poco a poco China y Estados Unidos acercarán posiciones y se pondrán a negociar por su propio beneficio.

El anuncio de esta pausa, y establecimiento de un arancel base del 10% durante este periodo de 90 días, trajo consigo fuertes subidas en las bolsas mundiales.

**¿Por qué ha establecido Donald Trump estos aranceles? Seguramente para negociar, pero el problema crónico y de fondo de Estados Unidos es un déficit comercial histórico con el resto de países del mundo, que Donald Trump ha decidido afrontar.**

**¿Qué es el déficit comercial?** Importar más bienes y servicios de otros países que los que exportas (vendes). El presidente Donald Trump ha declarado que, para él, “un déficit comercial es una pérdida”. Y el déficit comercial de bienes de Estados Unidos en 2024 fue de 1,21 billones de USD (1,06 billones en 2023; por dar un orden de magnitud, el PIB de España en el año 2023 fue de ca. 1,62 billones de USD). Esto significa que EE.UU. importó mucho más de lo que exportó, especialmente en bienes como aparatos electrónicos e informáticos, teléfonos móviles, automóviles, ropa, petróleo, juguetes, etc. principalmente de países como China, México, la Unión Europea, etc. **Algunos analistas argumentan que Estados Unidos tiene un déficit comercial en la balanza de bienes, pero que tiene un superávit comercial en la de servicios. Y es cierto. Pero el superávit en servicios, no compensa ni de lejos el déficit en la balanza de bienes.**

Por dar cifras, su superávit en servicios es de 295.000 millones de USD (los servicios incluyen servicios financieros, suscripciones de “streaming”, software, trabajos de consultoría, etc.). Pero si al déficit comercial en bienes (1,21 billones de USD) le restamos en superávit comercial en servicios (295.000 millones de USD) **el déficit comercial americano sigue siendo la gigantesca**

**cantidad de más de 900.000 millones de USD. Y esto preocupa a Trump. Mucho. Y es normal que le preocupe en mi opinión.**

**¿Por qué tiene Estados Unidos un déficit comercial tan gigantesco?** Por distintos motivos, entre otros:

- i) **Por su alta demanda interna. Estados Unidos es una economía de consumo masivo.** Los estadounidenses tienen un alto poder adquisitivo, y consumen y compran mucho. Y muchos de estos productos (aparatos electrónicos, televisores, ropa, juguetes) son importados, porque suelen ser más baratos o simplemente no se producen localmente en la misma cantidad, calidad o precio.
- ii) **El dólar americano es la moneda de reserva mundial**, i.e., es la moneda dominante en el comercio a nivel global, admitida por todo el mundo, con los bancos centrales amontonando grandes depósitos de la misma como reserva de valor y para realizar transacciones internacionales. Al ser admitida en todo el mundo, EE.UU. puede importar más y pagar con USD por todo el mundo sin una presión bajista sobre el tipo de cambio del USD. Otros países están dispuestos a aceptar dólares y financiar el déficit (comprando bonos del Tesoro Americano, por ejemplo). **Al ser la divisa de reserva a nivel mundial, y quererla todo el mundo, el USD está sobrevalorado en relación a los fundamentales de la economía americana. Hay estimaciones de que su tipo de cambio está sobrevalorado un ca. 15-20%, y un dólar americano sobrevalorado dificulta las exportaciones americanas (son más caras) y su facilita las importaciones (son más baratas).** Por supuesto, que el USD sea la divisa reserva, otorga a Estados Unidos muchos privilegios, como emitir USD en ingentes cantidades para financiar déficits o modificar su política monetaria sin que su valor se hunda ni cree inflación.
- iii) **Deslocalización industrial. Muchas empresas estadounidenses fabrican bienes en el extranjero** (China, México, etc.) que luego se importan desde Estados Unidos, aumentando el déficit comercial americano, pero proveyendo productos mucho más baratos que si se fabricaran en Estados Unidos.
- iv) **Especialización económica. Estados Unidos exporta servicios de alto valor añadido** (software, películas, banca, consultoría, servicios de "streaming", servicios de "cloud"), **pero importa bienes físicos, que tienen un volumen mayor en términos de valor comercial.**

**¿Es un problema el déficit comercial de Estados Unidos? El hecho de tener un déficit comercial tiene beneficios para los ciudadanos americanos**, pues significa que disfrutan de importaciones baratas (ropa, electrónica, coches) y los precios se mantienen bajos, aumentando el poder adquisitivo de los estadounidenses, i.e.: ahora mismo, **sin déficit comercial, el coste de vida subiría y su capacidad adquisitiva se reduciría.**

**Y aunque el déficit comercial de EE.UU. no es un "problema" que vaya a provocar una crisis inminente, gracias a la posición única del dólar y a la fortaleza de la economía americana, sí plantea desafíos muy importantes en el medio-largo plazo**, entre otros:

- i) **Elevada deuda externa.** El déficit se financia parcialmente con deuda. Otros países, como China o Japón, aceptan dólares como moneda de pago y compran bonos del Tesoro Americano, lo que aumenta la dependencia de capital extranjero. Si estos países redujeran su inversión en bonos americanos, podría haber presión sobre las tasas de interés o la cotización del dólar.
- ii) **Pérdida de empleos industriales en el país y del peso del sector industrial americano en el mundo.** Algunos economistas argumentan que el déficit produce una erosión de la producción industrial americana. Regiones como el "Rust Belt" (Cinturón del Óxido) han perdido empleos en sectores como el acero o la automoción, básicos para que exista una clase media, hecho atribuido en parte a la competencia de las importaciones.
- iii) **Vulnerabilidad estratégica.** Dependier de importaciones para bienes clave (como semiconductores, medicamentos, equipos de diagnóstico médico, equipamiento de telecomunicaciones, etc.) podría ser un riesgo en caso de conflictos geopolíticos o interrupciones en la cadena de suministro, como se vio durante la pandemia del COVID-19.

**¿Cuál es la visión de Donald Trump, sus asesores y muchísimos americanos respecto a los aranceles?**

**Para muchos americanos, la relación comercial con China ha sufrido graves desequilibrios desde hace décadas lo que ha supuesto una masacre para el sector industrial americano;** así, argumentan que mientras las empresas chinas venden con mínimas barreras de entrada sus productos en Estados Unidos, las empresas americanas (y otros países):

- Soportan altos aranceles para vender sus productos en China;
- Sufren una fuerte regulación si quieren vender o invertir en China, dificultando fuertemente su establecimiento en el mercado chino, suponiendo esto un obstáculo parecido a un arancel;
- Sufren con frecuencia el quebranto de sus derechos de propiedad intelectual por parte de empresas chinas;
- Compiten contra empresas chinas que muchas veces están fuertemente subvencionadas por el gobierno chino;
- Además, la divisa china, el yuan, ha mantenido un valor artificialmente bajo debido a la intervención del Banco Central Chino, y su valor está claramente depreciado teniendo en cuenta el superávit comercial chino, sus reservas de divisas y su fuerte economía. Un yuan infravalorado facilita la venta de los productos chinos en el extranjero.

**Estados Unidos argumenta que el libre comercio tiene que ser simétrico entre países, y puesto que no lo ha sido, se ha producido un flujo comercial muy favorable a China. ¿Cuál ha sido el resultado?**

- Fuerte reducción del sector industrial americano;

- Empobrecimiento de la clase media americana que ha perdido seguridad económica, mientras los beneficios de las compañías americanas alcanzaban cifras record debido a la reducción de sus costes laborales y de producción;
- Reducción de la seguridad de suministro en bienes críticos (semiconductores, medicamentos, equipamiento médico y tecnológico, maquinaria industrial, etc.).

Por lo tanto, **con el establecimiento de aranceles, o en su caso, la negociación con el resto de países de nuevas relaciones comerciales, consideran que Estados Unidos logrará:**

- **La reconstrucción de la capacidad industrial del país a gran escala, y el resurgimiento de su sector industrial.** Si quieres vender en Estados Unidos, el país que más consume del mundo, tienes que producir en Estados Unidos, y además para que traigas tus fábricas a Estados Unidos e inviertas en el país, vas a tener unas ventajas fiscales excepcionales;
- **Una operación de redistribución de la riqueza masiva y fortalecimiento de la clase media.** Desde al año 2000, Estados Unidos ha perdido ca. 5 millones de empleos industriales; así pues, si las empresas traen de vuelta sus fábricas a Estados Unidos, se crearán empleos con altos salarios y se fortalecerán las cadenas de distribución evitando disrupciones como las del COVID-19;
- **La creación de un espacio común para el comercio mundial, en el que aquellos países que se alineen con Estados Unidos tendrán términos preferenciales** y crearán un bloque común cooperando en materias de comercio, cadenas de suministro y seguridad;
- **Más seguridad nacional** (fabricación de productos estratégicos y críticos como semiconductores, medicamentos, mayor producción de petróleo y gas asegurando la independencia energética del país, etc).

Siendo la forma de operar y maneras diplomáticas de Donald Trump muy poco convencionales, **sí coincide en que el gigantesco y creciente déficit comercial americano es un grave problema para Estados Unidos en el medio plazo.** Y coincide parcialmente en algunos argumentos; ¿tiene sentido traer fábricas de ropa, juguetes u otros productos de bajo valor añadido que se pueden fabricar más baratos en el extranjero? Seguramente no; ¿tiene sentido traer fábricas de semiconductores o inversiones en inteligencia artificial? En mi opinión, sí; ¿tiene sentido importar petróleo teniendo unos recursos naturales ingentes y pudiendo ser una potencia exportadora? En mi opinión, no. Y así otras tantas cosas.

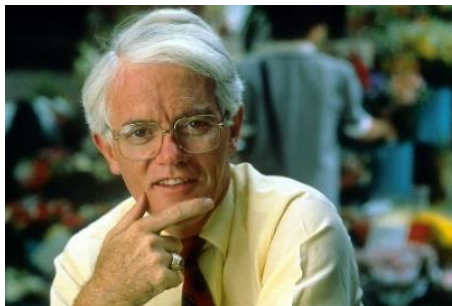
Así las cosas, **los riesgos de haber establecido de golpe una política tan agresiva de aranceles no son pequeños** y se podrían traducir en:

- Represalias de otros países;
- Inflación a corto plazo por la subida de costes;
- Roturas de las cadenas de suministro;
- Fuerte volatilidad en los mercados financieros (que ya se está produciendo), derivando en una menor inversión y financiación de las actividades empresariales.

La estrategia es sin duda arriesgada y disruptiva, pero una parte de la población americana está dispuesta a correr ese riesgo (al menos de momento). Quizás el mayor error ha sido establecer de golpe unos aranceles sumamente altos a todos los países sin excepción, lo que ha provocado

profunda preocupación en los mercados y agentes económicos, y más teniendo en cuenta que **la economía, aunque es una ciencia lógica, no es una ciencia exacta**, y a pesar de que 2+2 sobre el papel son 4, su extrapolación a la realidad económica no siempre es tan exacta, y la certidumbre con tus socios comerciales es fundamental. **Un problema que se ha dejado crecer durante décadas no se puede solucionar de golpe.**

A pesar de la volatilidad creciente en los mercados financieros y en nuestras inversiones, mantengo mi postura de que hay que permanecer invertido y no hacer “market timing”, recordándoos la frase que continuamente os repito del legendario inversor Peter Lynch: ***“Se ha perdido mucho más dinero preparando las correcciones del mercado, o tratando de anticiparlas, del que se ha perdido en realidad con las mismas correcciones”***



Como vengo repitiendo en mis cartas a los socios, **aunque el mercado siempre tiene factores de incertidumbre, confío en el potencial de nuestra cartera por su fuerte perfil de generación de caja y crecimiento al mismo tiempo.**

## NUESTRAS INVERSIONES

Actualmente el ca. 10,7% del patrimonio de nuestro fondo está en liquidez, lo que nos va permitir hacer comprar tras las fuertes caídas sufridas en las bolsas mundiales. Probablemente haremos las compras poco a poco pues no descarto mayores caídas y volatilidad que nos presentarán buenas oportunidades. También es un buen momento de ajustar nuestra cartera, vendiendo aquellos valores que están “más caros” para comprar aquellos que considero están actualmente baratos.

**Durante el primer trimestre de 2025 hemos realizado plusvalías** deshaciendo nuestra posición en el REIT de hospitales americano *Medical Properties Trust*, y vendiendo parte de nuestra posición en *Clariane SE*.

Hemos comprado acciones de *Adobe*, *Uber* y *Vonovia*.

Esta última, ***Vonovia***, es una empresa que hemos comprado y vendido ya dos veces en los últimos años y siempre nos ha hecho ganar dinero. Es la mayor empresa inmobiliaria de activos residenciales en Alemania (ca. 500.000 viviendas por todo el país) y en los últimos meses su precio ha caído de manera significativa debido a: i) la reducción del valor de los activos inmobiliarios en Alemania; ii) un supuesto exceso de oferta de vivienda en el país; iii) al empeoramiento de las perspectivas económicas y, iv) su alto nivel de deuda (muy común en todas las empresas inmobiliarias).



Aunque en la situación actual de mercado ha cambiado radicalmente en las últimas semanas debido a la guerra comercial, considero que el precio al que compramos las acciones de *Vonovia* era muy atractivo y ya había descontado todos los riesgos mencionados anteriormente.

Por dar cifras:

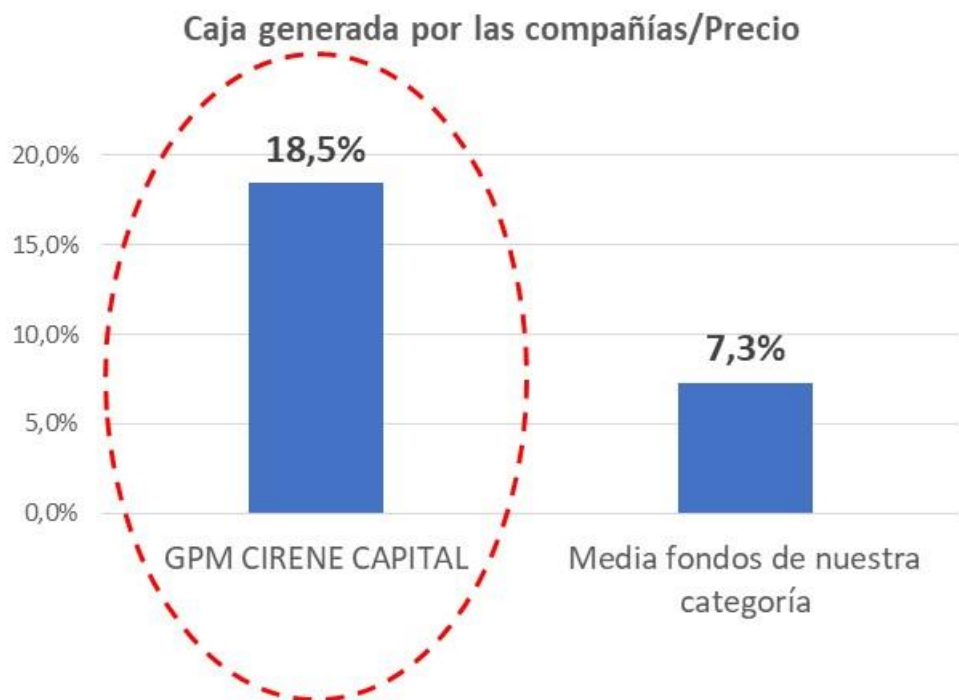
- El precio medio del m<sup>2</sup> de la vivienda de obra nueva en Alemania es de 5.400 euros/m<sup>2</sup> ;
- El precio medio del m<sup>2</sup> de la vivienda de segunda mano en Alemania es de 3.360 euros/m<sup>2</sup> ;
- Vonovia, conservadoramente, valora el m<sup>2</sup> de sus activos residenciales en 2.278 euros/m<sup>2</sup> ;
- El precio medio por m<sup>2</sup> equivalente al que yo calculo que hemos comprado las acciones de *Vonovia* es de ca. 1.700 euros/m<sup>2</sup>

Por tanto, considero que hay un amplio margen de seguridad (i.e. las acciones no estaban caras cuando las compramos) y al mismo tiempo hay potencial de subida en la cotización de *Vonovia* (teniendo en cuenta que ya llevan una subida considerable desde que las compramos). En cualquier caso, Vonovia parece un activo estable debido a la demanda de vivienda en Alemania, a su buena gestión operativa y a una mejor situación financiera a la que tuvo en el pasado reciente, que le ha permitido implantar una política de dividendos estables. El nivel de ocupación de sus activos es del 98%.

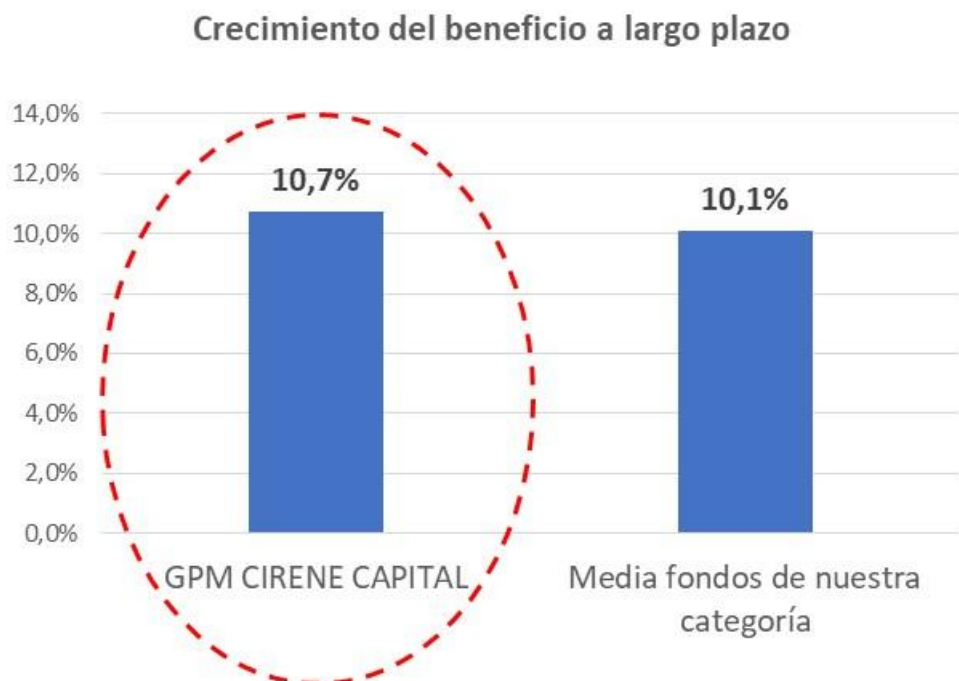
Al final de esta carta he añadido un apéndice en el que incluyo los comentarios que hice sobre *Vonovia* en mi carta a los inversores en enero de 2023, por si alguien quisiera repasarlos. Por esa época hicimos nuestra primera inversión en la compañía.

**[SIGUE EN LA PÁGINA SIGUIENTE]**

**Mantenemos un perfil de fuerte generación de caja y significativo crecimiento en nuestras inversiones.** Adjunto debajo datos ofrecidos sobre nuestra cartera de inversiones por *Morningstar.com*;



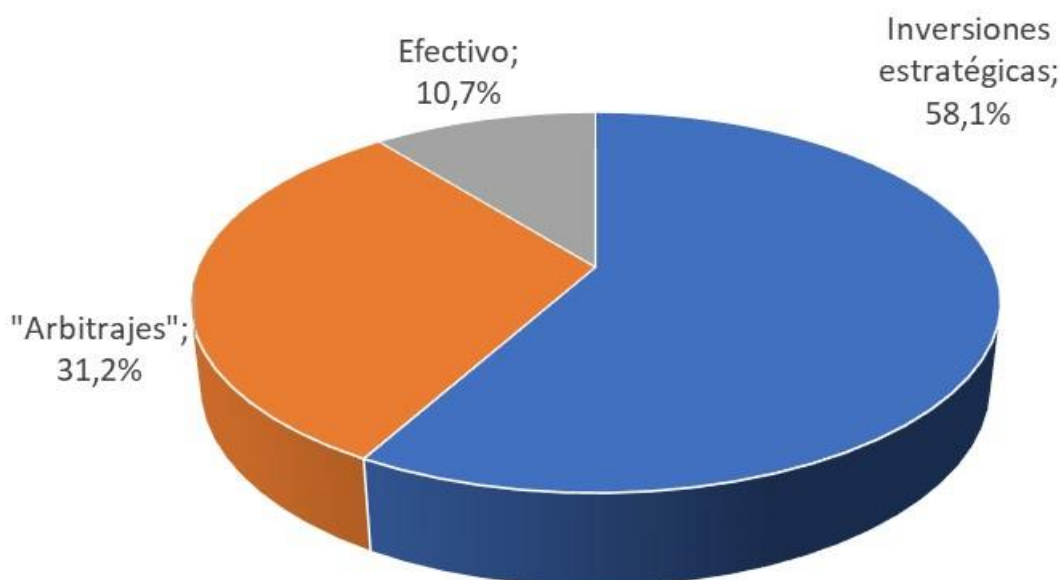
Fuente: *morningstar.com* a 31 de marzo de 2025



Fuente: *morningstar.com* a 31 de marzo de 2025



La composición de nuestra cartera según el tipo de inversión (estratégica o arbitraje) es la siguiente:



Fuente: elaboración propia.

**-Inversiones estratégicas:** empresas a mantener en cartera durante periodos de tiempo largos o relativamente largos según su evolución. Suelen tener una fuerte posición de mercado, negocios con muy altas barreras de entrada, crecimiento sostenible en el largo plazo y fuerte generación de caja. **A la hora de invertir en este tipo de empresas la gran incógnita es saber hasta cuánto es razonable pagar, pues algunas cotizan a múltiplos muy altos.** Nuestra cartera incluye principalmente empresas de software, comercio electrónico, media, semiconductores y "9fintech". Entre otras empresas están Microsoft, Alphabet, VISA, KLA Corp., Uber, Fortinet, EPAM, etc.

**-"Arbitrajes":** así llamadas por mí, no tienen por qué tener todas las características de las inversiones estratégicas y suelen ser inversiones para el corto/medio plazo. Son compañías claramente infravaloradas, empresas en las que existe un claro arbitraje de múltiplos, "cash cows" a precios bajos, o empresas en las que algún evento corporativo o de mercado vaya a aumentar su precio. Entre ellas hay bancos, empresas inmobiliarias, de energía, servicios tecnológicos, etc. Algunas de ellas tienen fuertes posiciones de mercado con altas barreras de entrada. Entre nuestras empresas "arbitraje" están Citigroup, ABN AMOR, Semapa, Digital Value, Repsol, Volkswagen, etc.

Como siempre os digo, si alguno de vosotros quiere hablar conmigo, os animo a que me enviéis un email a la dirección de correo abajo indicada y fijamos una hora para hablar.

Un saludo,

Ignacio Pérez

Gestor, GPM Cirene Capital FI

[ignacio.perez@gpmbroker.es](mailto:ignacio.perez@gpmbroker.es)

Para más información del fondo o para contratarlo puedes contactarnos en

[ignacio.perez@gpmbroker.es](mailto:ignacio.perez@gpmbroker.es)

\* Este documento no constituye una oferta o recomendación para la adquisición, venta o cualquier tipo de transacción con las participaciones del Fondo. Ninguna información contenida en él debe interpretarse como asesoramiento o consejo. Las decisiones de inversión o desinversión en el Fondo deberán ser tomadas por el inversor de conformidad con los documentos legales en vigor en cada momento. Las Inversiones de los fondos están sujetas a las fluctuaciones del mercado y otros riesgos inherentes a la inversión en valores, por lo que el valor de adquisición del Fondo y los rendimientos obtenidos pueden experimentar variaciones tanto al alza como a la baja y cabe que un inversor no recupere el importe invertido inicialmente. Rentabilidades pasadas no garantizan rentabilidades futuras. Pese a que la información utilizada en el análisis de valores se considera fiable, no se puede garantizar la exactitud de la misma y las valoraciones y proyecciones estimadas podrían no cumplirse. Las posiciones mostradas son a fecha de publicación del presente documento y son susceptibles de cambios sin previo aviso.

## **\*\* APÉNDICE I. COMENTARIOS SOBRE VONOVIA REALIZADOS EN LA CARTA A LOS INVERSORES DE ENERO 2023 (1/3) \*\***

\*\*\*\*\*

### **NUESTRAS INVERSIONES**

A día de hoy nuestra posición de liquidez se sitúa en el ca. 8% del patrimonio del fondo. Como adelantamos en cartas anteriores, **durante los últimos meses del año 2022 llevamos a cabo un proceso de rotación de activos significativo**, vendiendo valores que se habían apreciado y que considerábamos tenían un potencial de subida menor. Por el contrario, compramos acciones de otras empresas que considerábamos infravaloradas.

Entre las inversiones hechas figuran dos inmobiliarias alemanas, **Vonovia y TAG Immobilien**, donde invertimos a finales del año 2022, y que **tras importantes subidas tampoco descartamos vender parcialmente**.

**Vonovia tiene ca. 549.000 viviendas en propiedad**, principalmente en Alemania (90% del total) y en menor medida en Austria y Suecia. Su capitalización bursátil actual es de unos 20.000 millones de euros. **Cuando realizamos la inversión sus acciones habían caído un ca. 64% desde máximos de agosto 2021, debido principalmente a la subida de tipos de interés**. Las empresas inmobiliarias, como las de infraestructuras, suelen operar con altos niveles de deuda para aumentar la rentabilidad de los accionistas, debido normalmente a la seguridad y recurrencia de sus flujos de caja, derivados en el caso de Vonovia de los arrendamientos de las viviendas que tiene en propiedad.



## **\*\* APÉNDICE I. COMENTARIOS SOBRE VONOVIA REALIZADOS EN LA CARTA A LOS INVERSORES DE ENERO 2023 (2/3) \*\***

\*\*\*\*\*

La fuerte subida de los tipos de interés afecta al valor de los activos inmobiliarios y de las empresas inmobiliarias por distintos motivos, entre otros:

- i) El coste de oportunidad del dinero sube: si el tipo de interés que los inversores reciben por su dinero aumenta, la rentabilidad de los activos inmobiliarios también debería subir (i.e. el precio debe bajar pues las rentas no aumentan de manera inmediata);
- ii) Los gastos financieros (intereses que debe pagar por su deuda) suben mucho debido a su alta deuda, y por tanto el beneficio de la compañía se reduce.

**La caída del 64% en el precio de la acción otorgaba un margen de seguridad importante al comprar nuestras acciones en Vonovia, pues implicaba, entre otras cosas, que el valor de sus activos residenciales debía caer más de un 30% vs. su valor en libros.**

Aunque no imposible, sí parecía difícil que el precio de la vivienda en Alemania se redujera bruscamente, debido a los siguientes factores:

i) **El precio de la vivienda se rige por patrones distintos al de otros activos inmobiliarios.** En el segmento de oficinas, centros comerciales, activos logísticos, etc. operan principalmente inversores institucionales (fondos inmobiliarios, fondos de pensiones, aseguradoras, compañías inmobiliarias, etc.) que tras la subida de tipos de interés aplican de manera mucho más directa descuentos a las valoraciones de dichos activos, siendo previsible que el valor de este tipo de inversiones baje de manera considerable si los tipos de interés permanecen a niveles superiores a los de los últimos años. En el sector de la vivienda, aunque la subida del tipo de interés afectará al precio de los activos residenciales, no lo hará de una manera tan directa, pues la mayor parte de los activos se compran y venden y están en manos de pequeños propietarios e inversores particulares, que utilizan su vivienda para vivir en ella y consideran los activos residenciales una manera ahorrar y crear patrimonio a largo plazo. Por dar cifras, los inversores institucionales poseen menos del 15% de las viviendas en Alemania.

ii) **La vivienda es un activo refugio donde una gran cantidad de particulares invierten, y Alemania es un país donde sus ciudadanos poseen altos ahorros.** De media, cada ciudadano alemán tiene ahorrados ca. 92.000 euros (en cuentas bancarias, depósitos, bonos y acciones). Dicho de otra manera, una familia alemana de 4 personas tendría de media ca. 370.000 euros de ahorros (el valor medio de tasación de cada vivienda de Vonovia es de 170.000 euros). **Este ahorro de los ciudadanos alemanes, y el hecho de que la vivienda es considerada como un activo en el que invertir supone un soporte importante al precio de la vivienda en caso de caídas en los precios.**

iii) **La economía alemana es una de las más sólidas y fuertes del mundo.** Con un PIB per cápita de ca. 51.000 USD (ca. 30.000 USD de España o ca. 44.000 USD de Francia), el país tiene además un nivel de deuda pública relativamente bajo (aprox. 67% del PIB vs. 116%

## **\*\* APÉNDICE I. COMENTARIOS SOBRE VONOVIA REALIZADOS EN LA CARTA A LOS INVERSORES DE ENERO 2023 (3/3) \*\***

---

de España o 115% de Francia por ejemplo), y aunque puede sufrir crisis económicas como cualquier otro, tiene unas condiciones muy favorables para superarla.

iv) **La fuerte demanda de viviendas en Alemania y escasez estructural de producto.** Como dato mencionar que el 98% de las viviendas de Vonovia están alquiladas.

**En la situación actual de mercado, los mayores problemas de Vonovia son: 1) la subida de sus gastos financieros** consecuencia de la subida de los tipos de interés; y **2) el riesgo de refinanciación de su deuda** (que en el momento en que compramos las acciones se situaba en el ca. 43% de deuda sobre valor de sus activos).

Para hacer frente a estos problemas:

1) **Vonovia ha puesto en marcha un proceso de venta de activos por un total de 13.000 millones de euros para reducir deuda.** Como hemos dicho anteriormente, cuando compramos las acciones, estas cotizaban como si el valor de sus activos residenciales hubiera caído más de un 30%, cosa que todavía no ha ocurrido, pues aunque se producen menos ventas de viviendas, los precios se mantienen estables por el momento. En tanto en cuanto Vonovia sea capaz de vender activos con descuentos que no superen ese 30% y repague deuda o recompre acciones con ese dinero, estará generando valor para los accionistas.

2) **Con respecto al riesgo de refinanciación,** Vonovia debe ir refinanciando los vencimientos de su deuda. Como aproximación, **en los próximos años la compañía debe hacer frente a vencimientos de 4.000 millones de euros al año.** Si bien esto siempre supone un riesgo, pues el mercado de capitales (bonos) o el bancario (préstamos) pueden “cerrarse” por falta de apetito de los financiadores, Vonovia cuenta con **dos ventajas:**

i) por un lado, **anualmente genera ca. 2.000 millones de euros de flujo caja de sus negocios (“FFO”) que pueden cubrir una parte importante de esos vencimientos anuales de deuda;**

ii) Por otro lado, es un gigante inmobiliario, con una gran cartera de activos en uno de los países más ricos del mundo como Alemania, **con un alto “rating” crediticio (BBB+ según S&P),** hecho que facilitará la emisión de bonos (a un tipo de interés mayor sin duda) para ir refinanciando sus vencimientos de deuda. **El programa de venta de activos para repagar deuda también dará tranquilidad a sus financiadores** a la hora de emitir nuevos bonos.

