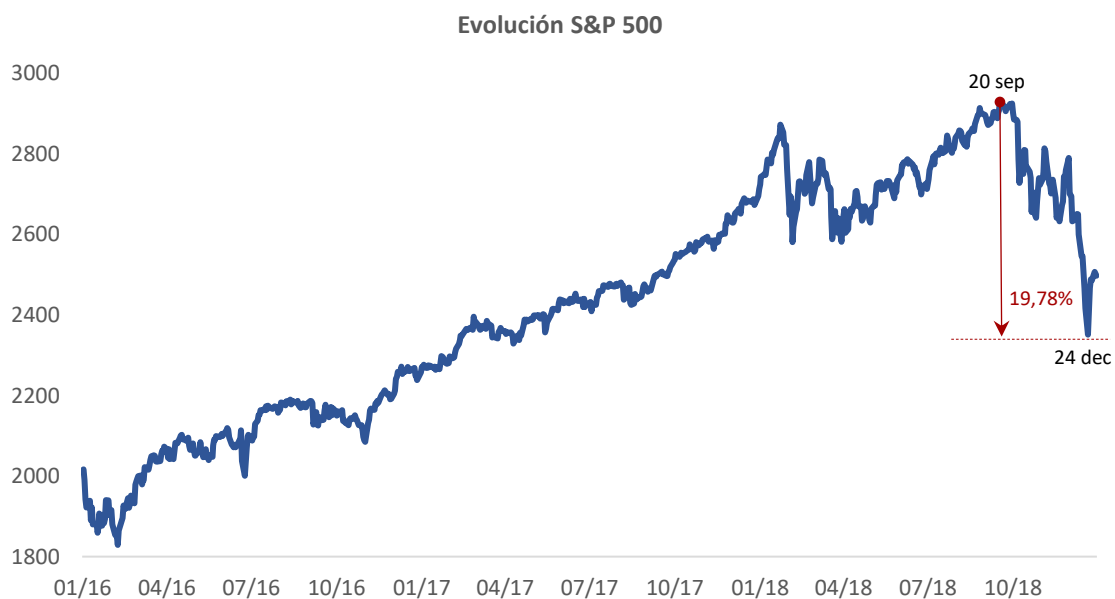


Perspectivas 2019

Aprovechando el cambio de año, no queríamos perder la oportunidad de dirigirnos a vosotros para comentar y poner en perspectiva los grandes movimientos que se han dado en el mercado este último trimestre.

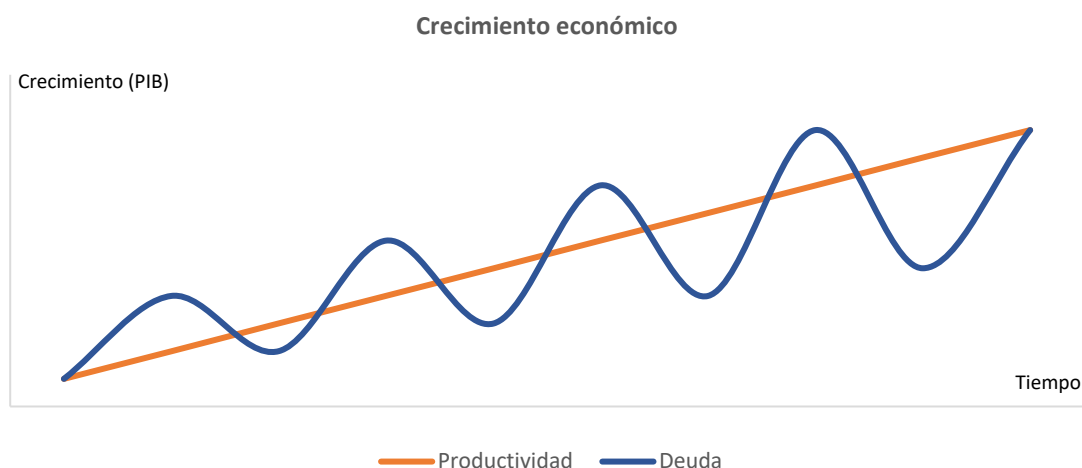
Es conocido nuestro análisis macroeconómico y nuestra particular visión sobre las consecuencias que podrá tener la paulatina normalización de tipos y el fin del programa de expansión cuantitativa (*Quantitative Easing*). Desde entonces se ha iniciado una fuerte corrección en el mercado liderada por las empresas que más se han beneficiado del actual ciclo económico. Desde el máximo histórico que alcanzó el 20 de septiembre hasta el mínimo que marcó el 24 de diciembre, el S&P 500 corrigió un 19,78%. Es decir, no se rompió el mercado alcista, pero faltó muy poco. Por otra parte, la volatilidad esperada para el próximo año ha pasado del 17,22% al 22,17% aumentado un 29%. Sin embargo, aún está lejos de los niveles que esperamos.



Para entender qué está pasando en los mercados, trataremos de hacer una reflexión sobre cómo nosotros entendemos que funciona la macroeconomía. La economía global es como una gran maquinaria compuesta por muchos engranajes que están constantemente ajustándose a cualquier cambio bajo el principio de causa-efecto. Es por ello crucial detectar los engranajes que pueden hacer que la máquina se acabe desajustando.

Nuestro sistema económico se rige fundamentalmente por dos grandes fuerzas, **la productividad y la deuda**. La economía solamente puede crecer o bien por un aumento de las unidades producidas con unos mismos recursos (productividad) o por un aumento de deuda.

La productividad es el factor más determinante a largo plazo, pero se le otorga poca importancia a corto plazo por su baja volatilidad. Los aumentos de productividad son muy lentos y solamente pueden ser observables o significativos cuando los medimos en un conjunto amplio de años. La productividad aumenta paulatinamente año tras año a medida que vamos aprendiendo a hacer las cosas de manera más eficiente produciendo más en menos tiempo y con los mismos recursos.



La deuda sin embargo sí tiene un impacto directo y más cortoplacista tanto en la economía como en los mercados. Va oscilando alrededor de la curva de productividad y es la que provoca los famosos ciclos. Recordemos que dicho flujo es controlado monopolísticamente por los Bancos Centrales, que son los encargados de fijar el tipo de interés del dinero y por tanto incentivan a un mayor endeudamiento con tipos bajos (como ha venido pasando los últimos 10 años) y desincentivan el endeudamiento con tipos altos. Funciona de una manera muy simple:

1. Proporcionando crédito se provee de capacidad adquisitiva que aumenta el consumo en bienes, servicios y activos de inversión
2. Eso genera una aceleración económica y un aumento de los precios de dichos bienes
3. Pero no olvidemos que el crédito también crea deuda, que deberá repagarse más adelante disminuyendo el consumo en bienes, servicios y activos de inversión
4. Lo que generará una desaceleración económica y caída de los precios

Así podemos afirmar, que el crédito y la deuda impulsan el crecimiento primero, para más tarde deprimirlo. Los ciclos de deuda suelen durar entre 5 y 10 años y el ciclo actual ha sido excepcionalmente largo debido a que partió en el 2008 de un punto muy bajo por la fuerte recesión. El ciclo también ha sido particularmente lento debido al flojo crecimiento de la demanda que en nuestra opinión se debe a la creciente desigualdad provocada por las políticas monetarias de los Bancos Centrales.

Cuando la demanda supera la capacidad de producción, los precios empiezan a subir hasta que los Bancos Centrales deciden restringir el crédito. Actualmente nos encontramos en dicha situación: la demanda es fuerte, la capacidad limitada y el crecimiento de beneficios excepcional. Pero también en este momento, la demanda de crédito es abundante, la inflación empieza a repuntar y eventualmente los Bancos Centrales se ven obligados a subir tipos de interés para frenar el crecimiento que consecuentemente hace que caiga el precio de las acciones y otros activos. Caen porque todos los activos de inversión se valoran como el valor presente de sus futuros flujos de caja, utilizando el tipo de interés como tasa de descuento, por

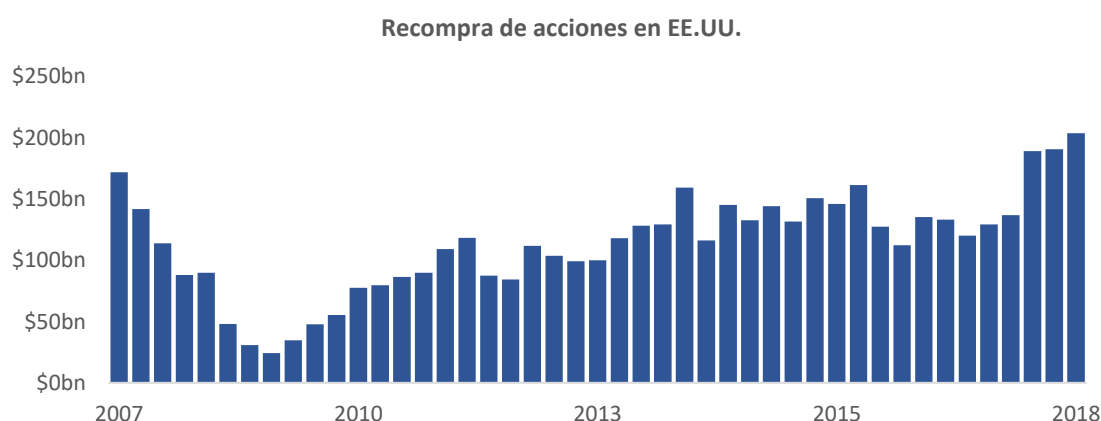
lo que una subida de tipos de interés reduce el valor actual de dichos activos. A la vez, una política monetaria restrictiva frena las expectativas de crecimiento de beneficios.

Por este motivo, no debería sorprender a nadie encontrarse en una situación de crecimiento económico fuerte acompañado por caídas bursátiles y de otros activos. Y de la misma manera, no aceptamos como argumento justificar que las caídas actuales son exageradas *“porque sigue habiendo un crecimiento económico sano”*. Está ocurriendo justo lo contrario a los años 2014, 2015 y 2016, cuando los malos datos económicos eran recibidos con entusiasmo por el mercado porque indicaban que los Bancos Centrales iban a seguir con sus políticas expansivas.

Este último ciclo de deuda ha estado acompañado de bajísimos tipos de interés en términos históricos, y un programa de compra de deuda que ha hecho atractivo para muchas empresas el endeudamiento con el único objetivo de recomprar sus propias acciones y las de otras compañías. Esto ha provocado un mayor aumento del precio de las acciones y ha dejado los balances mucho más endeudados que al principio de la crisis. Además, la reciente reforma fiscal del gobierno americano reduciendo el impuesto de sociedades en pleno crecimiento económico, ha disparado aún más el precio de los activos y ha aumentado el déficit público, que deberá ser financiado con aún más deuda.

Sin embargo, a pesar de las caídas bursátiles que hemos presenciado, creemos que la volatilidad de verdad aún está por llegar. Ésta no llegará hasta que ocurran algunos de los factores que esperamos para determinar que se ha terminado el ciclo:

1. La economía americana entra en recesión: actualmente está creciendo al 3,4%
2. Se frenan las recompras de acciones como consecuencia de las caídas de beneficios empresariales: en el 2018 se han superado todos los récords en cuanto a acciones recompradas por empresas americanas
3. Las subidas de tipos desencadenan impagos en las empresas incapaces de asumir los nuevos costes de financiación más altos: el apalancamiento corporativo y gubernamental se encuentra en máximos históricos



La psicología es el tercer factor relevante, no tanto en la economía, pero sí en el comportamiento de los mercados. Con permiso de Howard Marks (fundador de Oaktree Capital) utilizaremos su ejemplo del péndulo para explicar el efecto de la psicología en el mercado. Cuando balanceamos un péndulo, se mueve de un extremo a otro pasando por el centro (su equilibrio) durante un momento efímero. Los mercados se comportan exactamente igual. Su

equilibrio sería el momento en que el precio de los activos coincide con su valor. Pero el mercado está controlado por todos nosotros, humanos con emociones, con codicia y miedo, y eso provoca que el mercado raramente se encuentre en equilibrio y pase de situaciones de euforia a situaciones de pánico cruzando el centro a grandes velocidades.

Nadie sabe decir exactamente qué fue lo que hizo estallar la burbuja inmobiliaria, pero de alguna manera la euforia se esfumó y apareció el pánico. *“Compra antes de que sea tarde”* fue remplazó por *“vende antes de que no valga nada”*. Creemos que nos encontramos en un punto crítico en que los titulares con noticias negativas y las recientes caídas empezarán a tener impacto en las personas provocando tarde o temprano que el péndulo cambie de dirección con fuerza, y algunos activos financieros, que tantos años llevan sobrevalorados, no solo vuelvan a su valor razonable, sino que pasen a estar infravalorados.

Con esta explicación esperamos haberos ayudado a tener una mayor comprensión de la situación actual y a poder extraer vuestras propias conclusiones que al final son las más importantes. Pero queríamos dejar claro nuestra firme convicción de que la economía y el mercado se mueven por la relación de causa-efecto como lo han hecho siempre, y esta vez no va a ser diferente. La normalización de la política monetaria después del largo periodo de tipos de interés a cero en el momento de mayor endeudamiento de la historia tendrá un impacto significativo en el precio de los activos.

Estos materiales han sido proporcionados por Hanway Capital S.L. (Hanway Capital) y no constituyen, en ningún caso, ningún asesoramiento de inversiones ni comercialización y promoción de ningún fondo. El propósito de estos materiales es únicamente proporcionar una visión y actualización macroeconómica general de los mercados financieros. Además, estos materiales no se pueden divulgar, en su totalidad o en parte, o resumidos o mencionados de cualquier manera, excepto si es acordado con Hanway Capital por escrito. Ninguna parte de estos materiales puede ser utilizada o reproducida ni citada de ninguna forma por la prensa. La información utilizada en la preparación de estos materiales se obtuvo de fuentes públicas. Hanway Capital no se hace responsable que la verificación independiente de esta información sea completa y precisa en todos los materiales. En la medida que esta información incluya estimaciones y previsiones del rendimiento financiero futuro, hemos asumido que representan estimaciones razonables. Ningún contenido del documento tendría que ser considerado como asesoramiento fiscal, contable o legal.

Se aconseja a los lectores de estos materiales que cualquier debate, recomendación u otra mención de cualquier activo no es una solicitud u oferta para operar con estos activos. Este documento sólo proporciona información general, y ni la información ni ninguna opinión expresada constituyen una oferta o invitación para hacer una oferta, para comprar o vender ningún tipo de activo u otros instrumentos financieros o derivados relacionados con estos valores o instrumentos (por ejemplo, opciones, futuros, warrants y contratos por diferencias). Este documento no pretende proporcionar asesoramiento de inversión personal y no tiene en cuenta los objetivos específicos de inversión, la situación financiera y las necesidades particulares de, ni se dirige a, ninguna persona o personas específicas. Los inversores tienen que buscar asesoramiento financiero sobre la conveniencia de invertir en instrumentos financieros e implementar estrategias de inversión que se tratan en este documento y comprender que las perspectivas de futuro no tienen por qué materializarse. Las inversiones en general y, en particular, los derivados implican numerosos riesgos, entre otros, el riesgo de mercado, el riesgo por defecto de contrapartida y el riesgo de liquidez. Ninguna garantía, instrumento financiero o derivado es adecuado para todos los inversores. En algunos casos, los títulos y otros instrumentos financieros pueden ser difíciles de valorar o vender y es difícil obtener información fiable sobre el valor o los riesgos relacionados con el activo o el instrumento financiero. Los inversores deberían tener en cuenta que los ingresos de estos valores y otros instrumentos financieros, si procede, pueden fluctuar y el precio o valor de estos valores e instrumentos puede aumentar o bajar y, en algunos casos, los inversores pueden perder la totalidad de la inversión principal. El rendimiento anterior no es necesariamente una referencia para el rendimiento futuro.

Esta información puede contener referencias o enlaces a sitios web de terceros. Hanway Capital no se hace responsable del contenido de un sitio web de terceros o de cualquier contenido enlazado en un sitio web de terceros. El contenido en estos sitios web de terceros no forma parte de esta información y no está incorporado como referencia. La inclusión de un enlace no implica ningún aval por parte de Hanway Capital. El acceso a cualquier sitio web de terceros correrá bajo su propio riesgo y siempre tiene que revisar las condiciones y las políticas de privacidad de los sitios web de terceros antes de enviarles información personal. Hanway Capital no se hace responsable de las condiciones y políticas de privacidad de terceros y renuncia expresamente a cualquier responsabilidad por ellos.



Carrer Balmes 188
08006 Barcelona
+34 93 152 10 28

**HANWAY
CAPITAL**