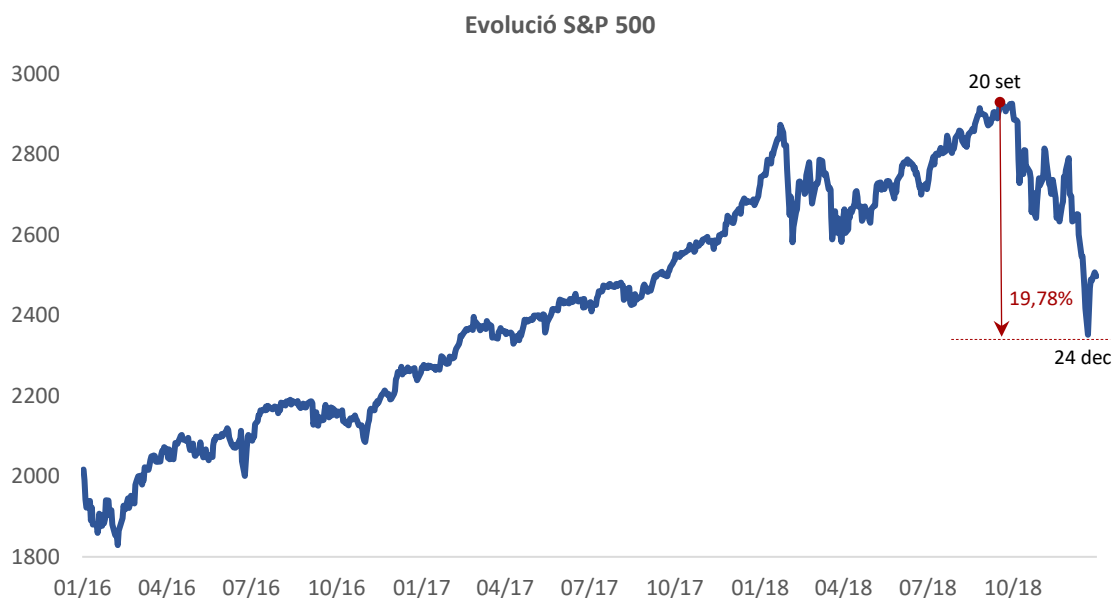


Perspectives 2019

Aprofitant el canvi d'any, no volíem perdre l'oportunitat de dirigir-nos a vosaltres per comentar i posar en perspectiva els grans moviments que s'han donat al mercat aquest últim trimestre.

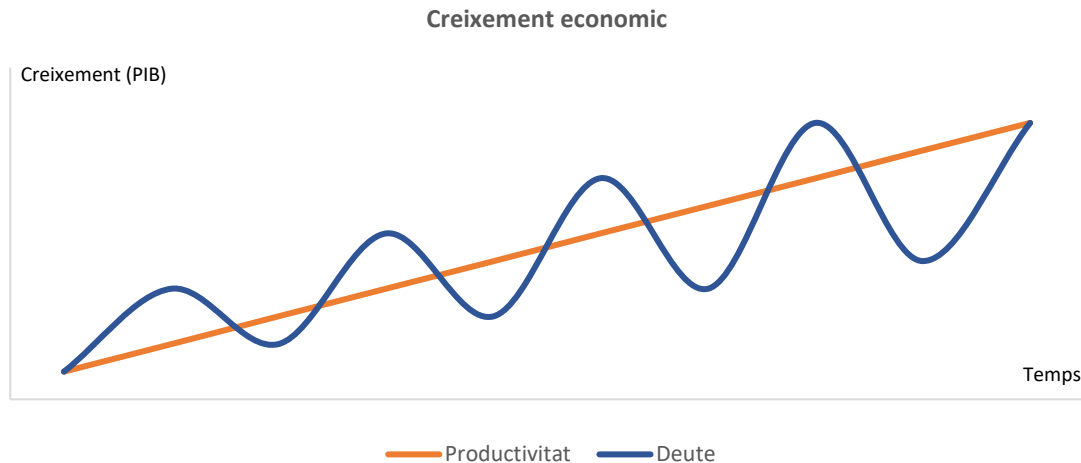
És conegut el nostre anàlisi macroeconòmic i la nostra particular visió sobre les conseqüències que podrà tenir la gradual normalització de tipus i la fi del programa d'expansió quantitativa (*Quantitative Easing*). Des d'aleshores s'ha iniciat una forta correcció al mercat liderada per les empreses que més s'han beneficiat de l'actual cicle econòmic. Des del màxim històric que va aconseguir el 20 de setembre fins al mínim que va marcar el 24 de desembre, l'S&P 500 va corregir un 19,78%. És a dir, no es va trencar el mercat alcista, però va faltar ben poc. D'altra banda, la volatilitat esperada per l'any vinent ha passat del 17,22% al 22,17% augmentat un 29%. Tanmateix, encara està lluny dels nivells que esperem.



Per entendre què està passant als mercats, tractarem de fer una reflexió sobre com nosaltres entenem que funciona la macroeconomia. L'economia global és com una gran maquinària composta per molts engranatges que estan constantment ajustant-se a qualsevol canvi sota el principi de causa-efecte. És per això crucial detectar els engranatges que poden fer que la màquina s'acabi desajustant.

El nostre sistema econòmic es regeix fonamentalment per dues grans forces, **la productivitat i el deute**. L'economia només pot créixer o bé per un augment de les unitats produïdes amb uns mateixos recursos (productivitat) o per un augment del deute.

La productivitat és el factor més determinant a llarg termini, però se li atorga poca importància a curt termini per la seva baixa volatilitat. Els augments de productivitat són molt lents i solament poden ser observables o significatius quan els mesurem en un conjunt ampli d'anys. La productivitat augmenta gradualment any rere any a mesura que anem aprenent a fer les coses de manera més eficient produint més en menys temps i amb els mateixos recursos.



El deute però, sí que té un impacte directe i més a curt termini tant en l'economia com als mercats. Va oscil·lant al voltant de la corba de productivitat i és el que provoca els famosos cicles. Recordem que aquest flux és controlat monopolísticament pels Bancs Centrals, que són els encarregats de fixar el tipus d'interès dels diners i per tant incentiven a un major endeutament amb tipus baixos (com ha estat passant els darrers 10 anys) i desincentiven l'endeutament amb tipus alts. Funciona d'una manera molt simple:

1. Proporcionant crèdit es proveeix de capacitat adquisitiva que augmenta el consum en béns, serveis i actius d'inversió
2. Això genera una acceleració econòmica i un augment dels preus d'aquests béns
3. Però no oblidem que el crèdit també crea deute, que s'haurà de repagar més endavant disminuint el consum en béns, serveis i actius d'inversió
4. Això generarà una desacceleració econòmica i caiguda dels preus

Així podem afirmar, que el crèdit i el deute impulsen el creixement primer, per més tard deprimir-lo. Els cicles de deute acostumen a durar entre 5 i 10 anys i el cicle actual ha estat excepcionalment llarg a causa de que va començar el 2008 d'un punt molt baix per la forta recessió. El cicle també ha estat particularment lent a causa del flux creixent de la demanda que en la nostra opinió és degut a la creixent desigualtat provocada per les polítiques monetàries dels Bancs Centrals.

Quan la demanda supera la capacitat de producció, els preus comencen a pujar fins que els Bancs Centrals decideixen restringir el crèdit. Actualment ens trobem en aquesta situació: la demanda és forta, la capacitat limitada i el creixement de beneficis excepcional. Però també en aquest moment, la demanda de crèdit és abundant, la inflació comença a repuntar i eventualment els Bancs Centrals es veuen obligats a pujar els tipus d'interès per frenar el creixement que en conseqüència fa que caigui el preu de les accions i altres actius. Cauen perquè tots els actius d'inversió es valoren com el valor present dels seus futurs fluxos de caixa, utilitzant

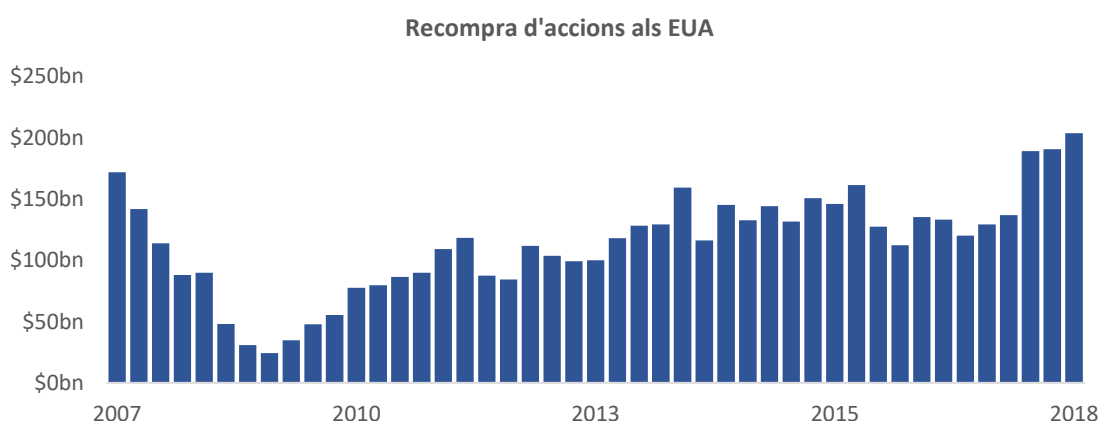
el tipus d'interès com a taxa de descompte, de manera que una pujada de tipus d'interès redueix el valor actual d'aquests actius. Alhora, una política monetària restrictiva frena les expectatives de creixement de beneficis.

Per aquest motiu, no hauria de sorprendre a ningú trobar-se en una situació de creixement econòmic fort acompanyat per caigudes borsàries i d'altres actius. I de la mateixa manera, no acceptem com a argument justificar que les caigudes actuals són exagerades "*perquè continua havent-hi un creixement econòmic sa*". Està passant just el contrari que als anys 2014, 2015 i 2016, quan les males dades econòmiques eren rebudes amb entusiasme pel mercat perquè indicaven que els Bancs Centrals continuarien amb les seves polítiques expansives.

Aquest últim cicle de deute ha estat acompanyat de baixíssims tipus d'interès en termes històrics, i un programa de compra de deute que ha fet atractiu per a moltes empreses l'endeutament amb l'únic objectiu de recomprar les seves pròpies accions i les d'altres companyies. Això ha provocat un major augment del preu de les accions i ha deixat els balanços molt més endeutats que al principi de la crisi. A més, la recent reforma fiscal del govern americà reduint l'impost de societats en ple creixement econòmic, ha disparat encara més el preu dels actius i ha augmentat el dèficit públic, que haurà de ser finançat amb encara més deute.

No obstant això, tot i les caigudes borsàries que hem presenciat, creiem que la volatilitat de veritat encara està per arribar. Aquesta no arribarà fins que passin alguns dels factors que esperem per determinar que s'ha acabat el cicle:

1. L'economia americana entra en recessió: actualment està creixent al 3,4%
2. Es frenen les recompres d'accions com a conseqüència de les caigudes de beneficis empresarials: el 2018 s'han superat tots els rècords pel que fa a accions recomprades per empreses americanes
3. Les pujades de tipus desencadenen impagaments a les empreses incapaces d'assumir els nous costos de finançament més alts: el palanquejament corporatiu i governamental es troba en màxims històrics



La psicologia és el tercer component rellevant, no tant en l'economia, però sí en el comportament dels mercats. Amb el permís d'Howard Marks (fundador d'Oaktree Capital) utilitzarem el seu exemple del pèndol per explicar l'efecte de la psicologia al mercat financer. Quan balancegem un pèndol, es mou d'un extrem a un altre passant pel centre (el seu equilibri) durant un moment efímer. Els mercats es comporten exactament igual. El seu equilibri seria el

moment en què el preu dels actius coincideix amb el seu valor. Però el mercat està controlat per tots nosaltres, humans amb emocions, amb cobdícia i por, i això provoca que el mercat rarament es trobi en equilibri i passi de situacions d'eufòria a situacions de pànic creuant el centre a grans velocitats.

Ningú sap dir exactament què va ser el que va fer esclatar la bombolla immobiliària, però d'alguna manera l'eufòria es va esfumar i va aparèixer el pànic. "*Compra abans que sigui tard*" va ser reemplaçar per "*ven abans que no valgui res*". Creiem que ens trobem en un punt crític en què els titulars amb notícies negatives i les recents caigudes començaran a tenir impacte en les persones provocant tard o d'hora que el pèndol canviï de direcció amb força, i alguns actius financers, que tants anys porten sobrevalorats, no només tornin al seu valor raonable, sinó que passin a estar infravalorats.

Amb aquesta explicació esperem haver-vos ajudat a tenir una major comprensió de la situació actual i a extreure les vostres pròpies conclusions que al final són les més importants. Però volíem deixar clar la nostra ferma convicció que l'economia i el mercat es mouen per la relació de causa-efecte com ho han fet sempre, i aquesta vegada no serà diferent. La normalització de la política monetària després del llarg període de tipus d'interès a zero en el moment de major endeutament de la història tindrà un impacte significatiu en el preu dels actius.

Aquests materials han estat proporcionats per Hanway Capital S.L. (Hanway Capital) i no constitueixen, en cap cas, cap assessorament d'inversions ni comercialització i promoció de cap fons. El propòsit d'aquests materials és únicament proporcionar una visió i actualització macroeconòmica general dels mercats financers. A més, aquests materials no es poden divulgar, en la seva totalitat o en part, o resumits o esmentats de qualsevol manera, excepte si és acordat amb Hanway Capital per escrit. Cap part d'aquests materials pot ser utilitzada o reproduïda ni citada de cap manera per la premsa. La informació utilitzada en la preparació d'aquests materials es va obtenir de fonts públiques. Hanway Capital no es fa responsable que la verificació independent d'aquesta informació sigui completa i precisa en tots els materials. En la mesura que aquesta informació inclogui estimacions i previsions del rendiment financer futur, hem assumit que representen estimacions raonables. Cap contingut del document hauria de ser considerat com a assessorament fiscal, comptable o legal.

S'aconsella als lectors d'aquests materials que qualsevol debat, recomanació o altre esment de qualsevol actiu no és una sol·licitud o oferta per operar amb aquests actius. Aquest document només proporciona informació general, i ni la informació ni cap opinió expressada constitueixen una oferta o invitació per fer una oferta, per comprar o vendre cap tipus d'actius o altres instruments financers o derivats relacionats amb aquests valors o instruments (per exemple, opcions, futurs, warrants i contractes per diferències). Aquest document no pretén proporcionar assessorament d'inversió personal i no té en compte els objectius específics d'inversió, la situació financera i les necessitats particulars de, ni es dirigeix a, cap persona o persones específiques. Els inversors han de buscar assessorament financer sobre la conveniència d'invertir en instruments financers i implementar estratègies d'inversió que es tracten en aquest document i comprendre que les perspectives de futur no tenen per què materialitzar-se. Les inversions en general i, en particular, els derivats impliquen nombrosos riscos, entre d'altres, el risc de mercat, el risc per defecte de contrapartida i el risc de liquiditat. Cap garantia, instrument financer o derivat és adequat per a tots els inversors. En alguns casos, els títols i altres instruments financers poden ser difícils de valorar o vendre i és difícil obtenir informació fiable sobre el valor o els riscos relacionats amb l'actiu o l'instrument financer. Els inversors haurien de tenir en compte que els ingressos d'aquests valors i altres instruments financers, si escau, poden fluctuar i el preu o valor d'aquests valors i instruments pot augmentar o baixar i, en alguns casos, els inversors poden perdre la totalitat de la inversió principal. El rendiment anterior no és necessàriament una referència per al rendiment futur.

Aquesta informació pot contenir referències o enllaços a llocs web de tercers. Hanway Capital no es fa responsable del contingut d'un lloc web de tercers o de qualsevol contingut enllaçat en un lloc web de tercers. El contingut en aquests llocs web de tercers no forma part d'aquesta informació i no està incorporat com a referència. La inclusió d'un enllaç no implica cap aval per part de Hanway Capital. L'accés a qualsevol lloc web de tercers correrà sota el seu propi risc i sempre ha de revisar les condicions i les polítiques de privacitat als llocs web de tercers abans d'enviar-los informació personal. Hanway Capital no es fa responsable de les condicions i polítiques de privacitat de tercers i renuncia expressament a qualsevol responsabilitat per ells.



Carrer Balmes 188
08006 Barcelona
+34 93 152 10 28

**HANWAY
CAPITAL**