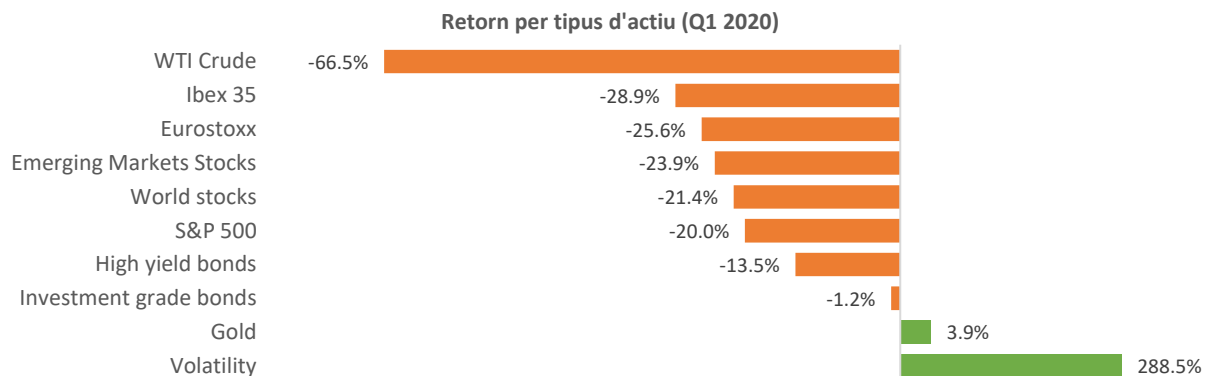


Q1 2020

COVID-19, protagonista del trimestre

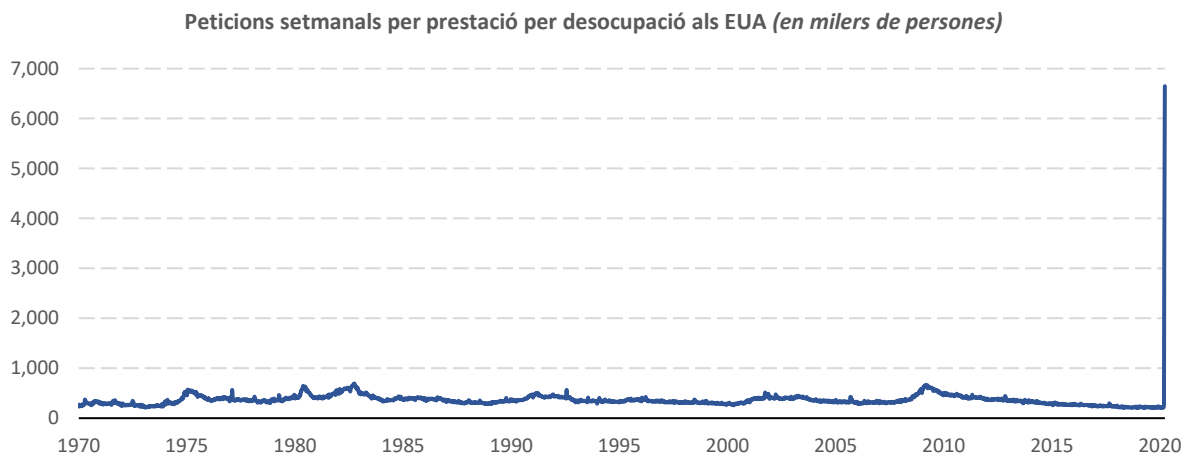
Sens dubte l'inici del 2020 serà un trimestre que passarà a la història dels mercats financers. En només tres mesos, els principals índexs borsaris s'han retrotret a nivells no vistos des del 2016, quan l'elecció de Donald Trump feia presagiar una època de bonança empresarial. El virus ha estat el detonant que ha acabat amb la complaença que existia en molts actius financers, que seguien pujant tot i els riscos que aguaitaven a l'economia global. Si bé la nostra aposta per la volatilitat va tenir el seu origen precisament en aquesta falta de percepció de risc, ningú esperava que aquesta crisi seria tan sobtada. Si el 2008 el mercat va trigar 273 dies a entrar en una espiral a la baixa (caiguda del 20% des del seu màxim), aquesta vegada ho ha fet en un temps rècord de 22 dies. I com és habitual en els últims pànics de mercat, no s'ha salvat cap actiu a excepció de la volatilitat.



El mercat financer es desenvolupa a través d'una constant negociació entre compradors i venedors. Davant el risc d'una recessió o correcció, s'obre un intens debat entre els que creuen que és imminent i els que creuen que el cicle encara té recorregut. Durant el 2019 els optimistes van guanyar el debat i van imposar el seu relat. Fins i tot a principis d'any, quan el Coronavirus assetjava tot el continent asiàtic i amenaçava a l'economia xinesa, els optimistes seguien guanyant la discussió. Només així s'explica que a principis de febrer la renda variable toqués màxims històrics. Tanmateix, quan el virus va desembarcar a Itàlia el món sencer va entendre de manera simultània que les mesures que serien necessàries per a frenar l'expansió de la pandèmia desembocarien en una crisi econòmica. Aquell 20 de febrer es va desencadenar el pànic i 22 dies després, s'havia trencat el mercat alcista més llarg de la història als EUA. S'acabaven així 11 anys seguits sense caigudes de més del 20%.

Estem davant la pitjor crisi humanitària des de la Segona Guerra Mundial, amb més del 50% de la població confinada a casa seva. Es tracta d'una frenada sobtada per l'economia, un cigne negre que no només genera un xoc de demanda, sinó que també d'oferta trencant les cadenes de subministrament globals en un món hiperglobalitzat. A diferència del que va passar el 2008, aquesta crisi no s'ha gestat en el sistema financer i bancari per posteriorment saltar a l'economia real, sinó que és la mateixa economia real que podria acabar contagiant el sistema bancari.

Ningú pot preveure amb exactitud on aterrem, ja que hi ha pocs precedents d'una aturada econòmica de tals dimensions, tot i que la variable que més influirà serà la durada del confinament a escala global i el seu progressiu aixecament. És per això que ens abstindrem de fer cap previsió macroeconòmica, però si podem comentar les primeres dades que comencen a emergir. Les peticions setmanals per prestació per desocupació als EUA s'han enfilat fins als 10 milions de persones en dues setmanes, xifres mai vistes en la història. Hi ha economistes que apunten que la desocupació als EUA podria situar-se ja en els pitjors nivells de la crisi del 2008. A Catalunya, els ERTO afecten ja a 630.000 persones, que sumades a les més de 400.000 que es trobaven sense feina abans del virus, situen la desocupació actual per sobre de les 900.000 persones que es van assolir en el pitjor registre durant l'anterior crisi.



Tot això succeeix en el moment de major endeutament global de la història, tant en termes nominals com relatius. Tot i que les institucions financeres i les famílies es varen desapalancar arran de l'anterior crisi, les corporacions i els Estats es troben en una situació inèdita. Com vam explicar en anteriors informes, als EUA moltes empreses havien caigut en la perversió d'aprofitar l'entorn de baixos tipus d'interès per emetre deute i iniciar programes de recompra d'accions amb un únic objectiu: fer pujar el preu de la seva acció. D'altra banda, i exceptuant casos molt concrets com l'alemany o el neerlandès, pocs Estats en el món han aprofitat el vent de cua dels últims anys per tancar els seus dèficits i començar a reduir deute per arribar millor preparats al següent esvoranc. Això limitarà enormement l'actuació dels Estats que es veuran obligats a seguir endeutant-se indefinidament per calmar el malestar social que es generarà.

Com a nota positiva, cal destacar que les institucions (bancs centrals i governs) han actuat amb celeritat en comparació amb l'any 2008. La Reserva Federal americana ha mobilitzat 4 bilions de dòlars i baixat els tipus d'interès al 0%, mentre que el Banc Central Europeu també ha incrementat el seu programa de recompra d'actius i ha iniciat un nou programa per valor de 750 mil milions d'euros. De moment han aconseguit evitar el col·lapse dels mercats de deute injectant liquiditat i impedit que es desapareixin les primes de risc.

Al seu torn, els governs han mobilitzat paquets fiscals sense precedents per intentar construir un pont de crèdit per a empreses i treballadors entre l'abisme que s'ha obert per la caiguda d'ingressos derivada del confinament total. El govern americà ha anunciat fins a 2 bilions de dòlars en ajudes entre les quals s'inclouen un xec de 1.200\$ sense condicions a tot americà que cobri menys de 75.000\$ i un altre addicional de 500\$ per fill.

Totes aquestes mesures acceleraran un debat que començava a entreveure's en alguns cercles de polítics i economistes, la Teoria Monetària Moderna (*Modern Monetary Theory* en anglès). En la nostra opinió aquesta teoria no té gaire de moderna, ja que els seus preceptes han estat aplicats amb anterioritat: a la República de Weimar dels anys 30, a la Guerra Civil americana i fins i tot en l'Antiga Roma. Es tracta de posar diners de manera més directa en mans dels consumidors per estimular la demanda, ja sigui a través de la despesa pública finançada pels bancs centrals sense contrapartida, ingressant diners directament al compte dels ciutadans, o fins i tot amb grans condonacions de deute. L'efecte a llarg termini pot desembocar en una inflació descontrolada i una depreciació de la divisa respecte a altres actius com l'or.

I ara què? Perspectives per a la resta de l'any

De manera simplificada, ens trobem davant de dos possibles escenaris amb múltiples ramificacions:

Escenari favorable

Com comentàvem anteriorment, no hi ha precedents de tal aturada econòmica. Ni tan sols és comparable a les Guerres Mundials durant les quals es va mobilitzar a part de la població per a la indústria d'armament i el manteniment de les cadenes de subministrament locals. L'estat de l'economia és summament fràgil, però podria aconseguir un equilibri evitant trencar la cadena de confiança sobre la qual es recolza tot el nostre sistema econòmic. Per això són necessàries dues premisses: que el confinament duri el mínim possible a conseqüència d'un ràpid control del virus (com ara a Corea de Sud o Taiwan), i que les institucions siguin capaces de construir el crèdit pont que necessitem per travessar aquest tràngol. Amb les mesures següents ben formulades i implementades es podria aconseguir el tan anhelat rebot en "V", o almenys en "U":

- Els bancs avalats per l'Estat concedeixen crèdits a termes molt atractius a les empreses per evitar fallides per falta de liquiditat
- L'Estat paga als treballadors i autònoms afectats un suport durant aquests mesos, en forma de subsidis per atur
- Els propietaris no cobren lloguer a aquelles empreses o treballadors afectats per la crisi
- Per a aquells propietaris que depenen del lloguer per pagar la hipoteca, el banc no executa el crèdit mentre duri la crisi
- Esforç col·lectiu, principalment per les classes socioeconòmiques més altes, amb més solidaritat i comprensió amb els problemes de liquiditat dels col·lectius més vulnerables
- L'Estat finança tot aquest esforç amb deute. En un mercat normal, seria molt difícil que els inversors prestessin aquests diners a Espanya a termes atractius
- No obstant això, el BCE ha expressat la seva intenció d'evitar que les primes de risc es disparin intervenint en el mercat secundari amb compres massives de deute, i la seva capacitat per fer-ho és teòricament il·limitada.

Totes aquestes mesures no es podran aplicar sense els seus conseqüents efectes secundaris i danys col·laterals, als quals s'haurà de prestar molta atenció des d'un punt de vista d'inversió.

Escenari negatiu

Donada la fragilitat de la situació econòmica, les mesures anteriors no són garantia de l'èxit i qualsevol pas en fals pot fer descarrilar la situació. Si es trenca la confiança, pot començar una cadena de

successos funestos que ens portarien a una crisi molt pitjor que la de l'any 2008, amb majors similituds a la Gran Depressió del crac del 29. Aquesta confiança es pot trencar de diverses maneres condemnant-nos a una situació en "L":

- L'esforç de l'Estat no és suficient i les empreses sense liquiditat fan fallida, destruint per sempre llocs de treball i teixit productiu
- Els propietaris i bancs exigeixen el cobrament dels seus lloguers i quotes hipotecàries sense flexibilitat, generant una tensió social insuportable i una onada de desnonaments
- El BCE perd el control de mercat, i malgrat les seves compres massives, les primes de risc es disparen bloquejant la possibilitat dels Estats per emetre deute

Hanway Capital està en disposició de navegar tots dos escenaris. Encara que els nostres desitjos estiguin dipositats a l'escenari favorable, molts indicadors apunten que la situació no serà fàcil. Com sempre, esperem el millor, però estem preparats per al pitjor.

Les fortes pujades dels últims dies poden generar la falsa percepció que el pitjor ja ha passat, però ens mantenim escèptics de moment. Ningú pot predir amb certesa on es marcarà el sòl així que el més caut és entrar escalonadament al mercat. Tanmateix, per sobre de tot això, desitgem que tant vosaltres com els vostres familiars i amics es trobin bé de salut i estigueu passant el confinament amb el millor ànim possible.

“La certesa no és més que la incapacitat de veure l'alternativa. La certesa, quan és àmpliament acceptada, tendeix cap a la incertesa.”

- Ludwig Wittgenstein

Salutacions,
Hanway Capital

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