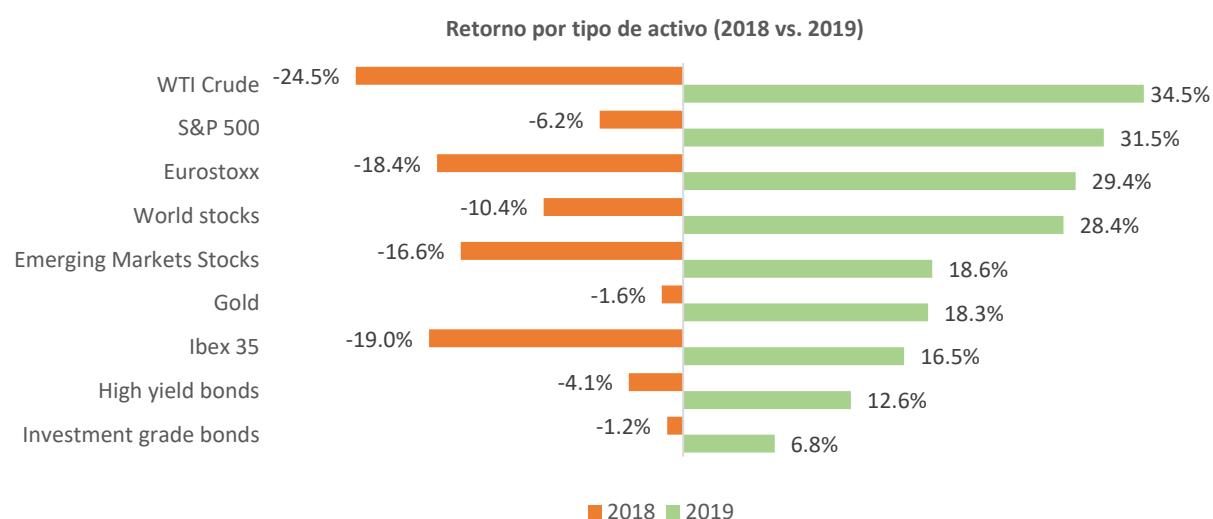


17 enero de 2020

## Q4 2019

### Resumen del año

2019 ha sido un año extraordinario para todo tipo de activos financieros, que en su mayoría han obtenido uno de los mejores retornos de la última década. El S&P 500, índice de referencia americano, ha subido un 31,5% – la mayor subida desde 2013, y antes de ese año, un rendimiento que no se veía desde 1997. La euforia se ha desatado a medida que diversos conflictos políticos se han ido encauzando a finales de año. Parece que la guerra comercial entre EE.UU. y China entra en una tregua que podría durar hasta las elecciones americanas de noviembre de este año, y que la mayoría absoluta de Boris Johnson y su partido conservador facilitará un Brexit ordenado.



Si 2018 fue el año en el que no había refugio ante las caídas (bajaron coordinadamente todos los activos), este año además de para la renta variable también ha sido un año muy positivo para otros activos como el oro (subida del 18,3%), la renta fija (subida del 6,8%) o el petróleo (subida del 34,5%). Creemos que este cambio de paradigma en las correlaciones ha llegado para quedarse y de ahí que nuestra propuesta para protegernos de la próxima crisis sea recurriendo a la volatilidad – que si bien ha bajado en 2019 subió marcadamente en el 2018.

No se veía tal subida en toda clase de activos desde hacía años. Es imposible ignorar la política monetaria y los bancos centrales una vez más como grandes protagonistas de este éxito. A finales de 2018 la Reserva Federal indicó que subiría tipos dos veces de cara al 2019 que se han acabado convirtiendo en tres bajadas. Nunca sabremos si a Jerome Powell, presidente de la Reserva Federal, le pudo la presión de Donald Trump con sus constantes amenazas a través de Twitter, o si las repentinamente bajas bursátiles a finales del año anterior le hicieron ceder. Lo que sí sabemos con certeza, es que la situación macroeconómica de US no ha cambiado en absoluto y no hay justificación alguna para bajar tipos en un entorno con el paro en mínimos históricos y la economía creciendo de

forma robusta. Creemos que no hubiesen sido posibles tales rendimientos en los mercados sin la indispensable ayuda de liquidez de los bancos centrales.

 Donald J. Trump ✅ @realDonaldTrump · 23 ago. 2019

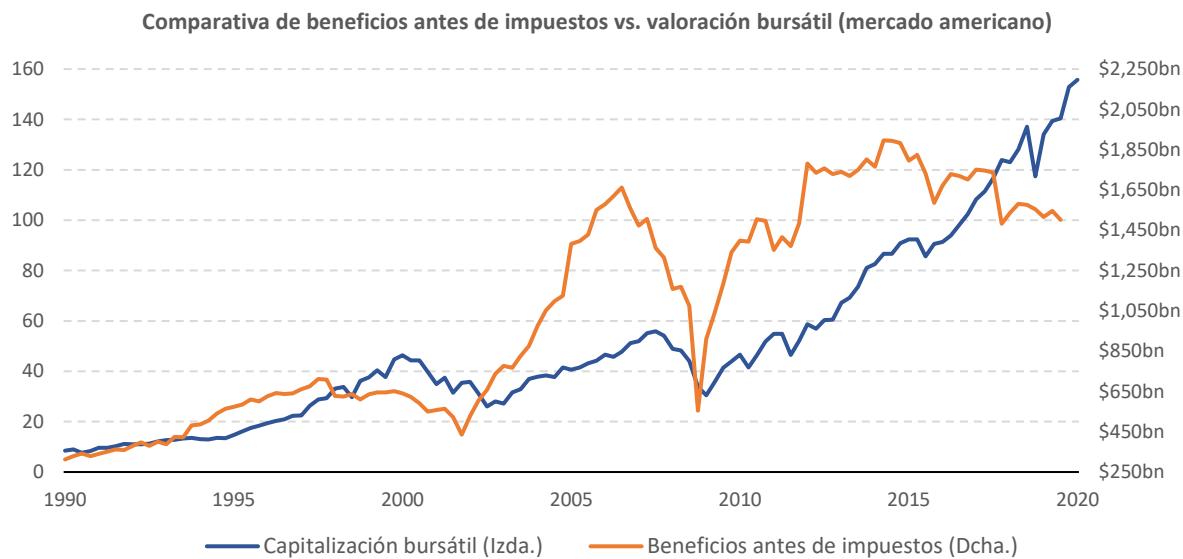
As usual, the Fed did NOTHING! It is incredible that they can "speak" without knowing or asking what I am doing, which will be announced shortly. We have a very strong dollar and a very weak Fed. I will work "brilliantly" with both, and the U.S. will do great...

10,1 mil    15,2 mil    67,8 mil    ↗

 Donald J. Trump ✅ @realDonaldTrump

....My only question is, who is our bigger enemy, Jay Powell or Chairman Xi?

Sin embargo, a pesar de que las bolsas siguen marcando máximos históricos, también lo está haciendo la deuda global y más concretamente la corporativa. La reforma fiscal impulsada por Trump ha conseguido maquillar el estancamiento de los beneficios empresariales que alejan cada vez más el precio de cotización de las compañías de su valor fundamental. A la vez, el programa de recompra de acciones de las propias empresas en parte financiada por nuevas emisiones de deuda también consiguen distorsionar los múltiplos para parecer más razonables. En definitiva, el mercado da una imagen de que la economía se encuentra más robusta que nunca, gracias a toda la ingeniería financiera realizada por las empresas: reforma fiscal, emisión de deuda, recompra de acciones, y poco tiene que ver con un aumento real de la productividad.



Cabe añadir, que a pesar de que la Reserva Federal niega haber iniciado un nuevo *quantitative easing* con sus inyecciones diarias desde septiembre en el *REPO market*, el tamaño del balance del banco americano está creciendo a su ritmo más rápido desde 2008, proveyendo de liquidez a todo el sistema como en épocas de crisis. Cabe ver cuánto tiempo alargarán estas medidas y como podría reaccionar el mercado cuando se cierre el grifo.

## Perspectivas 2020

¿Qué podemos esperar pues del 2020? La potente combinación de política monetaria expansiva y repentina evaporación de riesgos globales parece estar ya totalmente descontada, por lo que pocas noticias positivas parecen quedar pendientes. Además, ni la propia Reserva Federal ni los agentes del mercado esperan ningún movimiento en los tipos de interés para este 2020. El crecimiento económico tampoco parece que vaya a ser un impulsor del mercado, ya que el 2019 viene a confirmar la desaceleración que los economistas prevén continuará este 2020 a nivel global. Esto implica que no aumenten en exceso los beneficios y por tanto para que el mercado siga subiendo, los inversores deberán pagar múltiplos cada vez más caros. Actualmente el múltiplo EV / EBITDA de las empresas del S&P 500 (desde nuestro punto de vista, el mejor múltiplo para el análisis ya que no permite ninguna distorsión financiera a la situación fundamental de las empresas) se encuentra en 14,4x, a niveles similares a los de la burbuja puntocom en el año 2000. Dicho múltiplo mide el valor de cotización de las empresas respecto a sus beneficios antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones.



Por todo esto, creemos que es ingenuo esperar que el 2020 sea tan extraordinario como lo ha sido el 2019 y por lo tanto se deberá actuar con mayor cautela. Pero tampoco creemos que este año sea el de la gran corrección, principalmente por las elecciones americanas donde el presidente americano Donald Trump se juega su reelección. La obsesión del presidente por la situación de los mercados financieros como termómetro de su éxito presidencial implica que hará todo lo que tenga a su alcance, y no es poco, para evitar enfrentarse a las elecciones con un mercado bajista. Sabe que su reelección depende de ello. Y ahora que ya podemos prácticamente afirmar el fin de la independencia de los bancos centrales, su mayor herramienta seguirá siendo la política monetaria, el gran protagonista de este ciclo.

Un saludo,

Hanway Capital

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