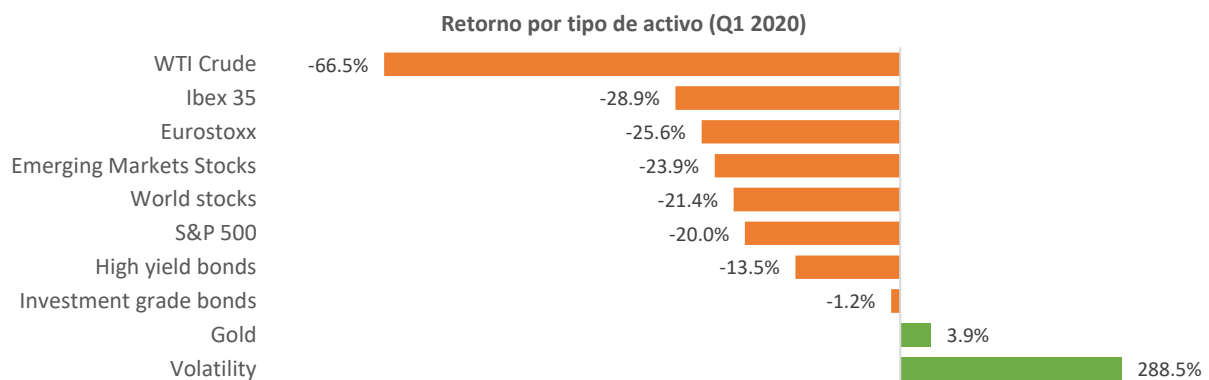


Q1 2020

COVID-19, protagonista del trimestre

Sin duda alguna el inicio de 2020 será un trimestre que pasará a la historia de los mercados financieros. En tan solo tres meses, los principales índices bursátiles se han retrotraído a niveles no vistos desde 2016, cuando la elección de Donald Trump hacía presagiar una época de bonanza empresarial. El virus ha sido el detonante que ha terminado con la complacencia que existía en muchos activos financieros, que seguían subiendo a pesar de los riesgos que acechaban a la economía global. Si bien nuestra apuesta por la volatilidad tuvo su origen precisamente en esa falta de percepción del riesgo, nadie esperaba que esta crisis iba a ser tan repentina. Si en 2008 el mercado tardó 273 días en entrar en una espiral bajista (caída del 20% desde su máximo), esta vez lo ha hecho en un tiempo récord de 22 días. Y como viene siendo habitual en los últimos pánicos de mercado, no se ha salvado ningún activo a excepción de la volatilidad.

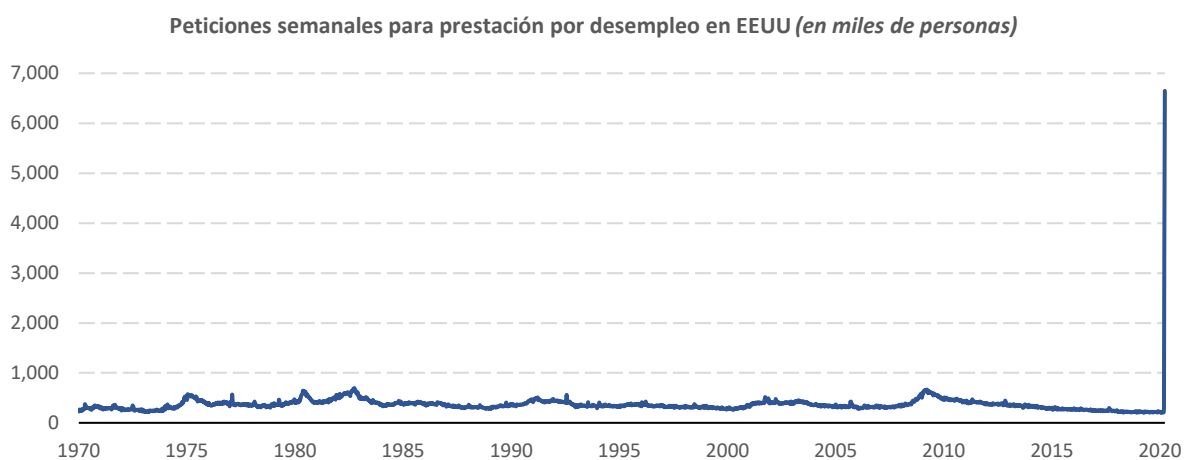


El mercado financiero se desarrolla a través de una constante negociación entre compradores y vendedores. Ante el riesgo de una recesión o corrección, se abre un intenso debate entre los que creen que es inminente y los que creen que el ciclo todavía tiene recorrido. Durante el 2019 los optimistas ganaron el debate e impusieron su relato. Incluso a principios de año, cuando el Coronavirus acechaba todo el continente asiático y cercaba a la economía china, los optimistas seguían ganando la discusión. Solo así se explica que a principios de febrero la renta variable tocara máximos históricos. Sin embargo, cuando el virus desembarcó en Italia el mundo entero entendió de forma simultánea que las medidas que serían necesarias para frenar la expansión de la pandemia desembocarían en una crisis económica. Ese 20 de febrero se desató el pánico y 22 días después, se había roto el mercado alcista más largo de la historia en EEUU. Se acababan así 11 años seguidos sin caídas de más del 20%.

Estamos ante la peor crisis humanitaria desde la Segunda Guerra Mundial, con más del 50% de la población confinada en su casa. Se trata de un frenazo súbito para la economía, un cisne negro que no solo genera un shock de demanda, sino que también de oferta disrumpiendo las cadenas de suministro globales en un mundo hiperglobalizado. A diferencia de lo que ocurrió en 2008, esta crisis

no se ha gestado en el sistema financiero y bancario para posteriormente saltar a la economía real, sino que es la propia economía real que podría acabar contagiando al sistema bancario.

Nadie puede prever con exactitud donde vamos a aterrizar ya que existen pocos precedentes de un parón económico de tales dimensiones, aunque la variable que más influirá será la duración del confinamiento a escala global y su progresivo levantamiento. Es por ello que nos abstendremos de hacer ninguna previsión macroeconómica, pero si podemos comentar los primeros datos que empiezan a emerger. Las peticiones semanales para prestación por desempleo en EEUU se han disparado hasta los 10 millones de personas en dos semanas, cifras nunca vistas en la historia. Hay economistas que apuntan a que el desempleo en EEUU podría ya situarse en los peores niveles de la crisis del 2008. En Catalunya, los ERTE afectan ya a 630.000 personas, que sumadas a las más de 400.000 que se encontraban sin trabajo antes del virus, sitúan el desempleo actual por encima de las 900.000 personas que se alcanzaron en el peor registro durante la anterior crisis.



Todo esto sucede en el momento de mayor endeudamiento global de la historia, tanto en términos nominales como relativos. A pesar de que las instituciones financieras y las familias se desapalancaron como consecuencia de la anterior crisis, las corporaciones y los Estados se encuentran en una situación inédita. Como explicamos en anteriores informes, en EEUU muchas empresas habían caído en la perversión de aprovechar el entorno de bajos tipos de interés para emitir deuda e iniciar programas de recompra de acciones con un único objetivo: hacer subir el precio de su acción. Por otro lado, y exceptuando casos muy concretos como el alemán o el neerlandés, pocos Estados en el mundo han aprovechado el viento de cola de los últimos años para cerrar sus déficits y empezar a reducir deuda para llegar mejor preparados al siguiente bache. Esto limitará enormemente la actuación de los Estados que se verán obligados a seguir endeudándose indefinidamente para calmar el malestar social que se generará.

Como apunte positivo, cabe destacar que las instituciones (bancos centrales y gobiernos) han actuado con celeridad en comparación al año 2008. La Reserva Federal americana ha movilizado 4 billones de dólares y bajado los tipos de interés al 0%, mientras que el Banco Central Europeo también ha incrementado su programa de recompra de activos y ha iniciado un nuevo programa por valor de 750 mil millones de euros. Por el momento han conseguido evitar el colapso de los mercados de deuda inyectando liquidez e impidiendo que se disparasen las primas de riesgo.

A su vez, los gobiernos han movilizado paquetes fiscales sin precedentes para intentar construir un puente de crédito para empresas y trabajadores entre el abismo que se ha abierto por la caída de ingresos derivada del confinamiento total. El gobierno americano ha anunciado hasta 2 billones de

dólares en ayudas entre las que incluyen un cheque de 1.200\$ sin condiciones a todo americano que cobre menos de 75.000\$ y otro adicional de 500\$ por hijo.

Todas estas medidas acelerarán un debate que empezaba a colarse en algunos círculos de políticos y economistas, la Teoría Monetaria Moderna (*Modern Monetary Theory* en inglés). En nuestra opinión esta teoría no tiene mucho de moderna, puesto que sus preceptos han sido aplicados con anterioridad: en la República de Weimar de los años 30, en la Guerra Civil americana e incluso en la Antigua Roma. Se trata de poner dinero de manera más directa en manos de los consumidores para estimular la demanda, ya sea a través de gasto público financiado por los bancos centrales sin contrapartida, ingresando dinero directamente en la cuenta de los ciudadanos, o incluso con grandes quitas de deuda. El efecto a largo plazo puede desembocar en una inflación descontrolada y una depreciación de la divisa respecto a otros activos como el oro.

¿Y ahora qué? Perspectivas para el resto del año

De manera simplificada, nos hallamos ante dos posibles escenarios con múltiples ramificaciones:

Escenario favorable

Como comentábamos anteriormente, no existen precedentes de tal parón económico. Ni siquiera es comparable a las Guerras Mundiales durante las cuales se movilizó a parte de la población para la industria de armamento y el mantenimiento de las cadenas de suministro locales. El estado de la economía es sumamente frágil, pero podría lograrse un equilibrio evitando romper la cadena de confianza sobre la que se apoya todo nuestro sistema económico. Para ello son necesarias dos premisas: que el confinamiento dure lo mínimo posible como consecuencia de un rápido control del virus (como por ejemplo en Corea del Sur o Taiwán), y que las instituciones sean capaces de construir el crédito puente que necesitamos para atravesar este trance. Con las medidas siguientes bien formuladas e implementadas podría conseguirse el tan anhelado recuperamiento en “V”, o por lo menos en “U”:

- Los bancos avalados por el Estado conceden créditos a términos muy atractivos a las empresas para evitar quiebras por falta de liquidez
- El Estado paga a los trabajadores y autónomos afectados un sustento durante estos meses, en forma de subsidios por desempleo
- Los propietarios no cobran alquiler a aquellas empresas o trabajadores afectados por la crisis
- Para aquellos propietarios que dependen del alquiler para pagar la hipoteca, el banco no ejecuta el crédito mientras dure la crisis
- Esfuerzo colectivo, principalmente por las clases socioeconómicas más altas, con mayor solidaridad y comprensión con los problemas de liquidez de los colectivos más vulnerables
- El Estado financia todo este esfuerzo con deuda. En un mercado normal, sería muy difícil que los inversores prestaran este dinero a España a términos atractivos
- Sin embargo, el BCE ha expresado su intención de evitar que las primas de riesgo se disparen interviniendo en el mercado secundario con compras masivas de deuda, y su capacidad para hacerlo es teóricamente ilimitada.

Todas estas medidas no se podrán aplicar sin sus consecuentes efectos secundarios y daños colaterales, a los que se deberá prestar mucha atención desde un punto de vista de inversión.

Escenario negativo

Dada la fragilidad de la situación económica, las medidas anteriores no son garantía del éxito y cualquier paso en falso puede hacer descarrilar la situación. Si se rompe la confianza, puede empezar una cadena de sucesos funestos que nos llevarían a una crisis mucho peor que la del 2008, con mayores similitudes a la Gran Depresión del crack del 29. Esta confianza se puede romper de varias maneras condenándonos a un recuperamiento en “L”:

- El esfuerzo del Estado no es suficiente y las empresas sin liquidez quiebran, destruyendo para siempre puestos de trabajo y tejido productivo
- Los propietarios y bancos exigen el cobro de sus alquileres y cuotas hipotecarias sin flexibilidad, generando una tensión social insoportable y una oleada de desahucios
- El BCE pierde el control del mercado, y a pesar de sus compras masivas, las primas de riesgo se disparan bloqueando la posibilidad de los Estados para emitir deuda

Hanway Capital está en disposición de navegar ambos escenarios. A pesar de que nuestros deseos estén depositados en el escenario favorable, muchos indicadores apuntan a que la situación no será fácil. Como siempre, esperamos lo mejor, pero estamos preparados para lo peor.

Las fuertes subidas de los últimos días pueden generar la falsa percepción de que lo peor ya ha pasado, pero nos mantenemos escépticos por el momento. Nadie puede predecir con certeza donde se marcará el suelo así que lo más cauto es entrar escalonadamente en el mercado. Sin embargo, por encima de todo esto, deseamos que tanto vosotros como vuestros familiares y amigos se encuentren bien de salud y estéis pasando el confinamiento con el mejor ánimo posible.

“La certeza no es más que la incapacidad de ver la alternativa. La certeza, cuando es ampliamente aceptada, tiende hacia la incertidumbre.”

- Ludwig Wittgenstein

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