

11 gener de 2021

Informe de gestió Q4 2020

Benvolguts inversors,

Hanway Capital Fund ha obtingut un retorn de l'**11,0%** aquest trimestre assolint un preu per acció de **128,1€** net de comissions, tancant el primer any complet del fons amb un rendibilitat del **27,0%**. Els esperançadors resultats que han obtingut les diferents vacunes contra la Covid-19 en els assajos clínics han estat el detonant perquè es produís l'esperada rotació des d'actius defensius a cíclics. Les posicions que el fons va obrir al tercer trimestre s'han beneficiat d'aquesta tendència, que encara pot durar uns mesos més fins que la inflació faci la seva temuda aparició a la segona meitat del 2021.

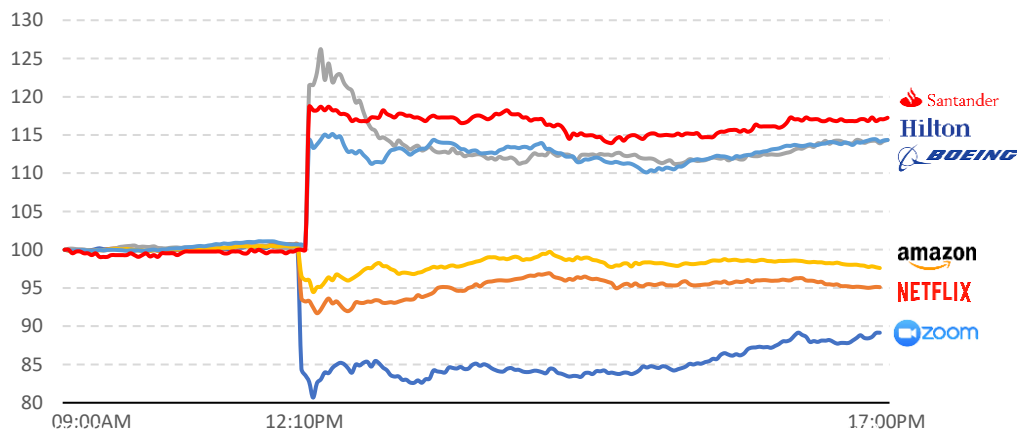


El dia de la victòria

Potser en uns anys el 9 de novembre passi a ser una efemèride a celebrar. Aquest dia de 2020, Pfizer i BioNTech van anunciar els resultats preliminars de la fase 3 de la seva vacuna contra la Covid-19: era efectiva en un 90%. Aquest dia es va desencadenar una de les majors rotacions que es recorden a les borses mundials. En qüestió de minuts, els diners sortien d'aquelles companyies que eren considerades beneficiàries del confinament i entraven en les accions que millor parades sortirien d'una eventual reobertura. Els dos rius dels quals parlàvem en l'informe del tercer trimestre es barrejaven per fi.

Tot i les males notícies que ens envolten en aquest principi de 2021, les borses mundials se segueixen posicionant per a una eventual reobertura econòmica. El mercat és sempre un reflex del consens col·lectiu de com serà el futur, no el present, i per això tot i les noves amenaces de restriccions i confinaments a Europa, les accions que més han patit amb la pandèmia segueixen a l'alça. El focus segueix estant en la vacuna i en la immunitat de grup que permetria retornar a la normalitat a meitats o finals de 2021 a Occident.

Cotització de diferents empreses durant el 9 de novembre

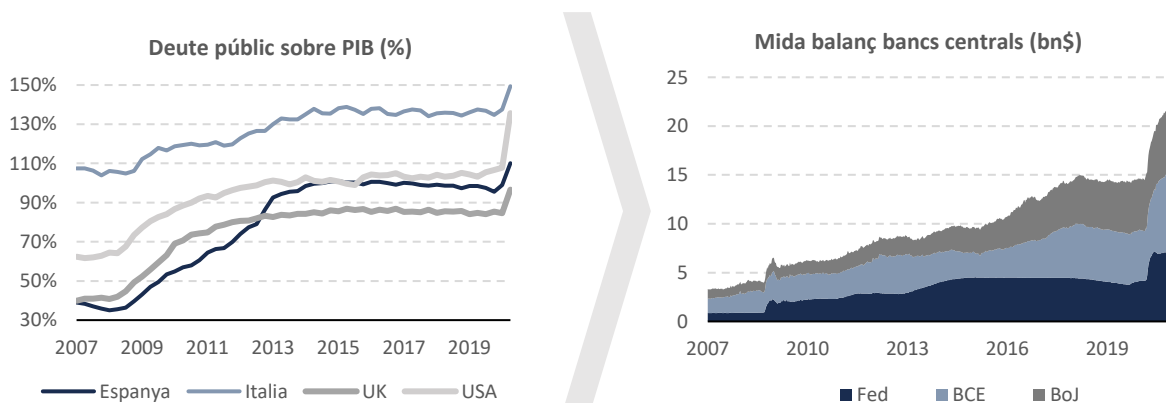


Christine Lagarde, presidenta del Banc Central Europeu, va fer diverses al·lusions durant el 2020 a la metàfora de construir un pont de crèdit que permetés passar de puntetes per la devastació econòmica que deixava la pandèmia, i sortir al final del pont com si res hagués passat. En essència, deixar-ho tot en pausa i en respiració assistida gràcies a les injeccions de liquiditat dels bancs centrals i als ajuts dels governs.

Tanmateix, la maquinària macroeconòmica mundial és molt complexa i està composta de diversos engranatges interconnectats. Resultaria ingenu pensar que l'alteració d'un component tan rellevant com és la massa monetària en circulació no tindrà conseqüències en el mitjà termini.

Economia de guerra, endeutament de postguerra

El món va entrar a la pandèmia amb nivells d'endeutament molt elevats. Sortim d'ella en màxims històrics només comparables a períodes de postguerra com després de la Segona Guerra Mundial. Aquesta vegada els governs no han titubejat a obrir l'aixeta de les ajudes, considerant que un xoc econòmic causat per causes exògenes no podia recaure només sobre els ciutadans. La coordinació entre les institucions monetàries i polítiques ha estat absoluta. S'estima que els EUA tancarà el 2020 amb un augment del seu deute sobre el PIB del 18%, alhora convenientment la Reserva Federal ha comprat en el mateix període deute per valor del 16% del PIB americà. En altres paraules, ha esmorteït el 89% del cop.



Qualsevol economista argumentaria que un augment significatiu del deute hauria de provocar una escalada del tipus d'interès. Com més deute emeti un país, major és l'oferta de bons en circulació i més gran és el risc d'impagament, de manera que el prestador exigirà un major interès. Però el mercat sempre és un equilibri entre compradors i venedors, i mentre hi hagi un comprador disposat a comprar tot el deute existent, difícilment es podrà observar un augment de l'interès. Aquí resideix el paper dels bancs centrals, que estan creant una demanda fictícia i il·limitada en el mercat de deute que manté artificialment els tipus d'interès en mínims històrics.

Això no està creant distorsions únicament en el mercat de renda fixa, sinó que està pertorbant el bon funcionament de tots els mercats de capital. Un exemple innegable el trobem en algunes companyies tecnològiques on les valoracions manquen de qualsevol sentit. A falta d'un tipus interès real positiu, el capital es veu obligat a saltar en recerca de qualsevol actiu que pugui oferir una mica de rendibilitat. Tota la corba risc-rendibilitat s'ha vist desplaçada a la baixa instaurant una percepció de risc contrària a la realitat.

Qui pagarà tot això?

Quan el deute públic arriba a nivells insostenibles només hi ha quatre escenaris possibles:

1. **Impagament o reestructuració:** S'assumeix que mai es podrà repagar el deute i es comunica que es deixarà de fer-ho. Això provoca una cadena d'impagaments generalitzada, ja que el deute que es deixa de pagar provoca insolvència en el prestador, que al seu torn també deixarà de pagar els seus deutes desembocant en una depressió com els EUA després del crack del '29. Per això, en la majoria dels casos s'accedeix a reestructuracions malgrat les seves dures conseqüències com en el cas grec de 2012.
2. **Austeritat:** La recepta més practicada després de la crisi financera de 2008. La Unió Europea, capitanejada per l'estricta doctrina pressupostària alemanya, va decidir reduir la despesa pública per quadrar els comptes. Generalment aquestes polítiques generen deflació i agreugen la situació econòmica generant més atur i menor activitat. En molts casos, això comporta una caiguda de la recaptació que impedeix reduir el deute.
3. **Pujades d'impostos:** És una mesura políticament impopular i de vegades inefectiva en funció de quins impostos es pugin, ja que poden reduir el creixement econòmic. D'altra banda, en un moment com l'actual amb una forta desigualtat i concentració de la riquesa en mans de pocs, aquesta mesura guanya adeptes. En una crisi que impacta principalment a les classes populars, el ressentiment cap a la classe benestant s'incrementa i pot provocar malestar o trencament social. Per això els governs apujaran impostos per facilitar la redistribució de la riquesa. Si la crisi perdura, els disturbis socials poden descontrolar-se i la tensió pot no només manifestar-se dins d'un mateix país, però també entre ells. Especialment entre països deutors i creditors. L'Europa dels anys 30 del segle passat és un clar exemple.
4. **Generar inflació:** Un cop ja no hi ha marge per abaixar els tipus d'interès perquè estan a zero o negatiu, un últim recurs és la impressió de diners. Des que Nixon va suspendre la convertibilitat del dòlar en or el 1971, no hi ha en la pràctica un límit a la quantitat de diners que la Fed pot introduir en circulació. Si aquesta mesura genera inflació, ajuda a absorbir els deutes perquè aquests no estan indexats a l'augment de preus. Una economia amb un deute del 100% sobre el PIB amb una inflació del 5% durant tan sols 5 anys i sense creixement econòmic real reduiria el deute al 78%. A la fi de la Segona Guerra Mundial, les fortes inflacions van aconseguir reduir el colossal deute dels països.

La inflació, aquest cop sí

Molts detractors del relat de la tornada de la inflació argumenten que l'última vegada que els bancs centrals van abaixar els tipus al zero i van augmentar la mida dels seus balanços, les alces en l'IPC no van arribar, tot i que molts així ho van pronosticar. Tanmateix 2020 té diferències fonamentals amb el 2008 que ens fan pensar que aquesta vegada sí, la inflació està a punt per tornar i trencar així una treva que ja dura 40 anys.

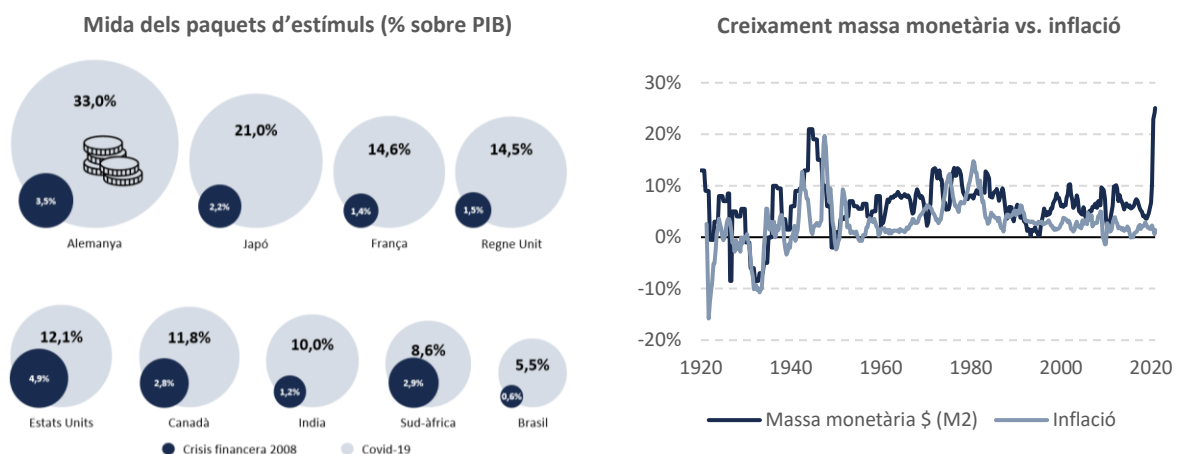
Convé recordar com els bancs centrals introdueixen liquiditat en el sistema i augmenten la massa monetària. Un banc central no pot, per ara, imprimir diners i lliurar-los directament al govern, ni de bon tros col·locar-los directament en els comptes bancaris dels seus ciutadans. El mecanisme és més subtil i mitjançant la compra de bons en el mercat secundari, aconsegueixen introduir liquiditat en el sistema.

En això van consistir els programes d'expansió quantitativa que van dur a terme els bancs centrals el 2008 comprant fins al 30% del deute públic de cada Estat membre de la zona euro, i també de múltiples companyies amb un bon ràting creditici. Però aquesta liquiditat no va arribar mai als ciutadans de carrer, ja que va venir acompanyada de mesures d'austeritat per part dels Estats. La liquiditat es creava per comprar actius financers i es quedava en els balanços dels bancs i les empreses.

Si observem que els actius financers estan principalment en mans de la classe benestant, ràpidament entendrem perquè les mesures de 2008 no van ser inflacionistes, però sí que varen augmentar la desigualtat. Una persona amb un patrimoni elevat no canviarà els seus hàbits de consum pel fet de multiplicar-lo per dos: la massa monetària es va quedar atrapada a dalt i no va fluir com s'esperava per tot el sistema.

Les mesures com a resposta a la pandèmia de la Covid-19 estan resultant ser diferents. No només les injeccions de liquiditat per part dels bancs centrals estan sent molt més grans, sinó que els governs fan servir la liquiditat rebuda per crear paquets d'estímuls en forma de ERTOs, préstecs, ajudes, garanties i transferències dirigides directament als ciutadans. Als EUA l'administració ha transferit directament xecs de \$1.200 i \$600 per ciutadà i ja es planeja un tercer xec de \$2.000.

Tot això ha fet augmentar la massa monetària a una velocitat mai vista. Els precedents històrics demostren que la inflació sol aparèixer posteriorment. Recordem que la inflació és un fenomen monetari que a més ha de venir acompanyada de consum, si augmentem la quantitat de diners en circulació i no la producció de béns, farem augmentar els preus.



Els demòcrates aconseguixen el Tsunami Blau als Estats Units

No podem acabar aquest bloc sense fer un breu esment a la situació política als EUA. El passat 5 de gener l'estat de Geòrgia va dur a terme la segona volta de les eleccions al Senat en què tots dos candidats demòcrates varen guanyar. Com vam explicar en la nostra anterior carta, això implica un empat tècnic al senat americà amb 50 escons per a cada partit. Kamala Harris, nova vicepresidenta dels Estats Units, serà per llei també la presidenta del Senat i obtindrà el vot de qualitat que decantarà la balança a favor del partit demòcrata.

D'aquesta manera s'acaba el procés electoral iniciat al novembre, que finalitza amb el control demòcrata de totes les institucions americanes: Casa Blanca, Congrés i Senat. Això permetrà que Joe Biden pugui desplegar sense dificultats la seva agenda en matèria de despesa pública i transició energètica.

Lligant això amb la inflació, recordem que el partit demòcrata és molt més propens a la despesa pública i les transferències directes als ciutadans. Joe Biden es va dirigir al seu públic en l'últim míting de campanya a Geòrgia demanant el vot per als dos candidats demòcrates assegurant que, *"si els envieu a Washington, aquests xecs de \$2.000 sortiran immediatament per restaurar l'esperança, decència i honor que tanta gent necessita"*.

Alexander Tytler, historiador escocès del segle XVIII i professor de la universitat d'Edimburg, recorda el perill d'apel·lar als votants prometent ajudes econòmiques: *"Una democràcia és sempre temporal per naturalesa; simplement no pot existir com una forma de govern permanent. Una democràcia existirà fins al moment en què els votants descobreixin que poden votar donar-se generosos obsequis del tresor públic. A partir d'aquest moment, la majoria sempre votarà pels candidats que prometin majors beneficis de l'erari públic, amb el resultat que tota democràcia finalment s'ensorrarà per una política fiscal laxa"*.

L'endemà a les eleccions, una manifestació convocada per Donald Trump va acabar amb un assalt al Congrés americà suscitat pel mateix president després de repetir incansablement i sense fonaments que els demòcrates havien comès frau electoral. Les imatges d'una jornada inèdita per a la història dels EUA que es va saldar amb cinc morts han de recordar-nos que malgrat que Donald Trump hagi estat derrotat, no ho seran les seves polítiques després de ser votades per més de 70 milions d'americans.

Des d'una perspectiva d'inversió, la tensió diplomàtica entre els EUA i la Xina iniciada per Trump persistirà i podria agreujar-se. S'ha iniciat una involució del moviment *globalista* i la globalització probablement retrocedeixi en la propera dècada. Tots aquests factors no haurien de subestimar-se a l'hora de planificar estratègies d'inversió.

Informe de gestió

Passem ara a analitzar les posicions individuals del fons aquest trimestre:

- 1. Posició en renda variable:** Per primera vegada des que va començar la pandèmia, han estat les empreses amb major exposició al cicle econòmic les que han liderat les pujades. Concretament, el factor que ha dominat ha estat *l'antimomentum*: com més hagués caigut una acció en els primers deu mesos de l'any, més ha pujat en els últims dos. No és d'estranyar per tant que l'Ibex 35 experimentés el millor mes de la seva història. Les posicions cícliques que el fons va comprar al setembre s'han beneficiat d'aquesta tendència, que creiem encara té recorregut a mesura que avanci el procés de vacunació. L'exposició a renda variable, que ha aportat un 5,9% de rendibilitat al fons, es manté en el 65%.
- 2. Posició en volatilitat:** Quan tothom té una data marcada al seu calendari, el preu de la volatilitat al voltant d'aquest esdeveniment sol estar excessivament alt perquè tots els inversors busquen protegir-se al mateix temps. Així, encara que passi el pitjor escenari (que en el cas de les eleccions americanes era que Trump no acceptés el resultat) la volatilitat baixa un cop que l'esdeveniment ha succeït. Això és el que va passar després de les eleccions americanes del 3 de novembre, cosa que va beneficiar a la posició en volatilitat del fons, sumant un 0,6% a la rendibilitat trimestral.
- 3. Posició en dividendes:** L'esperança del retorn a la normalitat ha millorat enormement les perspectives dels dividendes de les empreses europees. Les cotitzacions d'aquests dividendes, per la seva banda, encara tenen recorregut fins a arribar als nivells que indiquen les nostres estimacions. Amb el pas dels mesos la incertesa sobre aquestes distribucions hauria d'aclarir-se, especialment quan el Banc Central Europeu aixequi el veto als dividendes bancaris. En aquest trimestre, aquestes posicions han sumat un 1,8% al rendiment del fons.
- 4. Posició en bancs europeus:** El sector que més caigudes va patir a l'inici de la pandèmia ha liderat també les pujades des dels anuncis dels resultats de les vacunes. No obstant això, som escèptics sobre el seu futur immediat. Si es compleixen els nostres pronòstics, els bancs centrals aprofundiran encara més en les seves polítiques de tipus d'interès reals negatius, perjudicant enormement el negoci bancari. El fons ha tancat la seva posició en aquest sector, que ha afegit un 2,6% al resultat del trimestre.
- 5. Posició EUR vs. USD:** Amb la confirmació de la victòria de Joe Biden a les eleccions i l'aprovació d'un nou paquet d'estímul als EUA, el dòlar ha seguit baixant. Lamentablement, les pujades de l'euro per sobre d'1,20 dòlars van arribar al desembre després que expirés la nostra posició en divises, el que no ens ha permès participar d'aquest moviment. Les divises han minvat la rendibilitat del fons en un 0,2% aquest trimestre.
- 6. Posició en matèries primeres:** La nostra convicció en el retorn de la inflació han fet augmentar el pes en el fons de les matèries primeres, que ja arriben al 10%. A la segona meitat de l'any esperem un fort retorn del consum a mesura que es vagin gastant els estalvis de l'any 2020, el que hauria d'empènyer a l'alça el preu dels materials. A més, el fons també ha augmentat fins al 15% la seva presència en metalls preciosos, sempre com a protecció davant l'excessiva impressió de diners dels bancs centrals. Aquest trimestre aquestes posicions han repuntat lleugerament, aportant un 0,3% a la tornada del fons.

Finalitzem aquest primer any molt satisfets amb la feina feta i amb els resultats obtinguts. El nostre element diferencial, la flexibilitat, ens ha permès navegar amb èxit aquesta tempesta. Hanway Capital Fund no ha patit cap caiguda superior al 10% des de màxims en cap moment de l'any demostrant la seva resiliència i la bona gestió del risc.

Encarem el 2021 amb l'arrogància d'actuar amb decisió quan trobem oportunitats, però la humilitat de saber que podríem equivocar-nos. L'honestedat intel·lectual de no confondre sort amb habilitat, la integritat per admetre errors i la fortalesa per arriscar-nos a cometre'n més. En definitiva, res del que fem garantirà l'èxit, però amb esforç i disciplina podem inclinar la balança significativament del nostre costat.

Per últim, aquest trimestre vam rebre la pitjor de les notícies amb la mort d'un dels nostres primers inversors i gran valedor del nostre projecte, Luis Duffo. Volem dedicar aquesta carta trimestral al Luis i als seus familiars, ja que sense suports com el seu, Hanway Capital mai s'hagués enlairat.

Salutacions,
Hanway Capital



Luis Duffo Úbeda (1961 – 2020)

Apèndix: Rendibilitat històrica de Hanway Capital Fund

	Gen	Feb	Mar	Abr	Maig	Jun	Jul	Ago	Set	Oct	Nov	Des	Any
2019	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-0.4%	1.2%	0.8%
2020	-2.9%	-3.0%	18.3%	4.6%	-0.4%	3.2%	-2.3%	0.5%	-2.7%	-1.9%	9.1%	3.8%	27.0%

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