

13 abril de 2021

Informe de gestió Q1 2021

Benvolguts inversors,

Hanway Capital Fund ha obtingut un retorn del **3,9%** aquest trimestre assolint un preu per acció de **133,1€** net de comissions. Les bones notícies han seguit marcant la tònica durant els primers mesos de 2021, amb els indicadors econòmics superant les previsions i les vacunacions contra la Covid-19 avançant a bon ritme. De mentre, el mercat segueix indicant-nos quines seran les noves regles de joc: ens dirigim cap a un nou règim d'inflació, i això deixarà obsolets els models de gestió d'actius que s'han seguit durant els últims 40 anys.

Un rally astronòmic

L'S&P 500, índex de referència americà, ha signat els millors 12 mesos de la seva història amb una pujada del 76%. És important tenir aquesta dada al cap per a tots aquells que s'hagin iniciat en el món de les inversions financeres en aquests últims mesos. La probabilitat que una cosa així es repeteixi és de menys del 0,0001% o, dit d'una altra manera, 1 entre un milió. Això no hauria de desanimar a ningú, però sí servir com a referència per desenvolupar una bona gestió del risc.

Les pujades de la borsa americana van començar el 23 de març de 2020, data en la qual hi havia registrats als EUA 786 morts per coronavirus i la xifra d'atur es trobava en el 3,5%. Com és possible que la borsa pugés mentre l'atur es disparava fins el 14,8% i els morts arribaven a la xifra de 562.000? No és només que la borsa s'anticipés a les bones notícies que estaven per arribar, es va anticipar fins i tot a les males xifres que eren imminents.

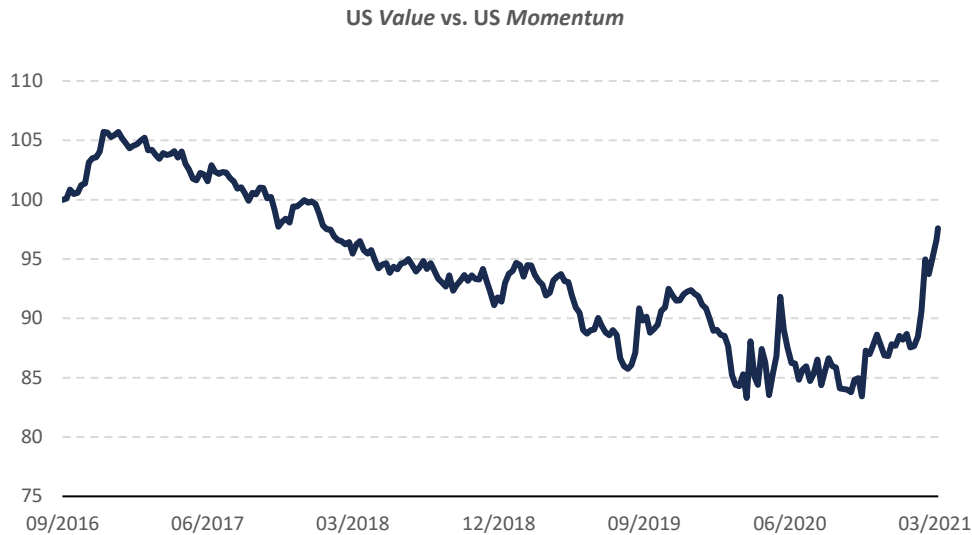
La resposta la trobem en la teoria del mercat eficient (*EMH* per les seves sigles en anglès). El mercat és un mecanisme de descompte que no mesura ni l'estat actual ni el futur de les empreses, sinó que és un indicador de l'evolució de les expectatives empresarials. Així, el mes de març, les perspectives eren tan dantesques que mai van arribar a materialitzar-se per molt dolentes que fossin les dades econòmiques que van arribar després.

Ara ens trobem en l'oscil·lació oposada del pèndol: les expectatives no podrien ser més optimistes. Es preveu un boom econòmic i empresarial començant els propers mesos quan la vacunació als EUA arribi al llindar de la immunitat de grup que els experts situen en el 60%. Tanmateix, és quan ens envaeix l'optimisme quan cal ser més cautelosos, ja que és durant aquestes etapes d'exuberància i excessos que es formen les bombolles i apareixen els majors riscos.

Els racons oblidats

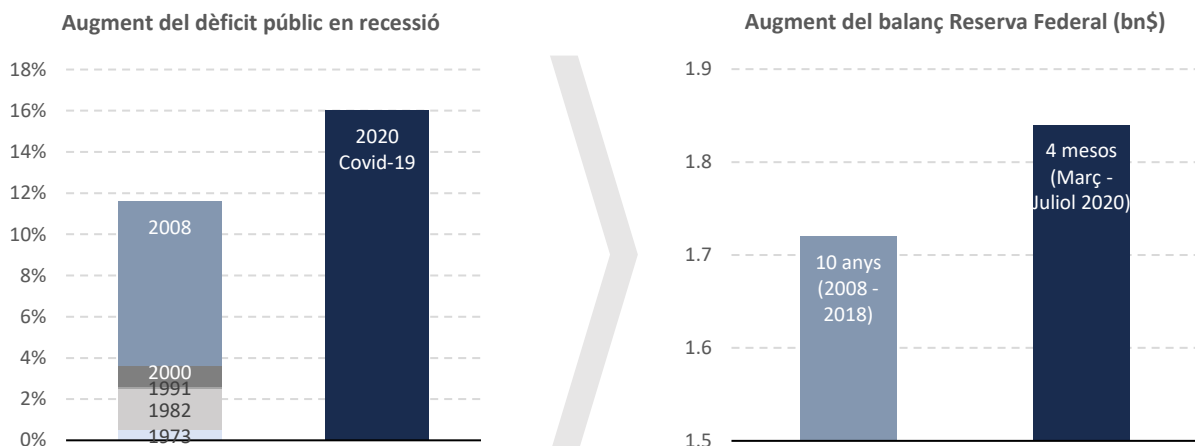
Aquest trimestre ha persistit la rotació que assenyalàvem en la nostra última comunicació, amb els diners sortint de les tecnològiques (o *growth companies*) cap a les empreses de valor (*value companies*). Aquest trimestre hem observat diversos dies de caigudes importants al Nasdaq, índex tecnològic americà, acompanyat de pujades al Dow Jones, índex amb empreses més industrials, cosa que no passava des de feia anys.

Aquesta immensa rotació des d'actius que han funcionat tan bé els darrers anys (*momentum & growth*), cap a companyies que estaven marginades pel mercat, pot estar indicant-nos un canvi de cicle, que ens portaria a un escenari on els tipus zero o negatius s'acaben i diverses dècades després, torna la inflació.



Inflació - massa monetària excessiva perseguint béns finits

És indiscutible que els paquets d'estímuls per combatre la crisi generada per la Covid-19 no tenen precedents. Agafant l'economia americana com a exemple, el dèficit públic s'ha disparat més que en les anteriors cinc crisis juntes. Tot això ha estat possible per la massiva injecció de liquiditat per part de la Reserva Federal que va arribar a introduir en l'economia més diners en quatre mesos que en els anteriors deu anys de *quantitative easing*.



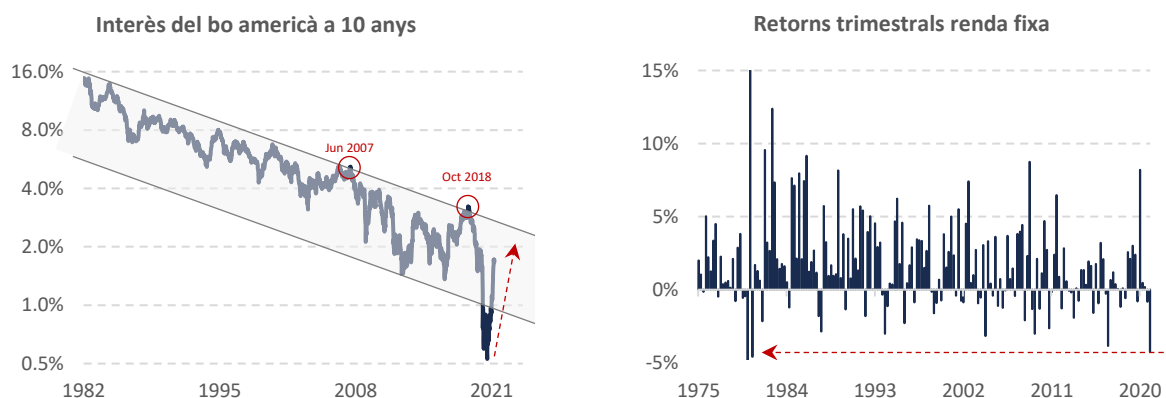
No tornarem a estendre'ns explicant per què aquestes mesures no van crear inflació en l'anterior crisi, però creiem que aquest cop sí que ho faran (més informació a la carta del trimestre anterior). Simplement cal recordar que la classe benestant difícilment pot generar inflació amb l'augment dels seus patrimonis via apreciació d'actius, en canvi, la classe treballadora sí que pot fer-ho via transferències directes.

Les forces deflacionistes de les últimes dècades també semblen esgotades. La **deslocalització de la producció** en un món cada vegada més globalitzat ha posat en escac moltes cadenes de subministraments durant la pandèmia. El vaixell Ever Given encallat al canal de Suez durant dies ha posat de manifest la fragilitat del comerç mundial. Molts dirigents polítics cada vegada tenen més interès a incentivar la producció domèstica ja sigui per raons de seguretat nacional, o per frenar la desindustrialització que tants problemes està generant en les classes mitjanes occidentals. Repatriar la producció comportarà indubtablement un augment dels costos de producció.

D'altra banda, la **jubilació dels baby-boomers** reduirà la força laboral generant escassetat de treballadors que podrien negociar millors condicions a canvi del seu treball. Això podria provocar inflació salarial.

Finalment, la forta **consolidació empresarial** dels últims 20 anys ha reduït dràsticament la competència en molts sectors, especialment el tecnològic. Els EUA es troba en plena guerra per la supremacia tecnològica mundial contra la Xina i és incapaç (o no té interès) a fer complir les seves lleis antimonopolistes.

Tot això està començant a notar-se en els mercats de capital, destacant com a gran protagonista d'aquest trimestre l'interès del bo americà a 10 anys. La forta escalada des del 0,9% a principis d'any fins a l'1,7% actual ha provocat el pitjor trimestre per a la renda fixa en 40 anys. Fa molts mesos que aviseu que la renda fixa a llarg termini és una bomba de rellotgeria a punt per esclatar, ja que les condicions actuals són un espantós brou de cultiu. Amb uns tipus d'interès molt a prop dels mínims històrics, qualsevol pujada sobtada podria desencadenar una desbandada.



En termes macroeconòmics, hi ha tres escenaris possibles a partir d'ara. En el primer, després de recuperar-nos de la Covid-19, l'economia occidental torna a la seva vella normalitat, amb una inflació mínima, un creixement lent i presumiblement encara més desigualtat social.

El segon és l'escenari que desitja la Reserva Federal, en què després de dos o tres anys amb el peu ferm a l'accelerador monetari, i aquesta vegada amb l'ajuda de la política fiscal, per fi ens dirigim cap a un món on la inflació tendeix a estar una mica per sobre del 2% i les taxes d'interès tornen a ser positives, mentre que el creixement econòmic ajuda a anivellar algunes de les injustícies que han arrelat en les últimes dècades.

El tercer escenari seria entrar en un cicle inflacionista en tota regla. Així com la inflació va arribar a un punt que ja no es podia tolerar fa quatre dècades, el creixement feble i la desigualtat social ja no poden tolerar-se ara, i amb mesures cada vegada més excepcionals de política monetària i fiscal

expansiva, ens movem decididament cap a un món d'inflació, en part també per poder absorbir els ingents paquets de deute sobirà. Aquest últim és l'escenari que hem de protegir per ser el menys esperat, el més perillós i per al que menys inversors estan preparats.

The Green New Deal

El compromís per la transició energètica i el compliment de l'Acord de París han deixat de ser un mer discurs buit per convertir-se en el gra angular de les polítiques supranacionals. Ursula von der Leyen, presidenta de la Comissió Europea, s'ha marcat com a principal objectiu de la seva legislatura la lluita contra el canvi climàtic, i l'administració Biden als EUA treballa en un pla d'infraestructures dotat amb 2 bilions de dòlars per portar a terme la transició energètica.

Creiem que hi ha una oportunitat interessant en el sector de les energies renovables més enllà d'apostar per les empreses que el componen. El règim de comerç de drets d'emissió de la Unió Europea (o *ETS* per les sigles en anglès) és el règim multilateral de comerç d'emissions de gasos d'efecte hivernacle més gran de món i un pilar principal de la política climàtica de la UE. Consisteix a posar un límit al diòxid de carboni (CO₂) emès per les empreses i crear un mercat i un preu per als drets d'emissió de carboni. L'oferta es va reduint amb el temps per arribar als objectius marcats per la UE. Dins el límit, les empreses reben o compren drets d'emissió, que poden comerciar entre si segons les seves necessitats.

La Unió Europea pretén arribar a la neutralitat de carboni el 2050. Per a això es va marcar com a objectiu reduir les emissions un 20% el 2020 i un 40% el 2030 respecte a les emissions de 1990. Una de les característiques clau de l'actual fase 4 (2021-2030) ha estat enfortir el programa d'ETS reduint els drets d'emissió un 2,2% a l'any. Aquest estiu, la Comissió Europea té previst proposar un paquet legislatiu més restrictiu "*Fit for 55*" augmentant els objectius a una reducció del 55% d'emissions (vs. 40% inicial) el 2030 respecte a l'any 1990.

Aquest nou objectiu més ambiciós, a més de la possibilitat d'afegir el sector del transport terrestre i els sistemes de calefacció dins del programa, pot provocar una forta pujada del preu durant els propers anys dels *carbon rights*. Si les empreses no aconsegueixen reduir les seves emissions de CO₂ mitjançant inversions en energies renovables, es veuran obligades a comprar els drets d'emissió (*EU ETS*) que cada vegada seran més cars.

En els últims mesos, ja s'estan observant fortes pujades en preparació al "*Fit for 55*", però creiem que la Unió Europea no augmentarà la seva oferta i serà intransigent a l'hora d'exigir que es compleixin els objectius. Existeix per tant una interessant oportunitat; a més, invertir en aquest actiu suposa a la pràctica forçar les empreses més contaminants a desenvolupar el seu pla de transició energètica i contaminar menys.

Informe de gestió

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

- 1. Posició en renda variable:** La rotació iniciada el passat 9 de novembre ha continuat amb força aquest trimestre. Prova d'això és que l'índex industrial Dow Jones ha liderat les pujades amb un 12,1% mentre que el Nasdaq es quedava enrere creixent només un 5,7%. El fons ha tancat algunes de les posicions més especulatives que tenia al començament de l'any, baixant lleugerament l'exposició a renda variable. Durant el període, aquest actiu va contribuir a la rendibilitat en un 2,0%.
- 2. Posició en dividends:** Les perspectives dels dividends europeus pels propers anys segueixen la seva lenta recuperació. A la posició de dividends europeus el fons ha afegit una altra de dividends britànics, la incertesa s'hauria d'aclarir després de deixar enrere el Brexit i liderar el món occidental en vacunacions. Aquest trimestre, aquestes posicions han sumat un 0,2% al rendiment del fons.
- 3. Posició en metalls preciosos:** Un efecte col·lateral de les pujades dels interessos aquest trimestre han estat les caigudes de l'or i la plata, que no paguen cap cupó a l'inversor. En l'últim episodi d'inflació severa (1980), l'or tampoc va funcionar en un primer moment, quan la inflació va pujar des del 3,4% el 1972 fins al 12,3% el 1974. No obstant això, a partir de 1977 va protagonitzar una pujada èpica de més del 500% quan la Reserva Federal va perdre el control i la variació de preus es va disparar fins al 14,8%. El pes d'aquest actiu en el fons es manté en el 10%, i ha restat un 1,7% a la rendibilitat trimestral.
- 4. Posició en bancs europeus:** Malgrat els dubtes que ens genera el sector bancari en el llarg termini, en el curt termini no hi ha millor protecció davant l'augment de l'interès dels bons com vam explicar en el nostre informe de setembre de 2019. L'aposta pels bancs europeus ha afegit el 2,0% al resultat del trimestre.
- 5. Posició en matèries primeres:** Les *commodities* han seguit la seva escalada en aquest inici de 2021 i ja arriben als nivells de 2018, però encara segueixen un 40% per sota dels nivells que van aconseguir el 2014. Els propers mesos seran decisius per determinar si estem davant l'inici d'un supercicle o si es tracta simplement d'un rebot puntual en anticipació de la gran reobertura. Per ara, aquestes posicions han aportat un 1,0% a la rendibilitat.
- 6. Posició curta en renda fixa:** Davant les males perspectives de la renda fixa a mitjà termini, aquest trimestre hem afegit una posició a la baixa que es veurà beneficiada si baixa el valor dels bons europeus amb venciments llunyans (és a dir, si puja el tipus d'interès). Aquest trimestre així ha estat, i aquesta nova posició ha sumat un 0,2%.
- 7. Posició curta en tecnològiques americanes:** També hem iniciat aquest trimestre una petita posició a la baixa en l'índex tecnològic americà, ja que creiem que tots els vents de cua que han impulsat al sector en els darrers anys (baixos tipus d'interès, restriccions a la mobilitat, globalització) estan arribant al final. De moment, no ha aportat ni ha restat rendibilitat al fons.
- 8. Posició en drets d'emissions de CO₂:** L'última posició del fons, que ja hem explicat amb detall en paràgrafs anteriors, ha aportat un 0,1% a la rendibilitat.

L'any 2021 ha començat com va acabar 2020: amb els actius més lligats al cicle econòmic pujant amb força. Si bé aquests moviments tenen sentit amb la reobertura econòmica cada vegada més propera, creiem que potser s'han exagerat en alguns racons del mercat; és per això, que el nostre posicionament per començar el segon trimestre és més prudent que el que teníem a l'inici de l'any.

“El nostre objectiu és modest: simplement intentem ser cautelosos quan els altres són cobdiciosos, i cobdiciosos quan els altres són cautelosos”

- Warren Buffett

Salutacions,
Hanway Capital

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%
2021	-1.9%	2.8%	3.0%										3.9%

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 resums 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