

8 juliol de 2021

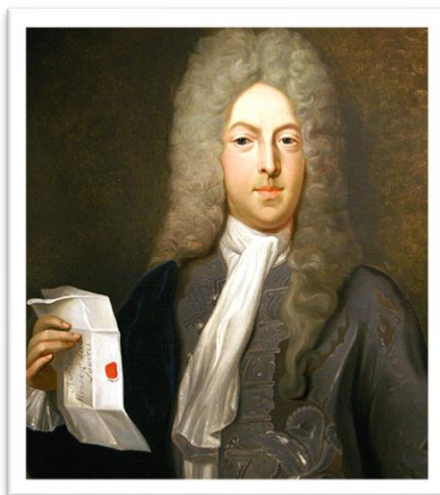
Informe de gestió Q2 2021

Benvolguts inversors,

Hanway Capital Fund ha obtingut un **retorn del 2,7% aquest trimestre** assolint un preu per acció de **136,7€** net de comissions, això situa la **rendibilitat acumulada d'enguany en el 6,7%**. La renda variable ha tornat a gaudir d'un gran trimestre completant el seu segon millor inici d'any des de 1999. Les fortes pujades del petroli, el canvi de discurs de la Reserva Federal i les altes dades d'inflació són només alguns dels obstacles que ha hagut d'esquivar el mercat durant aquests tres mesos. Fins a quan podrà seguir superant-los?

John Law, estafador o heroi?

¿Quin nen no ha somiat mai amb una màquina d'imprimir diners? Poder comprar tot el que un es proposi, sense límits. Tanmateix, els diners no són res més que un mitjà d'intercanvi sense valor real algun, de manera que com més diners hi hagi en l'economia més costaran els béns i serveis. De res serveix que es dupliquin els sous, si també ho fa el cost de la vida. John Law, economista escocès de segle XVIII, és considerat l'inventor del paper moneda a Europa (a la Xina ja existia amb segles d'antelació) i va portar a la França del rei Sol a la vora de la fallida. La seva història hauria de ser explicada a tots aquells nens, i no tan nens, que alguna vegada han somiat amb la màquina d'imprimir diners.



A la mort de Lluís XIV el 1715, la situació de les arques públiques franceses era més que deplorable. Les costoses estridències de la cort a més de les campanyes exteriors, com la guerra de Successió Espanyola, havien deixat a l'estat francès amb un deute de 3.000 milions de lliures amb uns ingressos únicament de 142 milions via impostos. A més, l'escassetat de metalls preciosos que patia França provocava constants devaluacions de la seva moneda i dificultava molt augmentar els diners en circulació.

El duc d'Orleans, que havia assumit la regència atès que Lluís XV tenia només cinc anys, era un amic personal de John Law, que va veure en l'ascens al poder del seu amic una oportunitat única per posar en pràctica les seves idees més revolucionàries. Law era de l'opinió que l'activitat econòmica no hauria d'estar limitada per la quantitat de metalls preciosos en circulació, així que va proposar abandonar les monedes d'or i plata utilitzades fins al moment i passar a utilitzar paper moneda, és a dir, diner fiduciari sense valor intrínsec i que se sustenta en la confiança de la comunitat.

Dit i fet. El 1716, el regent autoritza Law a crear un banc privat anomenat *Banque Générale* a través del qual s'emetria el paper moneda teòricament convertible en monedes. Naixia l'expansió quantitativa i ràpidament l'economia francesa i el comerç internacional s'enlairaven. Va aconseguir reduir el deute públic francès per la via de pagar els creditors de la monarquia lliurant-los accions del banc de manera que el *Banque Générale* va ser nacionalitzat i es va transformar en el *Banque Royale* (el més semblant a un banc central actual).

Gràcies a l'exitós invent, es va permetre que Law intervingués en el comerç colonial consolidant totes les companyies comercials franceses als Estats Units sota la *Compagnie du Mississippi*. El 1719, Law va començar a emetre accions de la nova companyia alhora que llançava una exagerada campanya publicitària sobre la potencial riquesa de Louisiana que va desencadenar una mania inversora que ràpidament va fer multiplicar per 36 el valor de les accions. Law va ser nomenat ministre de finances, convertint-se en la segona persona més poderosa del país. Ho controlava tot, la gestió d'impostos, el deute públic, l'encunyació de monedes, i el comerç internacional.

Confiat en l'èxit d'un sistema en què se sentia totpoderos (va arribar a dir la cèlebre frase "*L'economia soc jo*"), Law va augmentar l'emissió d'aquest nou paper moneda molt per sobre dels recursos de banc. Com qualsevol propietari d'aquests bitllets podia anar al banc i convertir-los en or o plata, emetre sense el suport d'aquests metalls era de fet una estafa. N'hi va haver prou amb la tornada de diversos emigrants explicant que allò de Louisiana era una terra de pantans i aiguamolls sense cap valor perquè s'iniciés una aguda crisi de confiança.

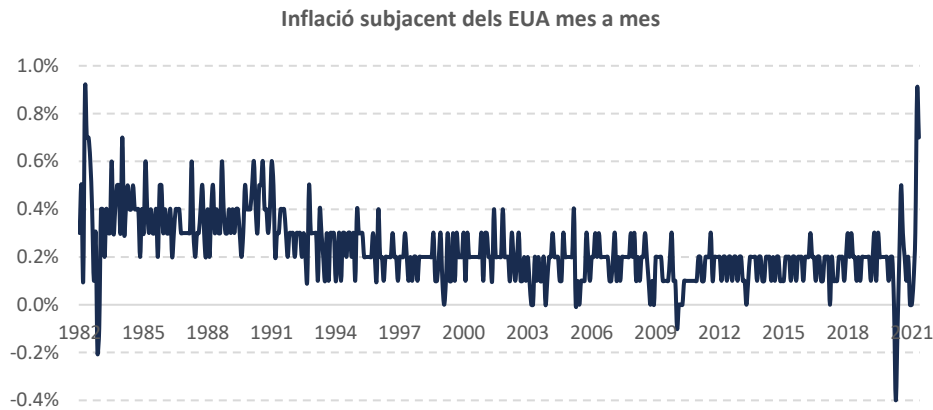
Per evitar que el castell de cartes s'ensorrés, John Law va decidir fusionar la companyia i el banc i bescanviar les accions de la *Compagnie du Mississippi* pel famós paper moneda. Per reemborsar les accions va haver d'emetre (sense cap suport) una quantitat tal de bitllets que va duplicar bruscament l'oferta monetària. La conseqüència va ser que la inflació va arribar a un 23% mensual el gener de 1720 i les accions caigueren pràcticament a 0.

Molts feien cua a trenc d'alba davant les portes del banc per canviar els bitllets, sense èxit, per or. El juliol de 1720 hi va haver un tumult i 15 persones van morir. Law va haver de fugir del país i va morir en la pobresa nou anys més tard a Venècia. França va tornar a la fallida en què l'havia deixat Lluís XIV agreujada per la ruïna de molts estalviadors privats. França trigaria generacions a recuperar-se del col·lapse, i la debilitat de les finances de l'Estat francès va contribuir a desencadenar la revolució de 1789.

La idea d'una moneda fiduciària va ser sinònim d'imprudència durant dos segles i el vincle entre els diners i l'or no es va abandonar del tot fins a la dècada de 1970, quan es va acabar amb el sistema de Bretton Woods. I què va ser de Law i el llegat del duc d'Orleans? Qui es passegi avui pel Louvre podrà observar a la galeria d'Apol·lo una de les gemmes més gran de món, *Le Régent*, un diamant de 140 quirats que el duc va adquirir en plena eufòria d'impressió de diners obnubilat pels beneficis d'aquesta política. Aquest diamant que més tard coronaria a Lluís XV i portaria Napoleó a l'empunyadura de la seva espasa, descansa com a testimoni mut d'aquella època de disbauxa.

Inflació transitòria o persistent

[Fa diversos trimestres que aviseu del risc d'un repunt d'inflació a Occident com no n'hi ha hagut en les últimes quatre dècades.](#) El debat finalment ha aterrat a les ments de tots els agents econòmics: inversors, polítics, banquers centrals i fins i tot en el ciutadà de peu a través de premsa no especialitzada. Ara ja no és un avís, és un fet. La inflació ja és aquí.



La inflació americana s'ha enfilat fins al 5% interanual, dada no vista des de 2008. La majoria dels analistes coincideixen a afirmar que aquesta dada no serveix per a cap mena d'anàlisi rigorosa perquè té "distorsió de base", és a dir, com es compara amb el número de fa exactament un any en plena pandèmia, el resultat està esbiaixat. Per evitar aquesta crítica, la gràfica de dalt mostra la inflació subjacent mesurada mes a mes, és a dir, no conté cap distorsió, ja que compara els preus de juny amb els de maig d'aquest mateix any. Tot i així, estem veient les dades més altes en quatre dècades.

Tanmateix, hi ha un sorprenent esforç per part de la Reserva Federal en les seves comunicacions per controlar i emmarcar el debat de la inflació:

1. **És enganyosa:** Totes les dades publicades durant el 2021 estan distorsionades per la pandèmia, i per tant s'han de relativitzar.
2. **És transitòria:** Les fortes pujades d'inflació acabaran aviat, i per tant no han de preocupar-nos.
3. **Es controlable:** En l'hipotètic cas que s'allargués en el temps, aquesta inflació podrà ser combatuda sense problemes pels bancs centrals que disposen d'infinitat de recursos per fer-hi front.

En la nostra opinió, el debat sobre si la inflació és o no és transitòria és absurd: tot el que és humà és transitori per naturalesa, tard o d'hora s'acaba. Per això trobem rellevant analitzar com canviaran les dinàmiques de mercat i que oportunitats deixarà al seu pas, més que entrar en el debat de la seva transitorietat.

¿A què es deu llavors tant d'esforç en controlar la narrativa? Com molts altres factors macroeconòmics, la inflació també tendeix a comportar-se segons l'expectativa dels agents econòmics. És el que anomenem coneixement generalitzat, o el relat que acceptem tots. Per això les institucions monetàries estan tan preocupades en controlar el relat: si perden el control sobre el debat de la inflació, també perdran el control de la mateixa inflació. O en altres paraules, si els ciutadans pensen que els preus s'han descontrolat, avançaran les seves compres i exigiran a les seves empreses majors augmentos de sou, portant d'aquesta manera la inflació al món real. Igual que John Law fa 300 anys, Jerome Powell, president de la Reserva Federal, necessita que es mantingui la confiança en el sistema per sostenir el mercat alcista.

El fantasma d'Arthur Burns

Arthur F. Burns va ser el president de la Reserva Federal entre 1970 i 1978. Era un home d'idees fermes que opinava que la variació de preus era majoritàriament causada per factors exògens que poc tenien a veure amb la política monetària i per això podien ignorar les pujades de preus si aquestes eren causades per factors que ell no podia controlar.

Quan va esclatar la crisi del petroli de 1973 i el preu es va quadruplicar, Burns va decidir que s'havia de retirar del càlcul de l'IPC el cost energètic (que suposava l'11% de la cistella). Malgrat les múltiples queixes de personal de la Fed, això no va frenar a Burns, que uns mesos després va retirar també els aliments (25% de la cistella) que s'havien disparat de preu per culpa del fenomen meteorològic de El Niño. Burns al·legava que aquests esdeveniments poc tenien a veure amb les polítiques monetàries de la Fed.

Fins a cert punt, Burns podia tenir raó, però el president no va acabar aquí. Durant els següents anys va retirar sistemàticament del càlcul tot el que pujava exageradament de preu fins a deixar la cistella amb només el 35% dels components originals, i tot i això, l'índex pujava a doble dígit. No va ser fins al 1975 que Burns claudicà i acceptà que els Estats Units tenien un greu problema amb la inflació, que havia arribat al 12,3%. La lliçó que ens deixa Burns és evident: ignorar els factors "transitoris" comporta un gran risc.

Tornant al present, la Fed insisteix que els recents augments en el preu dels aliments, els materials de construcció, els cotxes de segona mà, els productes de salut personal, la gasolina i els electrodomèstics reflecteixen factors transitoris que desapareixeran ràpidament amb la normalització postpandèmia. Per si això no rima prou amb la història anterior, tots recordem quan l'estiu passat la Fed va decidir abandonar l'objectiu de mantenir a ratlla la inflació en el 2% i van decidir que era millor una *inflació mitjana* del 2%, tenint en compte que com els últims anys havia estat molt per sota, ara permetran que estigui per sobre una temporada.

Doncs bé, us presentem la nova ocurrència de la Fed, "*la inflació mitja*". La Fed de Cleveland va piular fa uns dies, argumentant que el càlcul de la inflació hauria d'eliminar aquells components de l'IPC que ells consideren "anomalies extremes" per haver-se disparat massa. Us sona? A Arthur Burns segur que sí.



PCE inflation jumped to 3.9% in May. But median PCE inflation, which excludes outlier components and focuses on the middle of the distribution, was steady at 2% for the third month in a row. clefed.org/PCE



6:46 PM · Jun 29, 2021 · Meltwater Social



United States government organization

Planning a cookout this year? Ketchup on the news. According to the Farm Bureau, the cost of a 4th of July BBQ is down from last year. It's a fact you must-hear(d). Hot dog, the Biden economic plan is working. And that's something we can all relish.



11:17 PM · Jul 1, 2021 · The White House

Informe de gestió

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

- 1. Posició en renda variable:** La renda variable americana ha tornat a recuperar el lideratge aquest trimestre, gràcies al fet que els valors tecnològics han tornat a màxims històrics. L'S&P 500, índex de referència americà, ha augmentat un 8,2%, superant àmpliament a l'Eurostoxx que ha pujat un 3,7%. Com ja vam comentar en l'últim informe, el fons manté un biaix conservador en renda variable davant les fortes pujades que hem presenciat. Així, la renda variable només ha contribuït un 0,4% a la rendibilitat trimestral.
- 2. Posició en volatilitat:** Tot i que no hi ha hagut cap correcció del 5% en els principals índexs des que va començar l'any, el mercat sí ha donat mostres de fragilitat. Per protegir-se de possibles caigudes, el fons va comprar a principis del trimestre una posició de volatilitat, que tot i que encara no ha tornat a nivells previs a la pandèmia, torna a acostar-se a nivells atractius. Aquest trimestre la protecció ens ha minvat un 1,1% al rendiment del fons.
- 3. Posició en dividendes:** Els dividendes europeus per fi han tornat al nivell previ a l'esclat de la pandèmia. Quan vàrem recomanar la inversió a l'abril de 2020, la nostra tesi era que els dividendes més enllà de 2021 es veien afectats per factors tècnics (excessiva emissió de productes estructurats) i no per raons fonamentals. Ara, havent-hi participat de la recuperació, el fons ha sortit de la posició, que aquest trimestre ha aportat un 0,7% a la rendibilitat.
- 4. Posició en metalls preciosos:** Davant la relaxació dels tipus d'interès, l'or i la plata han recuperat part del que havien perdut aquest any. Per ara, les dades d'inflació no han tingut cap impacte en la cotització dels metalls preciosos, en tant que el mercat assumeix que els bancs centrals tenen la situació sota control, encara que això podria canviar si els números segueixen sorprenent l'alça. La posició del fons en aquest actiu es manté intacta, i en aquest període els metalls han sumat un 0,5% al resultat.
- 5. Posició en matèries primeres:** Les matèries primeres han continuat la seva via alcista, amb el petroli assolint nivells de 75\$, no vistos des de 2018. Aquestes pujades estan començant a incomodar alguns governs (al xinès particularment) que temen que un augment del cost de les seves importacions freni la seva economia. Serà interessant veure si les *commodities* són capaces d'ignorar aquest soroll de fons i seguir la seva escalada, que ha beneficiat el fons en un 1,2% aquest trimestre.
- 6. Posició curta en renda fixa:** La renda fixa va continuar amb les seves caigudes fins el 13 de maig, quan l'interès americà a 10 anys va arribar a l'1,7%. A partir d'aquí, i malgrat les sorprenents dades d'inflació publicades el 12 de maig, la renda fixa ha recuperat la part perduda i el tipus d'interès ha baixat fins a l'1,4%. Aquest trajecte d'anada i tornada ha fet que aquesta posició del fons no hagi ni sumat ni restat a la rendibilitat.
- 7. Posició curta en tecnològiques americanes:** El sector tecnològic ha tornat a recuperar la seva via alcista, tot i les veus escèptiques que assenyalen la seva excessiva valoració i posició monopolística. Res sembla poder frenar les pujades de les FAANGs (Facebook, Amazon, Apple, Netflix, Google), que han restat un 0,6% a la rendibilitat del fons aquest trimestre.

- 8. Posició en drets d'emissions de CO₂:** L'última incorporació del fons ha tingut un trimestre excepcional. Els drets d'emissions han pujat des dels 43€ per tona de CO₂ emesa fins els 56€. Malgrat l'impressionant pujada, els preus encara han de pujar considerablement més abans de forçar un canvi real en les polítiques de les empreses més contaminants, com és el desig de la Unió Europea. Durant aquest trimestre, aquesta posició ha aportat un 1,6% a fons.

No pensem de manera aferrissada que ens apropem a un període d'inflació tan fort com el dels 70s i 80s per ara. Tanmateix, la situació és molt semblant a la nostra aposta per la volatilitat a principis de l'any passat, quan portava marcant mínims històrics durant massa temps. Les expectatives d'inflació vénen d'un súper-cicle de 40 anys amb expectatives negatives i tipus d'interès baixant. A vegades és precisament aquests canvis de tendència bruscs que presenten les millors oportunitats.

“La inflació es sempre i a tot arreu un fenomen monetari. És tributació sense legislació”

- Milton Friedman

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%	1.2%	0.6%	0.9%							6.7%

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