

Informe de gestió Q1 2022

Benvolguts inversors,

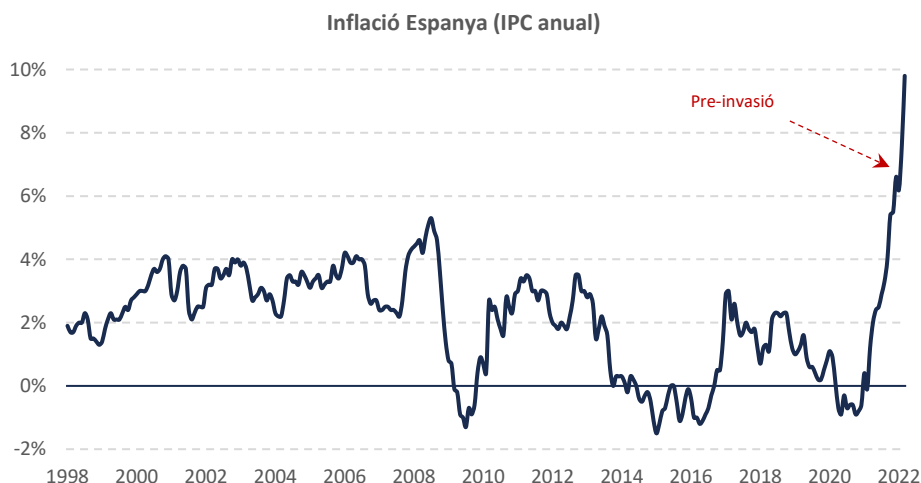
Hanway Capital Fund ha obtingut un **retorn del +0,3% aquest trimestre** obtenint un preu per acció de **146,2€** net de comissions. Després de gairebé dos anys de pujades ininterrompudes, aquest trimestre les caigudes han tornat amb força. La nostra aposta decidida per actius pro-inflació ens ha permès navegar aquest convuls escenari sense patir com ho ha fet la borsa europea, que acumula baixades properes al 10%. Tot i això, creiem que algunes de les temàtiques per les quals hem apostat encara han de despertar a la nova realitat i podrien donar un molt bon resultat durant la resta de l'any.

Els polítics han trobat el seu boc expiatori

Durant el segon trimestre del 2020, arran de la històrica injecció de liquiditat que es va dur a terme perquè l'economia fos capaç de subsistir durant la pandèmia, vam advertir que el retorn de la inflació era imminent. El 2021 va ser l'any en què els bancs centrals van aconseguir mantenir el relat que la inflació era transitòria i que disminuiria ràpidament. Tanmateix, el 2022 les pujades de preus han escapat del seu control. Som al quart mes del 2022 i la inflació als Estats Units se situa al 7,9%, la de la zona euro al 7,5% i la d'Espanya al 9,8%. Són les dades més altes en 40 anys.

Davant l'evidència que el problema ignorat durant mesos els ha explotat a les mans, els nostres líders s'han vist obligats a triar entre assumir-ne la culpa o buscar un boc expiatori de tots els nostres mals. És en aquest context on entra en escena Vladímir Putin i la seva invasió a Ucraïna el 24 de febrer: el Kremlin ha donat als nostres dirigents una excusa davant la inflació que els permet esquivar qualsevol indicatiu de culpa.

És evident que la invasió d'Ucraïna ha tingut un efecte immediat a la inflació, encarint per a Europa l'accés a moltes matèries primeres sobretot del sector energètic. Però els problemes van començar molt abans, ja que com ens recorda Milton Friedman "la inflació és sempre i a tot arreu un fenomen monetari". Era d'una ingenuïtat absoluta pensar que tots els programes d'expansió quantitativa dels bancs centrals, units als ICOs, ERTes i fins i tot xecs directes als ciutadans ens sortiria de franc.



Ara comencem a patir-ne les conseqüències, i és el moment de fer-se els sorpresos. Tant els banquers centrals com els legisladors es mostraran molt preocupats i negaran haver desitjat aquesta inflació. Però la realitat és que, com si no s'havia de repagar l'espectacular muntanya de deute acumulat durant els darrers 20 anys? Recordem que el deute és una quantitat nominal fixa. 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% sense fer cap esforç "aparent".

Però qui està pagant llavors tota aquesta despesa? En primer lloc, els estalviadors. Un ciutadà que tingui 10.000€ estalviats al compte bancari perdrà en el període 2021-22 uns 1.585€, o el que és el mateix, un 16% del seu patrimoni. També sortiran damnificats tots aquells treballadors que no siguin capaços de negociar una pujada salarial del 10% aquest 2022. I finalment, patiran els inversors "conservadors" que tenen productes de renda fixa, per no ser capaços de trobar bons que els paguin un interès proper a la inflació.

Per tot això, ha resultat tan oportuna l'aparició de Vladímir Putin com a centre de totes les dianes. El president americà Joe Biden es refereix a les pujades del petroli com "l'impost de Putin", i la vicepresidenta Kamala Harris recordava als americans que "cal pagar un preu per la democràcia, i aquest implica pagar més per la benzina". Igualment, a Europa se'ns demana que donem suport als nostres compatriotes ucraïnesos suportant les pujades del preu de la llum i el gas.

Un dels diaris més influents del nostre país, La Vanguardia, exemplifica a la perfecció a la seva [editorial](#) del 31 de març aquesta mentalitat. Títulat "Puja l'impost de la guerra", l'article òbvia que la inflació a Espanya ja se situava al 6,5% abans de la invasió. A més, també insta el Banc Central Europeu a saltar-se el mandat d'estabilitat de preus i reprendre precisament els mateixos estímuls monetaris que ens han dut fins aquí.

Al nostre parer, la inflació persistirà durant molts mesos a mesura que comenci a afectar les decisions de consum i inversió dels ciutadans. Per aquest motiu, el fons manté intactes les apostes per aquests actius que protegeixin de la inflació els nostres inversors. Convé no oblidar que el xoc actual d'inflació ve provocat pel costat de la demanda i no de l'oferta, i per tant persistirà més enllà del conflicte a Ucraïna. L'única manera d'aturar l'espiral és aplicar polítiques monetàries restrictives que provoquin una recessió econòmica que freni el consum. Mai abans no s'ha frenat una inflació superior al 5% sense provocar una recessió.

La renda fixa desperta d'un dolç somni de 40 anys

Fa temps que avisem del risc que suposa la inversió en renda fixa i de la bomba de rellotgeria que representa. En concret a la nostra [carta](#) de fa dos trimestres vam fer el símil amb la *Ligne Maginot* i en un informe del 2019 vam advertir sobre [els riscos ocults de la renda fixa](#). Enguany, creiem que ha començat a explotar: aquest ha estat el pitjor trimestre per a la renda fixa en 40 anys amb una caiguda del 6%. Les caigudes acumulades des del gener del 2021 ja superen l'11%, la caiguda més gran des dels anys 80. Encara que si ho mesurem en termes reals, després de descomptar una inflació del 7% la caiguda real ha estat del 18%.

Malgrat l'històric descens, creiem que encara té molt recorregut per continuar caient. La renda fixa s'ha aprofitat d'un llarg cicle macroeconòmic de 40 anys que li ha estat molt favorable: les expectatives d'inflació a la baixa, la baixada constant de tipus d'interès i un creixement moderat li han servit de vents de cua.

La gràfica de l'interès del bo americà mostra un fort biaix a la baixa des del 1985. Això ha generat una dinàmica on, quan un mínim repunt dels interessos posa en risc la tendència, sorgeix un accident financer. Basant-nos doncs en la història, seria imprudent ignorar allò que l'actual repunt de tipus pot provocar.



Tot això afecta indirectament la renda variable i les seves valoracions. Com més beneficis d'una empresa estiguin atrapats en el futur, més sensible serà el preu de l'acció a una pujada de tipus d'interès. Gràcies al valor dels diners en el temps, un interès més gran implicarà menys valor actual d'aquests beneficis futurs. Només així s'expliquen les brutals caigudes que hem presenciat els darrers mesos d'empreses que encara no generen beneficis. Premiades pel mercat durant anys d'interessos baixos, ara els inversors estan nerviosos i ja no toleren que els executius d'aquestes empreses menystinguin la importància de ser rendibles com més aviat millor.

L'home que canvià el curs de la guerra

Quan es va iniciar la invasió a Ucraïna el dia 24, les borses mundials van reaccionar en un primer moment amb pujades, i el petroli va patir descensos. L'explicació és senzilla: el món sencer creia que el conflicte duraria tot just uns dies, i que l'exèrcit ucraïnès correria la mateixa sort que l'afganès en mans dels talibans el 2021. Els seus governants fugirien a l'exili, els soldats es rendirien ràpidament i Putin obtindria una ràpida victòria amb què continuar expandint la seva zona d'influència cap a l'oest.

Tanmateix, el poble ucraïnès inspirat pel seu líder Volodímir Zelenski, ha demostrat una resistència fèrria en la defensa per la seva llibertat. Van ser el seu exemple i les seves constants arengues televisades als líders occidentals, que van provocar que no poguessin mirar cap a un altre costat i llancessin el major atac financer que s'ha vist mai. Les sancions econòmiques contra Rússia han fet del sistema financer mundial la punta de llança de l'armament occidental.

Rússia, que feia anys que es preparava per al conflicte, havia pràcticament doblat les reserves internacionals de divises des del 2015 i comptava a utilitzar-les per sostenir el ruble i el seu sistema econòmic davant les previsibles sancions. L'únic problema és que aquestes divises estaven majoritàriament en dòlars americans i euros, i per tant, dins de l'abast dels bancs centrals que regulen aquestes monedes.

El 28 de febrer, en un moviment sense precedents, Occident no només tallava l'accés SWIFT als bancs russos (sistema de pagaments internacionals), sinó que també congelava tots els actius que el banc central tenia dipositats en euros i dòlars. L'efecte va ser el mateix que si Rússia hagués oblidat les claus d'accés als seus comptes corrents.

Aquesta acció tindrà una rellevància transcendental en l'ordre mundial i en els fluxos internacionals de capital de les dècades vinents, i la Xina és l'actor més rellevant. Cal esperar que el bloc de països no-alineats amb Occident buscarà desvincular-se gradualment d'un sistema financer que no controlen, i guardaran les seves reserves de divises en monedes que no estiguin sota la influència d'Occident.

A la pràctica parlem d'un replegament de la globalització, d'una reducció del comerç internacional entre blocs i potser fins i tot d'una pèrdua del pes del dòlar al comerç mundial. Si la Xina vol desbancar els Estats Units en les pròximes dècades com a líder mundial, ha après d'aquest conflicte que no pot dependre d'un sistema financer controlat pels EUA.

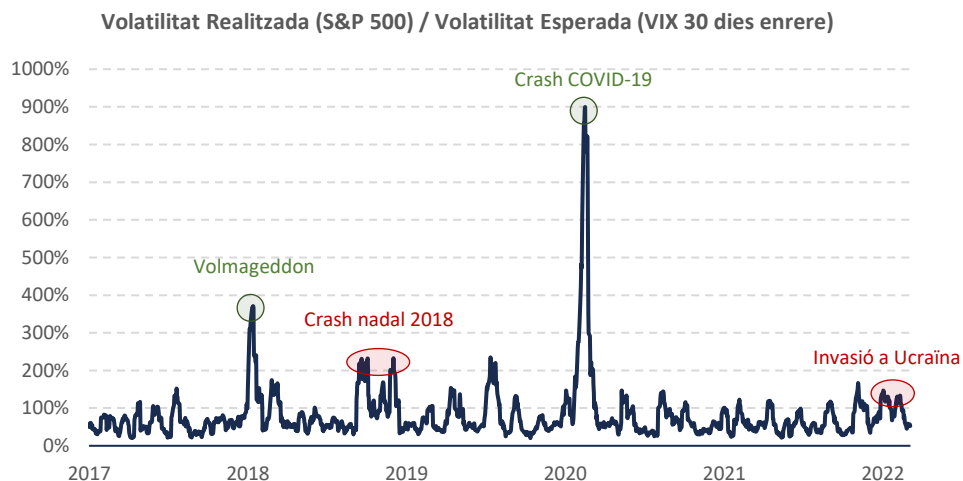
D'altra banda, i per acabar amb un to positiu, la guerra ha arrossegat el Vell Continent a una crisi energètica de la qual en sortirà reforçada. La Unió Europea sempre és reactiva a l'hora d'afrontar els reptes: no va ser fins a la crisi financera que va decidir completar la unió bancària, i no ha estat fins a la invasió d'Ucraïna que s'ha plantejat seriosament una política energètica comuna.

És essencial que com van fer els Estats Units a partir del 2014, la Unió Europea assoleixi la sobirania energètica. Aquesta transició costarà molts recursos i no veurem els seus fruits fins d'aquí uns anys, però és de vital importància. L'aposta de Hanway Capital per les empreses dedicades a la producció d'energies renovables continua intacta i creiem que estem davant d'una oportunitat única perquè Europa esdevingui un pol d'innovació en aquesta indústria.

Informe de gestió

Passem ara a analitzar les posicions del fons aquest trimestre:

1. **Posició en renda variable:** Les pujades que van començar el març del 2020 s'han vist frenades en aquest inici del 2022. En un primer moment les caigudes es van concentrar en els racons més especulatius del mercat (l'índex tecnològic Nasdaq va arribar a caure un 21%) però després de la invasió el pànic es va estendre fins a la borsa europea. El fons segueix amb un biaix molt conservador en renda variable, però tot i així aquest trimestre no ha pogut escapar de les caigudes i aquest actiu ha restat un **-1,9%** a la rendibilitat.
2. **Posició en volatilitat:** Després de més d'un any sense mantenir posicions en volatilitat, el fons ha tornat aquest trimestre a comprar protecció davant moviments bruscs al mercat. Tanmateix, i malgrat la incertesa que hi ha hagut aquest trimestre, la volatilitat no ha funcionat com caldria esperar. La nostra teoria és que aquesta protecció funciona una de cada dues crisis. El seu bon comportament el 2020 ha fet que molts gestors l'hagin fet servir com a protecció des d'aleshores, irònicament limitant-ne el potencial. Mentre esperem que torni a funcionar al següent pànic, aquest trimestre ha minvat al fons un **-0,8%**.



3. **Posició en metalls preciosos:** Seguint la tònica alcista amb què va acabar el 2021, l'or va tocar màxims històrics per sobre dels 2.000\$ el 8 de març per després moderar les pujades. Sens dubte el seu paper d'actiu refugi s'ha vist reivindicat aquest trimestre, ja que mentre Rússia va veure com els tallaven l'accés a les divises, ningú no va poder impedir-li que fes servir les reserves d'or. La posició del fons en aquest actiu ha sumat un **1,7%** al resultat.
4. **Posició en matèries primeres:** Quan a la nostra darrera comunicació anunciàvem que havíem baixat el nostre pes en aquest actiu, no esperàvem el que vindria després. Les matèries primeres han viscut el seu millor trimestre des del 1990. L'expulsió del sistema financer d'un dels exportadors més grans de matèries primeres del món ha generat un caos sense precedents al mercat de *commodities*, les conseqüències del qual s'aniran definint en els anys vinents. L'aportació d'aquest actiu al fons només ha estat del **+1,0%** en aquest període atès que havíem reduït el pes.

5. **Posició en curt en renda fixa:** Sembla que la discrepància entre la inflació i el tipus d'interès finalment s'ha començat a tancar a l'alça aquest 2022. El canvi de discurs de la Reserva Federal, que s'espera que pugi tipus d'interès 7 vegades aquest any, ha despertat molts inversors de la seva letargia i els ha fet abandonar les seves posicions en renda fixa. El fons s'ha beneficiat d'aquesta tendència, que creiem que encara té molt de recorregut, en un **+1,0%**.
6. **Posició en drets d'emissió de CO₂:** La nostra millor inversió del 2021 ha tingut un principi d'any convuls. L'augment dels costos de l'electricitat a les llars va fer témer alguns inversors que la Unió Europea suspendria temporalment el mercat d'emissions mentre durés la guerra. Així, entre el 23 de febrer i el 2 de març, en només 5 dies, el preu del CO₂ es va esfondrar un 42%. Des d'aleshores, i davant les garanties per part de la Comissió de que no intervindria, el preu ha recuperat més de la meitat de la seva baixada. La seva evolució ha afectat negativament el fons en un **-0,7%**.

*“Lluitarem a les platges, lluitarem als llocs de desembarcament, lluitarem als camps i als carrers,
lluitarem a les muntanyes: mai no ens rendirem.”*

- Winston Churchill

Salutacions,
Hanway Capital

Apèndix: Rendibilitat històrica de Hanway Capital Fund

	Jan	Feb	Mar	Abr	Maig	Jun	Jul	Ago	Set	Oct	Nov	Dec	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%	-0.8%	1.5%	-1.1%	2.4%	1.3%	3.1%	13.7%
2022	-1.7%	0.0%	2.1%										0.3%

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