

6 d'abril de 2023

Informe de gestió Q1 2023

Benvolguts inversors,

Hanway Capital Fund ha obtingut un **retorn del -1,6% aquest trimestre**, retrocedint fins a un preu per acció de **146,2€** net de comissions. Les pujades de tipus d'interès que van començar fa exactament dotze mesos s'han cobrat les seves primeres víctimes rellevants: el Silicon Valley Bank i Credit Suisse. El primer ha protagonitzat la tercera major fallida de la història dels EUA i el segon ha estat absorbit pel seu major competidor després de 166 anys d'activitat. Paradoxalment, aquests accidents han convençut als inversors que els interessos han tocat sostre i aviat començarà la baixada. Aquest canvi en el consens del mercat ha perjudicat moltes posicions de Hanway, però nosaltres mantenim intacta la nostra estratègia, ja que creiem que la inflació no ha dit la seva última paraula.

La Reserva Federal es crea per no dependre de J.P. Morgan

Per entendre les turbulències de les últimes setmanes en el sistema bancari, resulta útil repassar primer el funcionament dels bancs i en particular del sistema de reserva fraccional, que és el model que fan servir les economies capitalistes des de fa segles. En aquest, els bancs només estan obligats a mantenir una fracció dels dipòsits dels seus clients en efectiu, mentre que la resta dels diners els utilitzen per fer préstecs i inversions. Per exemple, si un banc té una taxa de reserva del 10%, només ha de mantenir el 10% dels dipòsits dels seus clients en efectiu i pot prestar el 90% restant.

Aquest sistema permet que els bancs augmentin enormement la velocitat de circulació dels diners, ja que el mateix euro pot prestar-se diverses vegades a diferents clients i això impulsa el creixement econòmic. Tanmateix, aquest sistema no està exempt de riscos: si es produeix una retirada massiva de dipòsits per part dels clients, fins i tot el banc més solvent del món no disposaria de la liquiditat necessària per complir amb les seves obligacions. És el que es denomina pànic bancari, que en els seus casos més extrems pot provocar un efecte domino en tot el sistema financer global i generar una profunda crisi amb conseqüències socials incalculables.

Va ser precisament el pànic bancari de 1907 el que va portar a la creació de la Reserva Federal com a banc central dels Estats Units. El pànic va començar quan el tercer major banc de Nova York (el Knickerbocker Trust) va prestar una gran quantitat de diners a especuladors en les accions de United Copper. Quan el preu de les accions es va esfondrar a borsa, els prestataris no van ser capaços de repagar el seu deute, traslladant les seves pèrdues al banc. A mesura que es corria la veu sobre aquesta operació ruïnosa, els dipositants d'aquest i altres bancs van començar a retirar els seus fons, el que al seu torn va provocar que moltes entitats suspenguessin les seves operacions.

Arribats a aquest punt va entrar en escena J.P. Morgan. Si bé avui aquest nom l'associem al banc més gran del món, el 1907 era molt més conegut l'home darrere de la institució: John Pierpont Morgan. Després de fundar el banc el 1871, Morgan era un dels homes més rics i poderosos d'Amèrica quan va esclatar la crisi. Havia construït un imperi bancari que dominava tot Wall Street, i no estava disposat a permetre que aquesta crisi posés fi a tot.

En un esforç per restaurar la confiança en el sistema financer, Morgan va reunir als principals banquers i multimilionaris de Nova York i els va convèncer a invertir per salvar als bancs en perill de fallida. A més, va utilitzar la seva pròpia fortuna per donar suport als préstecs d'emergència, el que va ajudar a restaurar la confiança dels ciutadans i va aturar de manera immediata la fugida de dipòsits, estabilitzant el sistema financer.



Els legisladors americans van entendre la imperiosa necessitat d'una major regulació i supervisió del sistema bancari. Era una bogeria dependre de la voluntat d'un únic individu per contenir les crisis financeres: convenia per tant millorar la coordinació entre els bancs i el govern per ajudar a prevenir i mitigar futurs pànics. El 1913 es va promulgar la Llei de la Reserva Federal, que va crear un prestador d'última instància que proveís de liquiditat als bancs en dificultats. Gràcies això, si avui en dia un banc té un problema de liquiditat puntual per un pànic sense fonaments, no hauria de veure's arrossegat a la fallida ja que la Fed acudirà en la seva ajuda prestant la quantitat de liquiditat necessària.

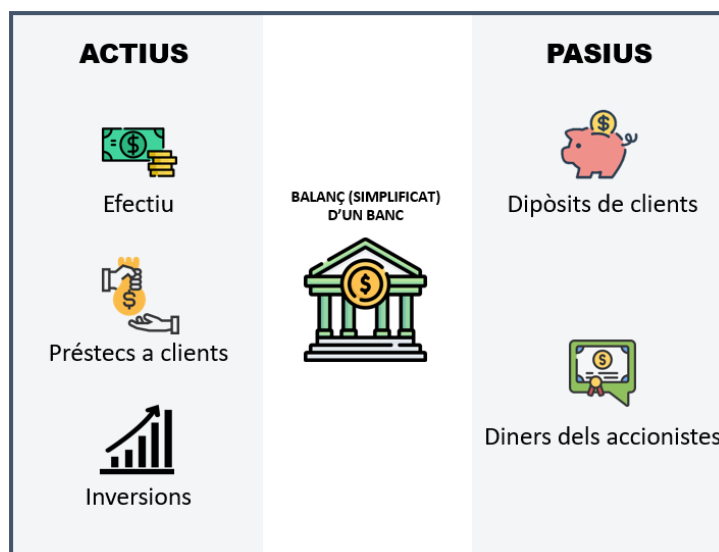
La fi del Silicon Valley Bank

Fa només un mes, ningú hauria posat en dubte la solidesa del sistema bancari després de l'estricta regulació creada arran de la crisi financera del 2008. De fet, la inversió en accions de bancs europeus i americans ha estat una de les estratègies més populars després del ressorgiment de la inflació.

Però, com hem comentat en informes anteriors, quan els bancs centrals pugen abruptament els tipus d'interès, en algun racó del mercat alguna cosa acaba trencant-se. O com bé va dir Warren Buffet: "és quan baixa la marea que es descobreix qui ha estat nedant despullat". Doncs bé, els directius del Silicon Valley Bank (SVB) no portaven ni el flotador. La velocitat del col·lapse es va accelerar, sense dubte, per ser aquest el primer pànic bancari de l'era Twitter i per la rapidesa amb què avui podem retirar els nostres dipòsits a través d'una aplicació. El 9 de març, el SVB va veure com es retiraven 42MM\$ en tan sols un dia (el 25% de tots els seus dipòsits). Cap banc pot sobreviure a una cosa així, però per què es va desencadenar el pànic? Què amagava el SVB?

El balanç d'un banc funciona a l'inrevés que el d'una empresa normal. De manera molt simplificada, els estalviadors dipositen els seus estalvis en comptes bancaris: això forma part del passiu del banc, ja que són diners que "deuen". Pel sistema de reserva fraccional que hem explicat anteriorment, el banc ha de tenir una part d'aquests diners en efectiu (anomenat coeficient de caixa). Una altra part la utilitza per al seu negoci bancari, és a dir, concedir préstecs a particulars i empreses, per exemple, per

comprar una casa, obrir un negoci o fins i tot anar de compres. I finalment, l'últim component dels seus actius són inversions que fan per intentar rendibilitzar al màxim els dipòsits.



La regulació és molt estricta pel que fa al tipus d'actius en què un banc pot invertir; arran de la crisi del 2008 se'ls va animar perquè ho fessin gairebé exclusivament en bons sobirans. Al cap i a la fi, ningú és més solvent que el govern americà. El problema és que quan la Reserva Federal puja els tipus d'interès, el valor d'aquests bons sobirans cau (la raó per què passa això és tècnica i complexa, qui vulgui aprofundir pot consultar l'informe "[Els Riscs Ocults de la Renda Fixa](#)" que vam escriure fa quatre anys).

La cúpula del SVB va optar per invertir gairebé tots els diners del banc en bons sobirans a llarg termini, que ofereixen una mica més de rendiment que els de termini més curt. A més, i aquest va ser el seu error fatal, van decidir no cobrir el risc tipus d'interès en el mercat de derivats: estaven convençuts que els tipus es mantindrien baixos per sempre. Per desgràcia, quan van començar les pujades de la Fed, el banc californià va veure caure el preu dels seus bons en picat i va començar a acumular pèrdues.

Però el SVB creia comptar amb un as a la màniga. D'acord amb les normes comptables americanes, els bancs no han de reportar com a pèrdues les caigudes de valor dels bons governamentals que preveuen mantenir fins al seu venciment. La raó és que, en arribar el venciment, el valor del bo tornarà al seu preu inicial i això no suposarà cap pèrdua. Però què passa si et veus obligat a vendre el bo *abans* del venciment atès que els clients estan retirant els seus dipòsits i necessites liquiditat? Les pèrdues deixen de ser teòriques i cauen com una llosa de realitat.

El 8 de març, el banc va comunicar que pretenia aixecar capital per valor de 2MM\$ per poder cobrir part de les seves pèrdues. Es va desencadenar aleshores el pànic que va portar al banc fundat fa 40 anys al col·lapse en només 40 hores; els dipositants van començar a retirar els diners en estampida. Una altra de les particularitats que va accelerar la fallida del SVB és que la majoria dels seus clients eren empreses tecnològiques i fons d'inversió amb saldos alts en els seus comptes corrents. Els fons de garantia de dipòsits es van crear precisament per evitar pànics bancaris, ja que per llei el govern americà cobreix fins a 250.000\$ per titular en cas que un banc faci fallida (100.000€ en el cas espanyol). La majoria d'aquestes empreses tenien saldos molt superiors a 250.000\$, el que les deixava vulnerables davant d'una fallida.

El SVB es va declarar insolvent i el govern americà va prendre el control provisionalment. La fallida va començar a contagiar altres bancs regionals; cal recordar que als Estats Units hi ha més de 4.000 bancs. Molts estalviadors van sucumbir al pànic, ja que no tenien cap incentiu per mantenir els seus estalvis en un banc petit si podien transferir els seus diners a un dels quatre gegants bancaris sense cap cost i des de la comoditat dels seus mòbils. Les accions d'aquests bancs regionals van començar a caure estrepitosament en borsa i la Fed no va tenir cap altra opció que prendre mesures dràstiques per contenir la sangia.

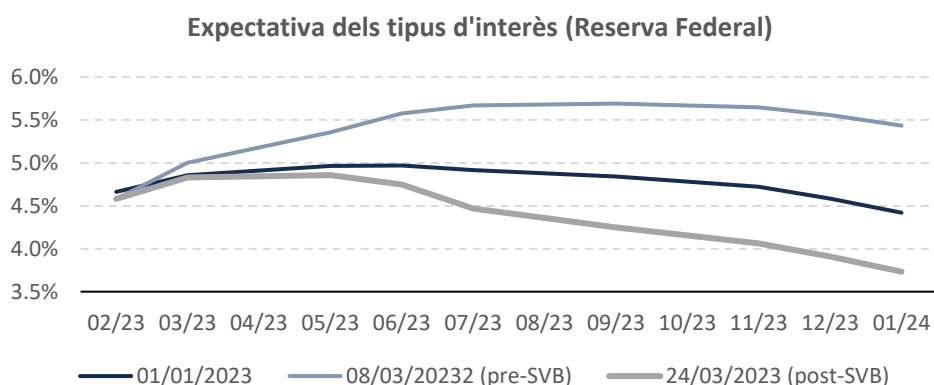
D'una banda, va comunicar que els dipòsits del SVB estarien assegurats al 100% encara que superessin el límit dels 250.000\$; això irònicament convertia el SVB en el banc més segur del món. D'altra banda, va anunciar que els préstecs que concedeix el banc central recolzats per bons sobirans no tindrien en compte el valor de mercat d'aquests bons sinó el seu valor nominal. En altres paraules, els bancs rebran liquiditat per aquestes inversions com si mai haguessin caigut de valor.

Totes aquestes mesures d'emergència representen un pas enrere en la lluita de la Fed per controlar la inflació. De fet, aquestes injeccions de liquiditat han suposat desfer els darrers sis mesos de restricció monetària. Jerome Powell, president de la Reserva Federal, es troba davant d'un dilema de solució molt difícil: caos financer o inflació persistent.

Hanway Capital de nou a contracorrent

El pànic bancari d'aquest darrer mes ha portat el mercat a replantejar el futur de la situació macroeconòmica, la qual cosa ha afectat diverses posicions de Hanway. Com hem explicat en nombroses ocasions, nosaltres preveiem un creixement del PIB global més gran del que s'espera (evitant, per tant, una recessió) però també una inflació persistent, que no aconsegueixi baixar fins a l'objectiu del 2% i obligui els bancs centrals a continuar pujant els tipus.

Tanmateix, les turbulències d'aquestes darreres setmanes han portat els inversors a preparar-se per una baixada dels tipus davant d'una recessió que preveuen imminent. Això es veu reflectit de forma molt clara en la corba de tipus d'interès implícits a futur. El 7 de març, dos dies abans del col·lapse del SVB, s'esperava que els tipus d'interès continuessin pujant i acabessin l'any al voltant del 5,6%. Avui el panorama ha canviat radicalment: els inversors creuen que la pujada de 25 punts de la reunió de març de la Fed va ser la darrera, i que a partir de juny començaran a baixar ràpidament els tipus per acabar l'any al 3,7%.



Aquest diferencial de gairebé 2 punts percentuals ha fet que la nostra aposta per aquells actius que es desemparen millor en un entorn de tipus alts hagin patit fortes caigudes. El mercat està utilitzant el manual d'instruccions del 2008, però no compartim aquesta visió. En primer lloc, el 2008 el sistema financer va col·lapsar per un problema de solvència, és a dir, els bancs amagaven als seus balanços tota mena d'actius tòxics sense valor. Les pèrdues van ser multimilionàries, provocant una parada en l'economia real i una reducció de la demanda que va generar un cercle viciós de major desocupació i menor activitat econòmica. El que hem viscut aquests dies ha estat un problema de liquiditat, i res sembla indicar que existeixi un problema de solvència en el sistema bancari.

D'altra banda, l'economia segueix amb una salut de ferro. Malgrat que alguns indicadors apunten a una desacceleració, en cap cas s'observa una frenada. El mercat laboral segueix molt ajustat: a la zona euro l'atur està en mínims des de la creació de l'euro i als Estats Units actualment existeixen el doble de vacants laborals que de desocupats. El consum segueix fort malgrat la inflació, gràcies als estalvis generats durant la pandèmia i l'augment progressiu dels sous.

Per això pensem que la inflació continua sent el repte més gran que hem de protegir. Els pròxims mesos veurem com la inflació interanual es modera per l'efecte base (comencem a comparar-nos amb els preus posteriors a l'inici de la guerra). Però a partir de l'estiu podrem apreciar si la inflació realment remet o si repunta i demostra ser estructural com nosaltres pronostiquem.

Gràcies a la diversificació i al rigor en el control de riscos que Hanway té com a puntal, la situació ha quedat continguda en una caiguda del -1,5%. Però és impossible estar satisfets amb el resultat, tot i que invertir obliga a posicionar-se i a prendre partit, moltes vegades equivocant-se. El més important per a nosaltres és que els inversors entenguin el perquè de les nostres decisions i confiïn en el nostre procés d'anàlisi i presa de decisions que té un únic objectiu: preservar el vostre capital en moments incerts i revalorar-lo sense assumir riscos excessius.

Informe de gestió

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

- 1. Posició en renda variable:** Les borses mundials han començat el 2023 amb optimisme. Les perspectives d'un canvi de discurs dels bancs centrals han provocat fortes pujades especialment en aquells índexs que més van patir l'any passat. El tecnològic Nasdaq, per exemple, puja un 20% després de caure un 33% l'any passat. Tampoc s'ha quedat enrere l'Eurostoxx, que està un 14% per sobre d'on va acabar el 2022. En canvi, les nostres inversions en renda variable han quedat enrere per culpa del nostre biaix cap a empreses i sectors als quals resulta favorable la inflació. En un trimestre tan positiu per a les accions, aquest actiu únicament ens ha sumat un **+0,3%** a la rendibilitat.
- 2. Posició en volatilitat:** Un cop més, els problemes en el sector bancari no han estat suficients per despertar la volatilitat de la seva letargia. Inclús el dia de màxim pànic, el 13 de març, quan les accions dels bancs regionals americans caigueren un 15%, el VIX ni tan sols va ser capaç de tancar per sobre dels 26 punts. Protegir-se davant l'adversitat està resultant frustrant en aquest mercat, però continuem creient que és el correcte davant els nombrosos riscos que ens amenacen. Durant aquests mesos, aquesta posició ens ha minvat el resultat un **-0,2%**.
- 3. Posició en metalls preciosos:** Igual que les accions, l'or i la plata també s'han beneficiat de la caiguda dels interessos del deute. La percepció que les baixades de tipus són imminent ha portat l'or a apropar-se molt a màxims històrics que va marcar poc després d'iniciar-se la invasió d'Ucraïna, als 2.070\$. Sense ser la nostra aposta principal, aquesta posició d'aproximadament el 10% ens aporta descorrelació respecte a altres actius del fons. Aquest trimestre, ha aportat un **+0,7%** al resultat.
- 4. Posició en matèries primeres:** Seguint la mateixa línia de raonament, el mercat preveu que el que obligarà la Reserva Federal a baixar els tipus d'interès serà una desacceleració de l'economia. Aquesta projecció, que no compartim, seria molt negativa per a les matèries primeres, que han tingut el seu pitjor trimestre des del començament del 2020. Per sort, la grandària d'aquesta posició no és molt rellevant per al fons, per la qual cosa el seu impacte en la rendibilitat s'ha limitat al **-0,3%**.
- 5. Posició curta en renda fixa:** El nostre gran encert de l'any passat aquest trimestre ha girat en contra nostra. La renda fixa ha tingut el seu millor trimestre des de la pandèmia impulsada per les expectatives d'un gir de 180º en les polítiques dels bancs centrals. En la nostra opinió, és poc probable que es produeixin baixades de tipus aquest any a Europa, on la inflació segueix a nivells 3 vegades per sobre de l'objectiu del BCE. Aquest trimestre aquesta ha estat la nostra pitjor posició, restant un **-2,1%** al resultat global.

"No es pot resoldre cap problema fins que es redueix a una forma simple. Convertir una dificultat complexa en una forma concreta i específica és un element essencial en el pensament"

- J.P. Morgan

Salutacions,
Hanway Capital

Apèndix: Rendibilitat històrica de Hanway Capital Fund

	Jan	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%	-0.8%	1.5%	-1.1%	2.4%	1.3%	3.1%	13.7%
2022	-1.7%	0.0%	2.1%	1.8%	0.8%	-6.1%	3.0%	2.6%	2.1%	1.9%	-2.2%	-1.7%	2.0%
2023	1.1%	0.5%	-3.1%										-1.6%

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