

13 juliol 2023

Informe de gestió Q2 2023

Benvolguts inversors,

Hanway Capital Fund ha obtingut un **retorn del -5,8% aquest trimestre**, retrocedit fins a un preu per acció de **137,7€** net de comissions, això situa la rendibilitat acumulada enguany en el **-7,3%**. Aquest ha estat el nostre pitjor trimestre des que vam arrancar el 2019 i suposa la nostra caiguda històrica més gran des dels màxims que vam marcar l'octubre de l'any passat. Moltes vegades ens heu sentit a dir que, a diferència d'altres gestors, som agnòstics a la direcció dels mercats i que el nostre resultat depèn de si encertem o no en el diagnòstic macroeconòmic i en la selecció d'actius. Certament no ha estat el cas aquests darrers mesos, per tant dedicarem aquesta carta a explicar en profunditat quins han estat els nostres errors i com planegem revertir la situació a la segona meitat de l'any.

El posicionament de Hanway Capital

Des de finals del 2021 i de manera encara més acusada amb l'inici de la guerra a Ucraïna, els mitjans de comunicació i els agents econòmics han pronosticat que una recessió econòmica estava a tocar. La pujada de tipus d'interès més ràpida dels últims 40 anys ha afegit més llenya al foc, convencent el mercat que la inflació acabaria amb una frenada a l'activitat. Nosaltres però, descartàvem rotundament aquest escenari i insistíem que el focus havia d'estar en (i) una economia més resistent del que s'esperava i (ii) una inflació persistent. El nostre seguiment de l'estalvi generat pels ciutadans durant la pandèmia i el mercat laboral més ajustat de les darreres dècades ens va portar a discrepar del consens catastrofista.

El nostre posicionament reflectia aquesta convicció: havíem de tenir una cartera que ens permetés capejar satisfactòriament la tempesta inflacionista. L'estratègia es va basar principalment a apostar per una forta pujada dels tipus d'interès, mantenir una posició considerable en metalls preciosos (or i plata), apostar per les matèries primeres i ser molt selectius amb la renda variable. Evitem els sectors més cars com el tecnològic i apostem per aquells més beneficiats per la inflació: bancs, energètiques, i totes aquelles empreses amb una forta generació de caixa.

Aquesta cartera ens va permetre tancar satisfactòriament un 2022 molt complex, generant un +2% de retorn mentre els principals índexs de renda variable patien fortes caigudes i la renda fixa, l'actiu clàssic per als més conservadors, patia la caiguda més gran des que hi ha registres.

Tot i això, tot allò que va funcionar durant el 2022 ha deixat de fer-ho aquest 2023. S'han invertit les dinàmiques i han estat les empreses tecnològiques les que han liderat les pujades. De fet, si restem l'impacte d'aquest sector als principals índexs, gairebé no haurien pujat aquests sis mesos. Sens dubte, la por de quedar-se fora de la revolució que suposarà la Intel·ligència Artificial ha tornat a inflar les valoracions de les empreses més impactades per aquesta tecnologia.

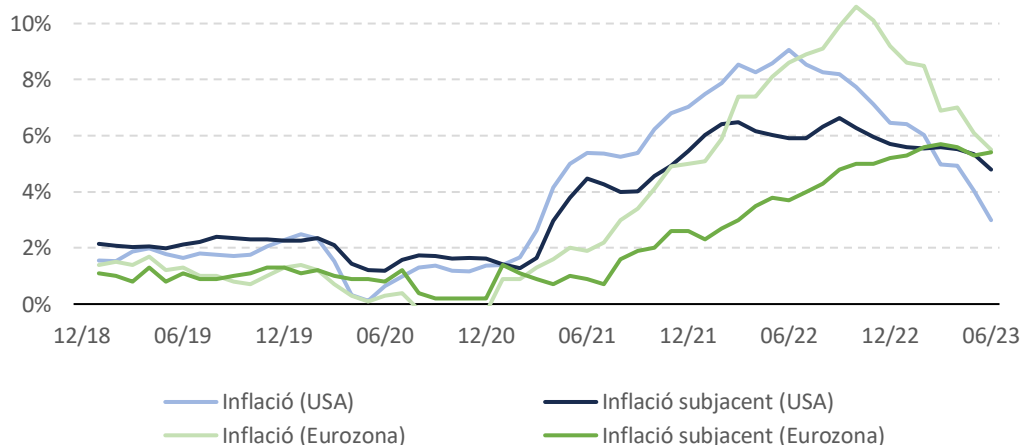
¿On ens hem equivocat?

La realitat és que la tan anunciada recessió mai no va arribar. Els Estats Units mantenen un creixement robust i malgrat que l'Eurozona tècnicament ha decrescut un -0,1% en termes reals els darrers dos

trimestres, ho ha fet amb un deflactor del PIB del 6,5%, cosa que significa que en termes nominals ha crescut més del 6%. De manera simplificada, podríem dir que les empreses en conjunt han vist augmentar els seus ingressos un 6%. Una recessió és una frenada de la demanda de béns i serveis que genera un cercle viciós de més atur i menor activitat econòmica; això no és el que ha passat els darrers dos anys.

On sí que ens hem equivocat és amb la inflació. No crèiem que es mantingués en unes taxes tan elevades com les que vam veure l'any passat, però tampoc esperàvem que baixés de manera tan pronunciada. Continuem mantenint que aquesta dècada estarà marcada per una inflació mitjana elevada i que això tindrà un impacte rellevant als actius financers, però alguns anys l'efecte base ens farà creure que el problema ha desaparegut. A mesura que desapareixen del càlcul els preus energètics previs a la invasió, la inflació general tendeix a baixar. Ara bé, la inflació subjacent, que no té en compte els components més volàtils com l'energia i l'alimentació, es manté molt alta. Recordem que a la dècada dels '70 en tres ocasions la inflació va tornar a nivells normals per després tornar a disparar-se.

La inflació general ha caigut bruscament per l'efecte base, però la subjacent es manté tossudament alta



El següent error va ser assumir que aquells actius que estaven funcionant amb inflació també ho farien amb tipus d'interès alts, ja que són dues cares de la mateixa moneda. Quan la Reserva Federal va començar a pujar els tipus el febrer del 2022, vam pensar que eren bones notícies per als nostres actius, pel fet que els bancs centrals reconeixien que la inflació no era un fenomen transitori. Tanmateix, va passar tot el contrari.

Tot i que la inflació continua sent elevada, les polítiques monetàries restrictives han convençut el mercat que la inflació no serà un problema a llarg termini. Des del començament del 2022, les expectatives d'inflació (les que realment impacten les decisions dels inversors) han baixat del 3,1% al 2,2%. Irònicament, quan els bancs centrals van reconèixer que teníem raó, els nostres actius van deixar de funcionar. Vegem-ho amb alguns exemples més concrets:

- **Aposta per una pujada de *yields*:** Per poder monetitzar aquesta estratègia, ens havíem de posar curts de bons sobirans per l'efecte invers entre el preu dels bons i l'interès. Aquesta visió l'expressarem a través de vendre en curt bons alemanys a 30 anys. Escollim un termini tan

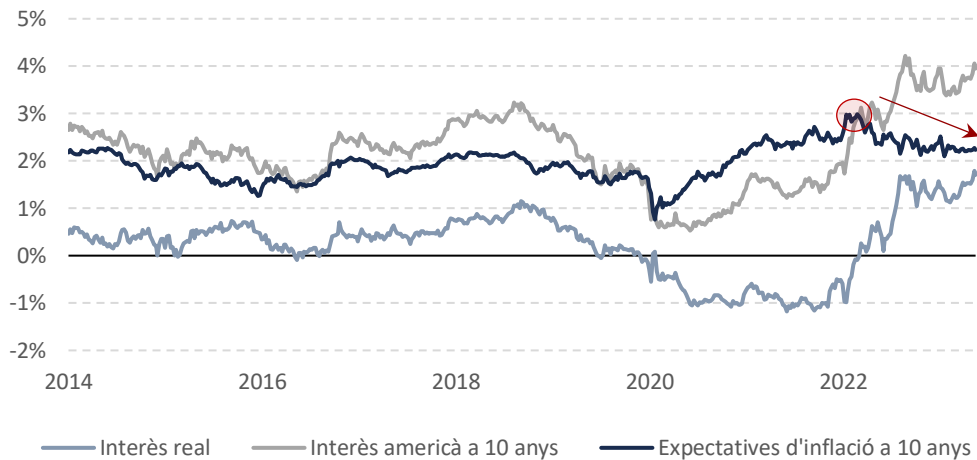
llarg perquè els bons amb venciments propers amb prou feines registren canvis en el preu. Doncs bé, mentre el tipus d'interès oficial fixat pel Banc Central Europeu (BCE) ha passat del 0% al 4% (el tipus oficial és el de menor termini), el bo alemany a 30 anys només paga un 2,4% a tancament d'aquest trimestre. La lògica financera imposa que, a més termini, més interès per a l'inversor per la incertesa més gran. Però aquesta lògica ha saltat en trossos perquè els inversors estan convençuts que quan arribi la recessió que esperen, els bancs centrals baixaran els tipus de nou al 0%. En aquest escenari, rebre un 2,4% durant 30 anys semblarà sens dubte un gran negoci. Per a nosaltres, que esperàvem que aquest bo arribés al 4-5%, aquesta visió ens ha perjudicat.

El diferencial entre el bo a 30 anys i el tipus oficial (BCE) ha passat a ser negatiu perjudicant la nostra estratègia



- **Metalls preciosos (or i plata):** L'actiu per excel·lència per fer front a la inflació tampoc no ha funcionat com esperàvem. La teoria econòmica ens diu que l'or és capaç de mantenir el poder adquisitiu al llarg dels segles, però quan van començar les pujades de tipus va deixar de funcionar. L'or competeix amb les altres opcions d'inversió i té el desavantatge que no merita cap renda (ni dividend ni cupó). Quan els fons monetaris van començar a oferir rendibilitats interessants sense risc, l'or va perdre la brillantor. L'or té una gran correlació amb el tipus d'interès real, que resulta de descomptar la inflació del tipus d'interès oficial. Si a principis del 2022 se situava al -1,1%, al tancament de trimestre s'ha disparat fins al +1,8%. S'ha demostrat que buscar protecció a l'or només funciona si el mercat perd la confiança que els bancs centrals siguin capaços de mantenir a ratlla la inflació, i això no ha passat. L'or porta pla els últims tres anys i no ha pujat des que va començar la crisi d'inflació el 2021.

La inflació esperada a futur va tocar màxims l'abril del 2022 i els actius correlacionats amb la inflació van deixar de funcionar



- **Empreses amb forta generació de caixa:** Simplificadament, el valor d'una empresa no és més que la suma dels seus futurs fluxos de caixa descomptats al valor actual dels diners. Si la nostra teoria respecte a la inflació es complia i els tipus d'interès pujaven, les empreses els beneficis de les quals estaven més propers en el temps serien les preferides pels inversors. D'altra banda, fugirien de les accions més especulatives amb beneficis llunyans en el temps, que valdrien molt menys. De nou, això va funcionar durant el 2022, però el 2023 les accions que vam triar han estat les que han tingut pitjor evolució. Vam obviar al nostre anàlisi que les empreses que més caixa generen solen ser també les més lligades al cicle econòmic, i el mercat, obsessionat com està per la recessió que no arriba, les ha penalitzat.

El nostre darrer gran error del trimestre ha estat comprar volatilitat per protegir el fons. Amb les pujades fortes de principis d'any de la renda variable i l'índex de volatilitat per sota de 20, vam creure que era un bon moment per posicionar-nos per a una correcció. És molt freqüent durant els mercats baixistes experimentar fortes remuntades seguides de caigudes a nivells inferiors: la volatilitat ens oferia una oportunitat si teníem raó.

L'índex tecnològic americà va viure grans pujades tot i caure un 83% durant 3 anys



El problema d'usar aquest actiu com a protecció és que *ex ante* és impossible saber com es comportarà davant d'una caiguda del mercat. El 2020, per exemple, un descens del 34% de l'S&P 500 va provocar una pujada del VIX del 580%. El 2022, en canvi, amb una caiguda del 25% el VIX únicament va pujar un 105%.

Per això, és impossible saber amb certesa si una posició de volatilitat es correspon en grandària amb el portfoli que ha de protegir: l'única manera de comprovar-ho és anar veient cada dia la seva evolució respecte a la resta del fons. En aquest sentit, rebíem senyals contradictoris: els dies en què el mercat baixava, perdíem més amb el portfoli del que guanyàvem amb la volatilitat, cosa que ens indicava que no estàvem prou protegits. Però els dies en què el mercat pujava, no guanyàvem prou amb el portfoli per compensar el que perdíem amb la volatilitat, cosa que ens deia que estàvem massa protegits.

Així, des de finals de maig la bogeria desfermada pel boom de la Intel·ligència Artificial ens va generar el còctel perfecte: les nostres posicions cícliques no generaven cap rendibilitat, però les empreses tecnològiques amb més pes en els índexs empenyien el mercat a una lenta però segura pujada que va fer que la volatilitat marqués el nivell més baix des de la COVID.

Com abordem la segona meitat de l'any

En primer lloc, compartim la vostra frustració. Com sabeu, els nostres interessos estan totalment alineats amb els vostres i no hi ha ningú més interessat que nosaltres en que el fons generi una rendibilitat positiva. Tot i això, invertir requereix assumir riscos i prendre decisions que de vegades són equivocades. Tan important és canviar d'opinió quan ens equivoquem com mantenir la nostra convicció quan continuem creient en la nostra tesi.

Davant l'inici de la segona meitat de l'any, mantenim la nostra confiança que la inflació continuarà sent un problema, i afectarà negativament els mercats. Tot i això, hem reestructurat totalment un posicionament que no estava funcionant des de fa nou mesos.

En primer lloc, hem reduït a la mínima expressió la nostra exposició a renda variable. La nostra exposició a empreses cícliques, que no han funcionat en plena expansió, ens preocupa el dia que finalment arribi una recessió. Ens sembla més assenyat acceptar que hem perdut el tren de la renda variable aquest any que pujar-nos al carro de les empreses tecnològiques a hores d'ara. De fet, veiem més risc de correcció a la segona meitat de l'any que recorregut alcista als principals índexs.

Liquidar les posicions de renda variable ens permet apostar per una correcció usant la volatilitat sense condicionants. Si no hi ha portfoli a protegir, les apostes tindran una mida menor amb què estarem més còmodes, i difícilment perjudicaran el fons com ho han fet aquest trimestre.

D'altra banda, tenir una gran part dels nostres actius en liquiditat ens permetrà ser molt més flexibles a l'hora d'aprofitar les oportunitats que esperem que es presentin aquesta segona meitat de l'any. Esperem estar especialment actius en la compra d'opcions als principals actius, ja que els baixos nivells de volatilitat implícita les fan molt atractives. Els moviments requerits per generar rendibilitat amb opcions són molt menors que fa tot just uns mesos.

Davant d'uns resultats molt lluny del que esperàvem, només ens queda demanar-vos paciència. El fons puja un 37% des que va començar fa gairebé quatre anys, i amb sort aquest sotrac aviat quedarà enrere. Nosaltres continuem treballant amb l'únic objectiu de protegir i fer créixer la vostra inversió a llarg termini.

Informe de gestió

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

- 1. Posició en renda variable:** Les borses mundials han viscut una repetició del que va passar els tres primers mesos de l'any: el tecnològic Nasdaq ha pujat un 15%, l'S&P 500 un 8% mentre el Dow Jones Industrial, molt més proper a les nostres posicions, amb prou feines ha pujat un 3%. Amb l'Eurostoxx 50 tancant el trimestre en el seu màxim històric i la borsa americana només un 4% per sota del seu, ens costa veure recorregut en aquest actiu la segona meitat de l'any. Les valoracions exigents i les perspectives de més pujades de tipus ens han portat a abandonar temporalment del tot aquest actiu, que en aquest període únicament ha sumat un **+0.1%** a la rendibilitat.
- 2. Posició en volatilitat:** Com hem explicat, aquesta posició ha estat la que més ens ha perjudicat aquest trimestre. Quan al mes d'abril el VIX va trencar definitivament la barrera de 20, vam creure que era un bon moment per posicionar-nos davant d'una correcció. En lloc d'això, la crisi del sostre del deute americà es va resoldre el 27 de maig, i a partir d'aquí la volatilitat va començar a marcar mínim rere mínim fins a assolir els 12,9 punts. Sens dubte, aquest canvi de paradigma ens ha enganxat al costat equivocant, però irònicament les baixades de volatilitat solen precedir episodis de pànic. La seva evolució aquest trimestre ha tingut un impacte exagerat en el fons i ha minvat el resultat un **-5,7%**.
- 3. Posició en metalls preciosos:** La pujada dels interessos reals, conseqüència de les pujades de tipus i de la moderació de la inflació, han afectat negativament la cotització de l'or. Hem reduït lleugerament la nostra exposició a l'actiu, ja que creiem que amb els fons monetaris pagant rendibilitats sense risc per sobre del 3%, el cost d'oportunitat per als inversors en or ha augmentat. Durant aquests mesos, ha restat un **-0,8%** a la rendibilitat del fons.
- 4. Posició en matèries primeres:** Igual que ha passat amb les empreses cícliques, la nostra exposició a matèries primeres no ha donat els fruits durant un període d'expansió econòmica. La posició que mantenim encara és molt petita perquè ens preocupa el seu desenvolupament davant d'un possible alentiment econòmic. El seu impacte dins del fons s'ha limitat al **+0,1%** aquest trimestre.
- 5. Posició curta en renda fixa:** Un cop més, la nostra posició en renda fixa ho ha fet pitjor del que s'esperava. Amb dues pujades més de tipus d'interès per part del BCE aquest trimestre, els tipus a llarg termini amb prou feines han pujat 25 punts bàsics. Mentre que els bons a curt termini continuïn rendint molt més que els de llarg termini serà difícil rendibilitzar aquesta posició, que ha ajudat un **+0.5%** al resultat global.

“Requereix un caràcter fort actuar de manera oposada a la multitud i també cal paciència per esperar oportunitats que poden trigar anys a materialitzar-se”

- Benjamin Graham

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%	-1.0%	-1.2%	-3.7%							-7.3%

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