

17 d'octubre de 2023

Informe de gestió Q3 2023

Benvolguts inversors,

Hanway Capital Fund ha obtingut **un retorn del +2,7% aquest trimestre** assolint un preu per acció de **141,5€** net de comissions, això situa la rendibilitat acumulada d'enguany en el **-4,8%**. Durant la darrera dècada, la nul·la rendibilitat de la renda fixa va provocar que molts analistes recomanessin invertir en renda variable davant la manca d'alternatives atractives. En el cicle actual, però, l'interès que s'obté per invertir en deute sobirà ha assolit els nivells més alts des de la crisi del 2008. Ara que hi ha altres opcions interessants, cal preguntar-se si la renda variable serà capaç de sostenir els preus actuals o haurà de corregir les valoracions.

La prima de risc de les accions

Com passa amb tots els actius financers, la renda variable també té la seva pròpia prima de risc. Al tractar-se d'una inversió en què el nostre capital està en risc, esperem una rendibilitat més elevada que la que obtindríem invertint en un actiu segur. Si restem de la rendibilitat d'invertir en accions allò que podríem aconseguir invertint sense risc, obtenim el que es coneix com a prima de risc de les accions.

L'actiu lliure de risc que es fa servir per a aquest càlcul és, per a inversions en dòlars, el bo del govern americà. En tractar-se del país del món amb l'exèrcit més poderós, l'economia més gran i els mercats de capitals més desenvolupats, es considera que posseir bons americans i rebre l'interès que paguen és la inversió més segura al nostre abast. Per aquesta raó, invertir en qualsevol altre actiu ens hauria de donar més rendiment, si no fos així, simplement invertiríem en aquests bons. Després d'una pujada vertiginosa les últimes setmanes, la rendibilitat del bo americà a llarg termini se situa actualment en el 4,6%.

L'altra variable de l'equació, la rendibilitat de la renda variable a futur és impossible de calcular amb exactitud, ja que ningú no sap ex-ante cap a on aniran les borses. A molt curt termini, els preus es mouen depenent de factors imprevisibles com el moment del cicle econòmic i el sentiment de mercat. Però a llarg termini, l'acció d'una empresa sol seguir de manera força rigorosa l'evolució dels beneficis.

Vegem aleshores a quina velocitat estan acumulant beneficis les empreses americanes. Dividint els beneficis per acció de totes les empreses de l'S&P 500 (214\$) entre el preu al qual cotitza (4.300\$), podem saber que les empreses americanes més grans ens atorguen una rendibilitat per benefici de gairebé el 5,0%. Si a aquest retorn li restem el 4,6% que actualment ens ofereix la inversió lliure de risc, arribem al fet que la prima de risc actual de la renda variable és un miserable 0,4%. Observant la seva evolució històrica, podem veure que ha disminuït dràsticament durant el darrer any.

Aquesta dada el que ens indica és que els inversors amb prou feines estan sent recompensats pel risc que estan assumint: per una rendibilitat similar podrien eliminar tot el risc de la cartera d'inversions. O dit altrament: per aquest 0,4% addicional que esperen obtenir, estan pagant un preu molt alt en forma de risc.

La prima de risc de la renda variable es troba en mínims pel repunt dels tipus d'interès



Aquestes mètriques ens indiquen que estem en un molt mal moment per estar invertit en renda variable. Una caiguda d'aquestes magnituds a la prima de risc de les accions és molt inusual i només ha passat set vegades des del 1980 coincidint amb moments d'eufòria extrema o canvis radicals de política monetària. Atès que es tracta d'una situació antinatural i insostenible, hem recollit a continuació les diferents formes com aquesta situació es pot normalitzar assignant un grau de probabilitat a cadascuna:

- (i) **Recessió deflacionària (15% de probabilitat):** En els propers mesos arribarà a l'economia global una recessió tan dura que permetrà als bancs centrals baixar els tipus d'interès sense por que la inflació resorgeixi. Això arrossegirà a la baixa les rendibilitats del deute sobirà i, per tant, la prima de risc de les accions tornarà a nivells habituals gràcies al fet que els actius lliures de risc tornaran a no oferir rendibilitat.
- (ii) **Boom empresarial (5% de probabilitat):** Els beneficis empresarials estan a punt de fer un gir radical a l'alça, i la prima de risc de les accions tornarà als nivells habituals (4,0%) gràcies al fet que la rendibilitat per benefici de les accions s'eleva fins a gairebé el 10%. Aquest escenari ens sembla altament improbable atesa la pressió a l'alça en els costos empresarials que esperem que continuï els anys vinents.
- (iii) **Dècada perduda (60% de probabilitat):** Els tipus d'interès es mantindran a nivells semblants als actuals i els beneficis creixeran a un ritme similar al que ho han fet durant la darrera dècada. Les borses, tot i això, amb prou feines experimentaran pujades sostingudes i la prima de risc de les accions es recuperarà molt lentament a mesura que els preus de les accions no segueixin en la pujada als beneficis.
- (iv) **Crash borsari (20% de probabilitat):** Els preus de les accions experimentaran una forta correcció ràpida que tornarà a disparar la prima de risc de les accions a un nivell més sostenible. Encara que és poc habitual, la gran caiguda de les borses del 1987 va passar sense que els EUA estiguessin en recessió; el mercat simplement va corregir de cop els excessos que s'havien format durant anys.

D'altra banda, encara i ignorant el rendiment dels bons, les valoracions de la renda variable tornen a ser difícils d'ignorar. Aquest any l'S&P 500 porta un retorn del 14%. L'augment de múltiples representa el 12,6% i l'augment de beneficis només l'1,4%. És a dir, les valoracions han augmentat considerablement.

Això malauradament no ens indica res sobre si és el moment oportú per entrar o sortir de la renda variable, ja que qualsevol valoració sempre es pot tornar més extrema a curt termini, però sí que ens diu molt sobre els possibles rendiments futurs. Les valoracions actuals són més pròpies a l'era posterior a la crisi financera de condicions monetàries extremadament laxes, on el rendiment dels actius lliures de risc era pràcticament inexistent. Res a veure amb la situació actual on el bo americà paga un interès apetitós del 4,6% lliure de risc.

Les valoracions de les empreses americanes continuen altes en comparació amb la mitjana històrica



En resum, el mercat financer és un sistema de vasos comunicants, on sempre hi ha alternatives per invertir el capital. Ara que els bons sobirans han deixat enrere l'era d'interessos zero o fins i tot negatius i han passat a pagar un tipus d'interès atractiu, cal esperar que els diners surtin de la renda variable per refugiar-se a la renda fixa sobirana. Si a això hi sumem les valoracions històricament altes que suposa invertir en renda variable, trobem més motius per ser escèptics.

Tipus d'interès més alts durant més temps

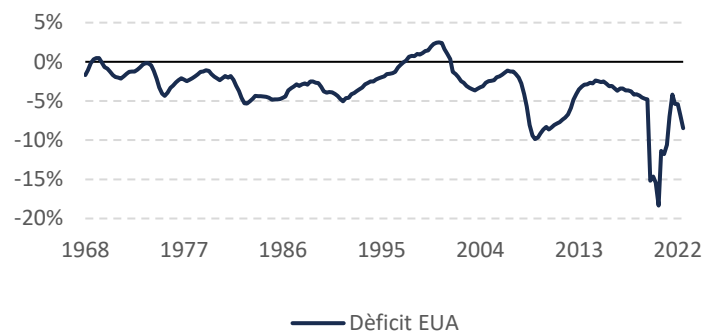
Per entendre com hem arribat fins aquí, sembla pertinent comentar les causes que han portat l'interès del bo americà a 10 anys a situar-se al 4,6%, pujant un punt sencer els últims tres mesos. L'aparició inesperada de la inflació ja fa dos anys va provocar la pujada més ràpida de la història dels tipus d'interès als Estats Units i Europa. Recordem que els bancs centrals són els encarregats de mantenir la inflació a ratlla a través dels tipus a curt termini que fixen.

Això explica gran part de la pujada dels interessos dels bons durant l'any passat i els principis d'aquest. No obstant això, des de fa uns quants mesos ens trobem que els banquers centrals han pausat les pujades en espera de tenir més claredat del panorama macroeconòmic. Alhora, la inflació sembla haver tocat sostre i s'ha moderat durant tot aquest any. Per això, hem de cercar altres raons fora de la política monetària que poden haver provocat un moviment tan fort en els interessos dels bons a llarg termini.

Els Estats Units viuen immersos en una crisi política interna constant. L'última víctima ha estat la tercera autoritat del país, el president del congrés americà Kevin McCarthy, obligat a dimitir traït per un reduït de congressistes de les seves files de l'ala més extremista del partit republicà. El motiu de la disputa ha estat la constant baralla sobre la despesa pública del govern americà.

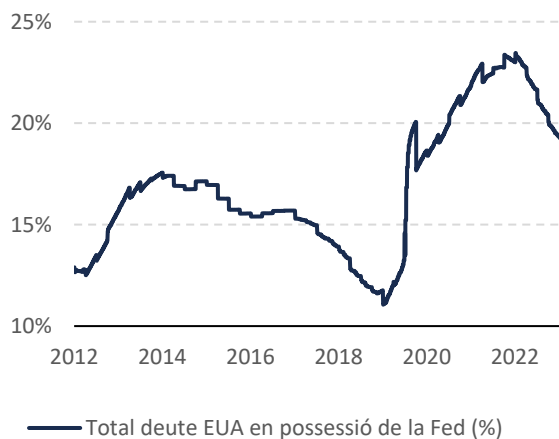
És precisament aquesta despesa pública la que podria estar darrere de la pujada de l'interès del bo americà. La situació té ressons amb la crisi britànica de la tardor passada, quan l'expressera ministra Liz Truss va provocar un tsunami al mercat de deute britànic. Anunciant una retallada d'impostos i un augment de la despesa pública desmesurada, el mercat li va girar l'esquena i va provocar que es disparés el tipus d'interès del deute britànic. Doncs bé, mentre que el creixement econòmic dels Estats Units encara és robust i la inflació es manté elevada, l'administració Biden segueix augmentant la despesa pública, emetent bons en quantitats ingents per finançar-lo.

El dèficit públic americà continua augmentant malgrat haver deixat enrere les ajudes de la pandèmia

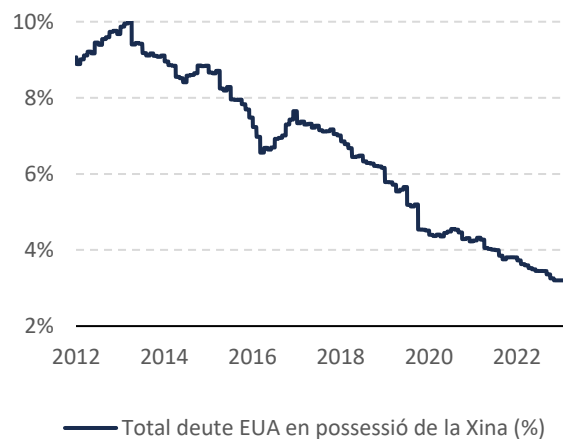


Una altra explicació a la pujada d'interès podria trobar-se en els canvis d'estratègia dels tradicionals compradors de deute americà més grans: el govern xinès i la Reserva Federal. D'una banda, la Reserva Federal, obligada a lluitar contra la inflació, ha passat de comprar bons a vendre'ls dins del programa de reducció de balanç. De l'altra, si el govern xinès posseïa el 10% del total del deute americà fa tan sols una dècada, ara només en posseeix el 3%.

La Fed està en procés de reduir el balanç per controlar la inflació



El govern xinès ha anat reduint la seva exposició als Estats Units



Tot i no existir cap explicació oficial per part del govern xinès, es pot interpretar que aquesta estratègia està emmarcada en la creixent tensió geopolítica entre les dues potències. L'ús del dòlar com a arma financera per part dels EUA i Occident des de la invasió d'Ucraïna està obligant els països no-alineats a reduir la seva exposició a actius americans. Com va descobrir Rússia l'any passat, els teus actius denominats en una divisa que no controles es poden congelar en pocs segons.

En definitiva, el mercat de deute es comporta exactament com qualsevol altre mercat regit per la llei de l'oferta i la demanda. Si dos dels grans compradors (la Fed i la Xina) desapareixen del mercat, els tipus d'interès tendiran a pujar per menor demanda. El mateix passa amb l'oferta, com més emissió de deute públic més pujaran els tipus d'interès. Aquestes dinàmiques creiem que se sostindran els propers mesos i anys i, per tant, haurien de mantenir els tipus d'interès dels actius lliures de risc (bons sobirans) elevats. Tot això tindrà un impacte en els actius de risc que haurien de veure'n les valoracions afectades.

Cap a un món extremadament inestable

Forma part de l'estratègia de Hanway Capital parar molta atenció a la situació geopolítica mundial. Entendre els equilibris de poder i els canvis constants en la política internacional és cada vegada més essencial per a una correcta distribució d'actius. Només així podem controlar i reduir el risc de les nostres inversions en un món que sembla haver accelerat cap a la inestabilitat pel buit de poder que estan deixant els Estats Units.

La guerra entre Israel i Hamàs té una importància especial pel que podria passar en les properes hores. Es preveu que Israel iniciï una incursió terrestre a la Franja de Gaza com a reacció als atemptats contra israelians de dissabte passat. Si el conflicte escala a la resta de la regió hi ha la possibilitat que Hezbol·là obri un front addicional des del Líban. Les capacitats d'Hezbol·là són molt superiors a les de Hamàs, i una guerra als dos fronts, amb el possible suport de l'Iran, podria ser devastadora per a la regió.

Coincidint exactament amb el 50è aniversari de la guerra del Yom Kipur, el subministrament mundial de petroli podria tornar a estar en perill. Va ser aquest conflicte a l'Orient Mitjà el que va provocar la primera crisi del petroli, iniciant una prolongada recessió i un augment de la inflació que va perdurar fins a principis dels anys 80.

Tot i que la situació actual dista molt de la de fa 50 anys, cobra rellevància per tot el que hem esmentat anteriorment. Si el preu del petroli es torna a disparar, la inflació tornarà a repuntar i els tipus d'interès es mantindran elevats més temps. Això tindrà conseqüències a tots els mercats de capitals.

El front que s'ha obert a Israel se suma als conflictes en curs que estan obligant els països a posicionar-se en un dels blocs mundials. Occident per una banda està liderat pels Estats Units i la Unió Europea, però cada vegada els resulta més complicat atraure països tercers que han estat festejats per la Xina econòmicament aquestes últimes dècades. De l'altra, l'eix de potències autocràtiques sembla cada cop més compacte al voltant de la Xina, Rússia i l'Iran.

Aquests dos blocs semblen avançar irremeiablement cap a una desvinculació econòmica que tindrà conseqüències impredecibles per al comerç mundial, la inflació i la pau mundial.

Informe de gestió

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

- 1. Posició en mercats monetaris:** La inversió de les corbes de rendibilitat ha provocat un fenomen curiós: s'obté una rendibilitat més gran per dipòsits que es poden retirar en qualsevol moment que per aquelles inversions que bloquegen els teus diners molts anys. Als EUA, per exemple, els mercats monetaris retribueixen un 5,5% mentre els bons sobirans a 30 anys només paguen un 4,8%. No és freqüent trobar oportunitats d'inversió que ofereixin més rendibilitat per menor risc, així que l'hem aprofitada per aparcar el nostre excés de tresoreria i durant aquest període els mercats monetaris ens han aportat un **+0.4%** a la rendibilitat.
- 2. Posició en volatilitat:** Arrel de la reestructuració del trimestre passat, aquests mesos hem estat molt més selectius en les nostres apostes en volatilitat, ja que no teníem una cartera de renda variable a protegir. Gràcies a això, hem aconseguit un resultat positiu tot i que els moviments de les borses han estat limitats i el VIX ha estat incapaç de trencar la barrera dels 20 punts. Aquest trimestre la seva contribució al fons ha estat de **+1.3%**.
- 3. Posició en dividendes:** Com a alternativa a la inversió en renda variable, els futurs de dividendes ens semblen interessants: com que tenen una durada molt més curta que les accions, no es veuen afectats per les pujades de les taxes de descompte. A més, tenen una protecció implícita contra la inflació sempre que les empreses sàpiguen mantenir les despeses en línia amb els ingressos. Aquest trimestre, els dividendes han tingut una evolució molt superior a les borses, i han sumat un **+0.2%** al retorn trimestral.
- 4. Posició en divises:** Les divergències en política monetària han continuat marcant l'evolució de les divises aquests mesos. En un primer moment l'euro va ser el gran beneficiat de la pausa de la Reserva Federal, però aviat el mercat va entendre que el BCE també és molt a prop del seu límit pel que fa a tipus d'interès. La nostra aposta pel dòlar americà aquest trimestre ha donat els seus fruits, ajudant a la rendibilitat en un **+1.3%** més.
- 5. Posició curta en renda variable:** Aquest trimestre també hem obert algunes posicions curtes en renda variable, en aquells sectors que creiem tenen més marge de caigudes si, com esperem, els diners comencen a sortir de l'actiu. Únicament obtindrem rendibilitat en aquestes posicions si la renda variable gira decididament a la baixa, ja que el seu elevat cost de manteniment anul·la lleugeres caigudes com les que hem vist des dels màxims de juliol. Aquesta ha estat la nostra única contribució negativa al fons, restant un **-0,5%** al resultat global.

"La trista veritat és que la major part del mal el cometem persones que no es plantegen si estan actuant correcte o incorrectament"

- Hannah Arendt

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%	-0.1%	1.2%	1.6%				-4.8%

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