

12 de gener de 2024

Informe de gestió Q4 2023

Benvolguts inversors,

Hanway Capital Fund ha obtingut **un retorn del -0,7% aquest trimestre** obtenint un preu per acció de **140,5€** net de comissions, acabant l'any **2023 amb una rendibilitat del -5,4%**. En el nostre primer any amb pèrdues, no hem estat capaços de capgirar un mal primer semestre. A finals d'octubre semblava que els dubtes tornaven al mercat i el nostre posicionament defensiu tornava a funcionar, però una sèrie d'esdeveniments concatenats van provocar un *rally* històric els dos darrers mesos de l'any. Es tanca així un període de 24 mesos on tant el mercat com el fons hem acabat a la casella de sortida després de dos camins molt diferents: nosaltres mantenint-nos gairebé plans durant dos anys, i el mercat patint fortes caigudes el 2022 que s'han recuperat per complet el 2023.

En els darrers 24 mesos, tant Hanway com el mercat (MSCI World) no han generat retorn



Un cicle que ho ha canviat tot, encara que no ha passat res

Els dos darrers anys hem assistit a un camí d'anada i tornada per deixar-ho tot com estava. Tot va començar a canviar a principis del 2022, quan els diners van deixar de ser gratis. Després de més d'una dècada de preus estables i tipus d'interès propers al 0%, un sobtat augment de la inflació va obligar els bancs centrals a executar una de les pujades de tipus d'interès més ràpides de la història. De sobte començaven a augmentar el cost de les hipoteques, els preus dels productes i els interessos dels préstecs.

Com hem explicat en el passat, el tipus d'interès dels actius lliures de risc són la referència sobre la qual es posa preu a tots els altres actius financers. Si de sobte passàvem de no obtenir res pel nostre estalvi, a poder obtenir al voltant d'un 4% sense assumir cap risc, això hauria de provocar un sisme en les decisions d'inversió dels agents econòmics. La teoria econòmica ens indicava que els inversors vendrien els seus actius més arriscats (accions, immobiliària, criptomonedes, start-ups) per invertir-ho en fons monetaris i guanyar aquest 4%.

Això va ser el que va passar en certa manera durant el 2022, sense arribar a ser el canvi de paradigma que esperàvem. La renda variable va caure un 20% en conjunt en la caiguda més gran des del 2008, tanmateix això implicava que amb prou feines havia corregit els excessos de l'any anterior. Hanway, per la seva banda, va saber navegar encertadament aquest període, evitant les caigudes a la borsa i preservant el capital dels seus inversors.

Amb el canvi de calendari, res no ens feia presagiar que canviaria la tendència: les valoracions continuaven sent elevades en molts sectors i l'exagerada despesa pública ens feia pronosticar que la inflació continuaria alta, limitant els moviments dels bancs centrals. No obstant això, des del mateix 1 de gener la direcció va canviar completament i el 2023 ha estat un dels millors anys per als actius de risc que es recorden. Mentre que l'índex tecnològic Nasdaq ha tingut el seu millor any des del 1999, Hanway no ha participat de les pujades. Què se'ns va escapar? Quines coses no vam saber detectar i anticipar a temps?

Canvi de guió

El factor amb què no comptàvem ha estat la inflació, o la seva absència. Com sabeu, la nostra obsessió per protegir els nostres inversors dels efectes de la inflació ens va portar a predir correctament la seva arribada, però no hem estat igual d'hàbils a predir la seva partida. La nostra anàlisi ens indicava que els augments de preus serien més enganxosos del que realment han estat; i si no fos així, seria per una forta recessió per a la qual també estàvem preparats. El que no contemplàvem era que la inflació es podria moderar tan fàcilment sense que l'activitat econòmica se'n ressentís. En tota la història recent, sempre que la inflació havia superat el 5%, mai no s'havia reduït fins a l'objectiu del 2% sense provocar una recessió.

La dinàmica per la qual una inflació alta mantenia els tipus d'interès alts, cosa que provocava caigudes a les borses, va desaparèixer quan la inflació va començar a caure ràpidament després de tocar sostre prop del 10%. El següent dòmino a caure van ser els interessos dels bons sobirans, que després d'assolir màxims de 17 anys a l'octubre van començar la desescalada. I el colofó el va posar Jerome Powell, president de la Reserva Federal, a la reunió del 13 de desembre. En un canvi de guió totalment imprevist, va abandonar el discurs de lluita contra la inflació i va aplanar el camí cap a les baixades de tipus d'interès. Un gir que va sorprendre propis i estranys, sobretot quan la inflació subjacent als Estats Units segueix en el 4%, i l'atur ha arribat a mínims històrics.

Després de fortes sotragades, el bo americà ha acabat on va començar l'any



La Reserva Federal va confirmar el que el mercat havia avançat tot l'any: que la lluita contra la inflació havia acabat sense cobrar-se gaires víctimes. La recessió econòmica més anticipada de la història no va arribar mai: tot l'excés d'estalvi que van generar els ciutadans durant la pandèmia, i que va contribuir a generar els primers símptomes d'inflació, han durat més del previst. Molts analistes van calcular que quan aquest excés desaparegués, un alentiment econòmic seria inevitable, però sorprenentment part d'aquest estalvi continua a les butxaques de la gent.

Com era lògic, també es preveia que la pujada de tipus d'interès alentiria l'economia, ja que les empreses perdrien la capacitat d'endeutament i es veurien obligades a posposar inversions. Tot i això, les gegantines emissions de deute que es van dur a terme quan els tipus d'interès estaven en mínims van deixar les empreses en una situació de tresoreria tan folgada que la majoria fa dos anys gairebé que no emeten nou deute.

Equivocant-nos doncs en la nostra principal tesi macroeconòmica, el nostre objectiu s'ha centrat a mitigar riscos. Malauradament no podem encertar sempre, i després de tres anys molt positius, hem intentat per tots els mitjans que aquest any dolent s'hagi contingut a una caiguda del 5%. Creiem que tan important és guanyar diners en els anys bons, com ho és perdre poc en els anys dolents. Per a tots aquells que vam saber anticipar-nos a la desfeta del 2022, ens va resultar inversemblant que les borses poguessin rebotar amb tanta força el 2023. Recordem que les accions han tornat a les valoracions del 2022, quan els tipus estaven al 0%, tot i que ara són a prop del 5%.

2024 (i més enllà): possibles escenaris

L'any 2023 ha estat un any ple d'errors per part nostra: ens hem equivocat tant en la previsió macroeconòmica com en el posicionament. Tot i això, continua havent-hi alguna cosa que ens grinyola: ens resignem a acceptar el consens tan optimista amb què comença el mercat aquest 2024. Com sabeu, aquest és un ofici que requereix d'una mirada alçada i llums llargues; no podem deixar que la immediatesa i el soroll excessiu dels titulars no ens deixin veure la imatge completa.

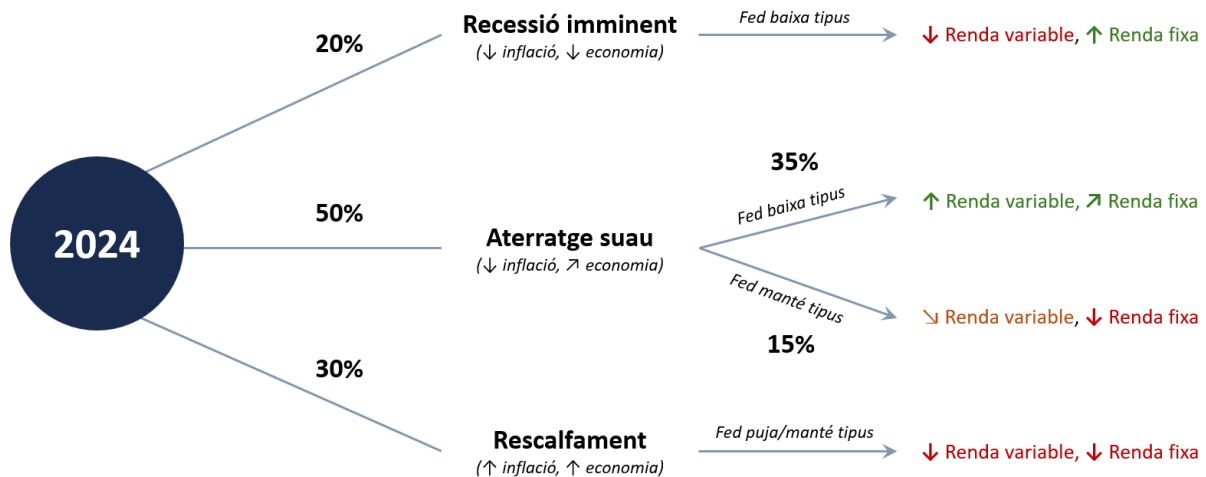
Continuem pensant que aquesta dècada difícilment serà igual de positiva que l'anterior per als actius de risc. Hem canviat de cicle, i el principal vent de cua que va ajudar els mercats durant el període 2010-2020 (els tipus al 0%) s'ha acabat. Per més que els bancs centrals baixin lleugerament els tipus aquest 2024, es mantindran més alts que la dècada passada. Per tant, entreveiem dues amenaces per al cas optimista.

La primera són les valoracions que, situant-se històricament a la banda alta, difícilment es poden aguantar amb uns tipus d'interès alts i amb una possible recessió a l'horitzó. El problema de les valoracions és que no és un bon indicador sobre els tempos del mercat. A llarg termini tendeixen a l'equilibri, però a curt termini sempre es poden tornar encara més irracionals. Això vol dir que hem de ser àgils mes a mes, però amb una idea molt clara del llarg termini. Si a aquestes valoracions històricament altes se'ls sumés una possible recessió amb caiguda dels beneficis empresarials tornaríem a un escenari de fortes correccions a la borsa.

La segona amenaça per als pròxims anys, impossible de calcular, però també d'ignorar, és el risc geopolític. Des que els Estats Units han iniciat un lent declivi en el lideratge mundial, ha arribat la inestabilitat. Esdeveniments com la invasió d'Ucraïna per part de Rússia, o la guerra desencadenada a l'Orient Mitjà entre Israel i Hamàs són pràcticament impossibles de preveure. Però això no és excusa per planificar com hem d'actuar en cada cas de manera àgil. La situació geopolítica actual obliga tots

els fons a estar atents a eventualitats que ho poden canviar tot d'un dia per l'altre, i qui no estigui preparat quedarà enrere.

Centrant el tir específicament el 2024, creiem que els mesos vinents es poden desenvolupar els escenaris següents:



En algun moment dels mesos vinents, els préstecs a termini fix de les empreses expiraran, obligant-les a emetre deute a un tipus molt més alt del que ho estaven fent; l'excés d'estalvi generat durant la pandèmia s'esgotarà i l'atur repuntarà. Si totes aquestes coses succeeixen ràpidament, ens podríem abocar a una recessió a mitjans d'any. Com més temps aguantin aquests vents de cua, més grans seran les possibilitats d'un aterratge relativament suau que permeti a la Reserva Federal reduir els tipus d'interès abans que l'aterratge sigui forçós.

Què podria passar doncs l'any vinent? Les probabilitats d'un aterratge suau (en què la inflació caigui i els interessos també puguin baixar) l'estimem en un 50%. Això encara deixa un altre 50% per a altres escenaris. Podria arribar una recessió immediatament la primera meitat de l'any (20%), a conseqüència de la política monetària restrictiva, o en un procés més llarg en què la inflació es manté elevada, els tipus d'interès reprenen les pujades i l'economia acaba col·lapsant forçada per la Fed.

És molt frustrant acceptar els resultats d'anys com aquest, però si perdem la nostra visió a llarg termini per impaciència podem cometre el greu error d'abandonar la nostra tesi. La nostra anàlisi ens indica que no és un bon moment per bolcar-nos en actius de risc: això implica tenir paciència i passar per períodes frustrants, però si la tesi és correcta, la recompensa final haurà valgut la pena. La inversió mai no és un esprint, sinó una carrera de fons.

Informe de gestió

Passem ara a analitzar les posicions dels fons aquest trimestre:

- 1. Posició en mercats monetaris:** Durant aquest trimestre, les corbes de rendibilitat dels bons s'han invertit encara més. Gràcies a les sis baixades de tipus que espera el mercat que faci la Reserva Federal aquest any, els dipòsits en compte corrent paguen un 1% més que els que tenen un termini de dos anys. Mentre esperem que apareguin millors oportunitats en què emprar la nostra tresoreria, els mercats monetaris ens han aportat un **+0,5%** a la rendibilitat aquest període.
- 2. Posició en volatilitat:** Protegir-se de les caigudes ha tornat a ser un exercici innecessari aquest trimestre. Tot i que la volatilitat torna a estar per primera vegada tan barata com abans de la Covid, el mercat només ha patit caigudes superiors a l'1% un dia des que va començar el novembre. Hem augmentat lleugerament la nostra exposició a aquesta temàtica atès que, com hem comentat al llarg de la carta, no veiem gaire més recorregut a l'alça a la renda variable. Aquest trimestre la seva contribució al fons ha estat de **-1,0%**.
- 3. Posició en dividends:** Les empreses europees han continuat anunciant plans de retribució a l'accionista millors del que s'esperava: el 2024 serà el millor any per als dividends des del 2007. Hem reduït considerablement la nostra posició en un actiu on el binomi rendibilitat/risc ja no ens sembla tan atractiu. Aquests mesos ha sumat un **+0,3%** al retorn trimestral.
- 4. Posició en divises:** Més enllà de l'aposta pel dòlar americà aquest trimestre hem afegit una posició al ien japonès. Com que el Banc del Japó és l'únic banc central dels països desenvolupats que no ha pujat els tipus d'interès durant l'actual episodi d'inflació, la seva moneda s'ha depreciat considerablement, fins a creuar per primera vegada des del 1990 la barrera dels ¥150/\$. Tot i això, als nivells actuals creiem que el ien representa una bona oportunitat d'inversió, ja que, si la inflació continua persistent el Banc del Japó haurà d'abandonar la seva política expansiva, però si remet seran els altres bancs centrals els que acostaran la seva política monetària a la japonesa. Aquest trimestre hem encertat amb les divises, rebent un **+0,2%** de rendibilitat.
- 5. Posició curta en renda variable:** Igual que amb la volatilitat, les nostres posicions defensives en accions tampoc no han funcionat: la renda variable ha tornat a tenir un gran trimestre. Durant el mes d'octubre, l'S&P 500 va caure un 6% i va reduir els guanys anuals a la meitat; però des de llavors ha encadenat dos mesos seguits de fortes pujades per acabar l'any amb una pujada del 24%. Serà interessant veure si els pròxims dies és capaç de marcar un nou màxim històric per primera vegada des del gener del 2022. Aquesta estratègia ha tingut una contribució negativa al fons, restant un **-0,7%** al resultat global.

"Has de mantenir-te obstinat a la teva visió per no rendir-te, però ser flexible en els detalls per poder canviar allò que no funciona"

- Jeff Bezos

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%	0.2%	-1.0%	0.2%	-5.4%

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