

15 de juliol de 2024

Informe de gestió Q2 2024

Benvolguts inversors,

Hanway Capital Fund ha obtingut **un retorn del +1,6% aquest trimestre**, assolint un preu per acció de **137,4€** net de comissions, això situa la rendibilitat acumulada d'enguany en el **-2,2%**. El canvi de posicionament del fons anunciat a la darrera carta comença a donar els seus fruits: mentre escrivim aquestes línies, el fons ja es troba en positiu a l'any. Els processos electorals i les seves conseqüències al mercat financer continuaran marcant aquest 2024: al Regne Unit s'ha consumat el naufragi dels conservadors; la Unió Europea ha aconseguit mantenir el centre i França entra en un període d'incertesa després d'uns resultats complexos. Però sens dubte el mercat financer té el radar posat en l'esdeveniment més important de l'any: les eleccions americanes de novembre.

Un duel entre octogenaris malbaratadors

Els Estats Units es troben davant d'una profunda crisi de representació política. Si res no canvia el proper 5 de novembre, els nord-americans es veuran obligats a escollir entre un candidat demòcrata (Joe Biden) amb clars símptomes senils i incapaç d'exercir el càrrec i un candidat republicà (Donald Trump) condemnat per la justícia i imprevisible per a l'equilibri mundial.

La polarització de la societat americana segueix el seu imparable ascens¹ i ens ha de preocupar donat el seu paper de superpotència econòmica i àrbitre de l'ordre mundial. Davant l'amenaça observada els darrers anys per part dels règims de la Xina, Rússia i l'Iran a l'ordre liberal establert després de la Segona Guerra Mundial, un lideratge americà feble serà utilitzat pels seus adversaris per soscavar-lo.

L'incòmode debat televisat per la CNN ha estat un punt d'inflexió en la campanya. Com al clàssic conte *El vestit nou de l'emperador*, el mandatari és enganyat per desfilar completament nu fent-li creure que només els estúpids no poden veure el seu nou vestit. Cap ciutadà s'atreveix a assenyalar l'evidència fins que un nen innocent trenca l'encanteri exclamant: "*L'emperador va nu!*" i tots esclaten a riure.

De la mateixa manera, els darrers anys tots hem ignorat episodis que demostraven que el president americà estava massa gran per exercir el càrrec. Però l'encanteri es va trencar el 27 de juny quan els americans van veure atònits des de casa seva com el seu president era incapaç de recordar arguments o acabar les frases. Les enquestes van fer un tomb immediat: ara com ara apunten que és més probable que la següent presidenta sigui la vicepresidenta Kamala Harris abans que el candidat oficial Joe Biden. L'avantatge de Donald Trump sembla insuperable: el món sencer ha vist que l'emperador anava efectivament nu.

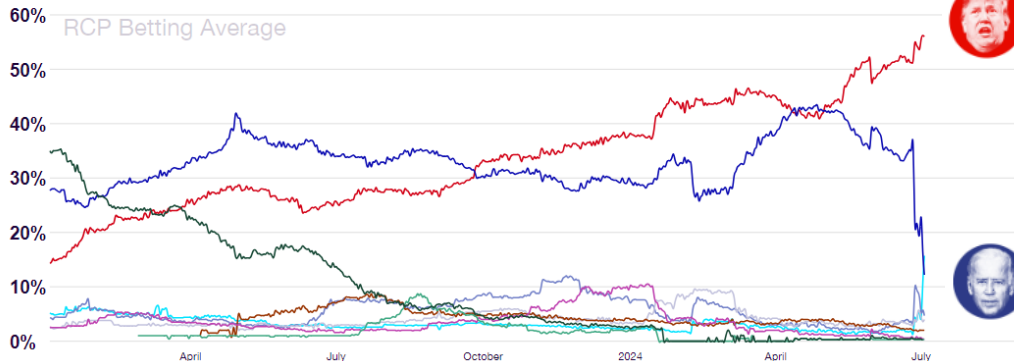
¹ Aquesta carta fou redactada abans de l'intent d'assassinat del candidat a la presidència i expresident Donald Trump el dissabte 13 de juliol a Pensilvània, que confirma l'alta polarització política d'aquesta campanya.



RealClearPolitics Betting Average

56.0 Trump	15.7 Harris	12.2 Biden	4.7 Newsom
4.0 Obama	2.0 Kennedy	0.4 Haley	0.3 Ramaswamy

2024 U.S. President



Tanmateix, encara que la situació a escala política sigui descoratjadora, ens pertoca analitzar l'impacte que tindran les eleccions a l'economia i els mercats. Una administració Trump 2.0 portaria un proteccionisme més exacerbada que en la seva primera etapa. El candidat proposa uns aranzels del 10% a totes les importacions i del 60% als productes xinesos, cosa que podria deslligar una guerra comercial inflacionista. Però el que és més important: cap dels dos candidats, ni Biden ni Trump, aporten un pla realista per estabilitzar el creixent i ingent dèficit públic americà.

El deute americà està fora de control: a finals de 2019 era de 22 bilions de dòlars i en només cinc anys ha arribat als 35 bilions a un ritme actual d'1 bilió cada cent dies. El deute augmenta any rere any pels astronòmics dèficits anuals en què incorren els governs americans. En els darrers dotze mesos han gastat 2 bilions més del que han ingressat via impostos (un dèficit del 7,2% del PIB). Aquest dèficit representa el triple de la mitjana del 2% d'altres economies avançades i és un número suposadament impensable fora d'una recessió econòmica o una guerra.

Ambdós candidats han adoptat polítiques fiscals irresponsables quan han estat a la Casa Blanca. Sembla que la seva edat els empeny a importar-los ben poc el que pugui passar les properes dècades quan ells ja no hi siguin.



Après moi, le déluge

En realitat la situació fiscal i econòmica dels Estats Units guarda similituds amb la de la França del segle XVIII. En aquella època regnava el monarca Lluís XV, que va dilapidar ingents quantitats del tresor públic en guerres innecessàries i extravagàncies personals que van generar un gran malestar entre la població. Preguntat pel seu llegat i la crisi que podria arribar després del seu regnat, es diu que Lluís XV va dir "quan jo ja no hi sigui, que caigui el diluvi". Sens dubte una frase premonitòria, atès que el seu successor al tron, Lluís XVI, que va heretar tots els problemes, va acabar a la guillotina.

De la mateixa manera, Biden sembla decidit a sobreescalfar l'economia perquè arribi a màxima velocitat a les eleccions. Sap que

les seves ínfimes possibilitats a les urnes pujaran si l'atur arriba a novembre en mínims, la borsa en màxims, els treballadors continuen aconseguint pujades salarials i a més els costos de les hipoteques comencen a baixar. El que passi després, com pensava el monarca de França, ja no serà el seu problema.

Sens dubte, Joe Biden no serà ni el primer ni l'últim polític amb temptacions de gastar del tresor públic per guanyar-se el favor dels votants. Donald Trump té exactament els mateixos plans si aconsegueix la presidència. Mentre el demòcrata pretén continuar augmentant el dispendi condonant el deute estudiantil o amb el seu programa de subvencions a la indústria americana, el candidat republicà pretén reduir encara més els impostos.

Clarament, Biden no té cap pla realista per fer front al creixent dèficit dels Estats Units. Però sent justos, tampoc no el té Trump. I no és difícil entendre per què: equilibrar les finances del govern federal és dolorós a curt termini i els seus guanys només es veurien a llarg termini. Per desgràcia, la majoria dels polítics prioritzen les victòries immediates, sobretot si tenen 80 anys.

El retorn dels *bond vigilantes*?

El voluminós dèficit dels Estats Units no es pot ignorar eternament. En una paret de Manhattan, no gaire lluny de Times Square, el rellotge del deute dels Estats Units recorda als transeünts la velocitat a la qual augmenta: des dels 3 bilions de dòlars que marcava quan es va inaugurar el 1989 fins als 35 bilions en l'actualitat. Però no només es tracta dels Estats Units; en total, el deute públic dels països desenvolupats és ara més gran en percentatge del PIB que en qualsevol altre moment des de les guerres napoleòniques.

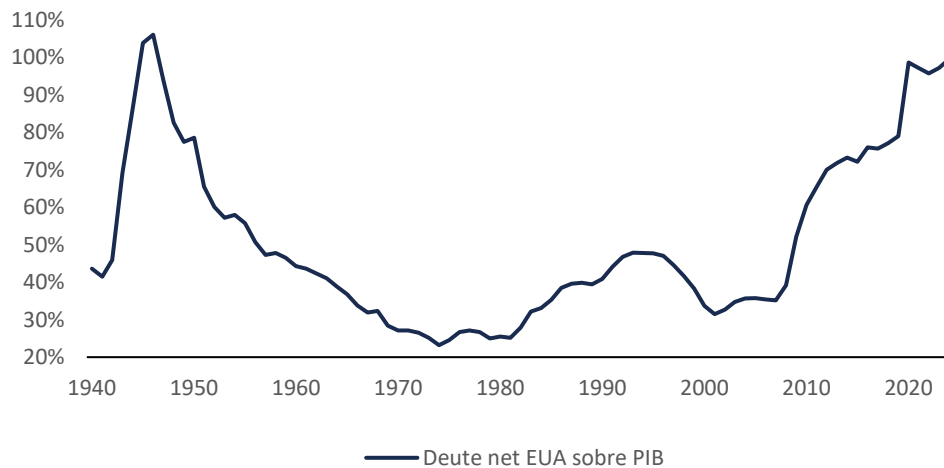


Per alarmant que soni, és difícil saber quan podria esclatar una crisi de deute. Al Japó, el deute net voreja el 160% del PIB i no tenen problemes per emetre nous bons. Els Estats Units podrien tenir una mica de marge, atès que el dòlar és la divisa reserva mundial assegurant-se l'apetit estranger pel seu deute. Tanmateix, Japó ha pogut fer front a les seves obligacions gràcies al fet que la major part del seu deute està en mans dels mateixos japonesos i que els seus tipus d'interès són extremadament baixos. Això ja no és el cas americà: en percentatge del PIB, els interessos del deute dels Estats Units ja dupliquen als del Japó. De fet, per primera vegada en la història, el cost d'aquests interessos supera la despesa en defensa, un tema molt sensible per als americans.

Però el futur no és gaire esperançador. Per reduir els dèficits anuals i començar a disminuir el deute no n'hi hauria prou amb voluntat política, ja que un conjunt de forces estructurals juga en contra. L'envelliment de la població i l'augment de l'esperança de vida suposa pagar pensions per més temps i disposar de menys treballadors per pensionista per finançar-les. Al mateix temps, l'augment dels tipus d'interès que encara continua vertebrant-se pel sistema financer augmentarà el cost de finançar aquest deute i tot això sense comptar amb la possibilitat que arribi una recessió disminuint els ingressos del govern o, pitjor encara, que esclati un conflicte bèl·lic de grans dimensions que dispari la despesa en defensa.

No fa tant de temps la preocupació pel creixent deute federal era un tema candent a la política americana. Durant el primer mandat de Bill Clinton el 1993, el president va intentar crear un sistema de cobertura sanitària universal. Però el mercat de deute va començar a protestar davant el que percebia era una despesa pública desmesurada. Van néixer així els anomenats "*bond vigilantes*" inversors descontents que venien els seus bons del govern fent pujar així el tipus d'interès. En aquell moment, el deute net americà ascendia al 46% del PIB; avui frega el 100%.

El deute americà torna a marcar màxims històrics mai vistos des de la Segona Guerra Mundial

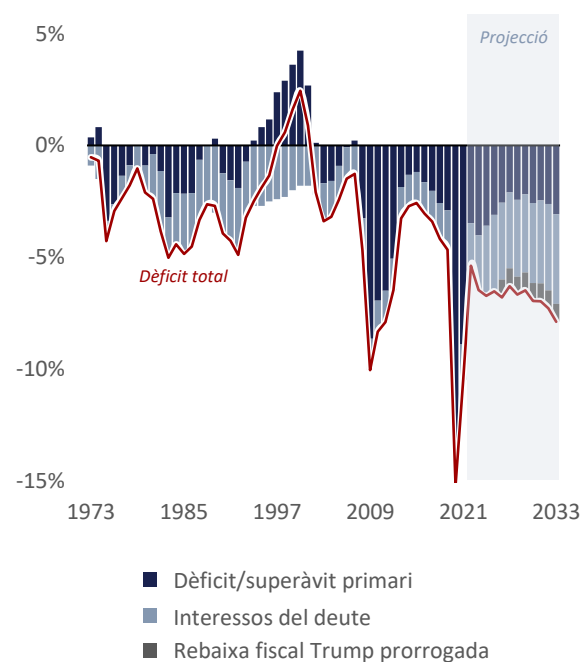


Els vigilants de bons van disparar els interessos del deute americà des del 5,2% fins al 8,0% en només dotze mesos. El partit Republicà, que feia 40 anys que estava a l'oposició al Congrés, va centrar la seva campanya a equilibrar el pressupost públic. Va aconseguir llavors una històrica majoria a les *midterms* que va obligar Clinton a seure a la taula de negociació per pactar el pressupost calmant així els mercats de deute.

Clinton va guanyar la reelecció dos anys després gràcies que obligat pels Republicans va promoure retallades de despesa que van conduir als primers superàvits en una generació. Però les circumstàncies d'aleshores van facilitar la disciplina fiscal: la productivitat augmentava gràcies a la difusió dels ordinadors i l'arribada d'internet i al seu torn un creixement més fort va elevar els ingressos fiscals. Al mateix temps, el final de la Guerra Freda va facilitar la retallada en defensa, una forma indolora d'estrènyer-se el cinturó gràcies als *dividends de la pau*.

Avui dia, en canvi, la creixent tensió amb la Xina i Rússia farà augmentar la despesa en defensa, no reduir-la. La transició energètica per reduir les emissions de gasos d'efecte hivernacle i l'atenció a una població més envellida també exerciran pressió sobre el pressupost.

Dèficit públic EUA sobre PIB



Com podria acabar tot això? És molt difícil predir quan podria esclatar una crisi de deute, però quan arriben, arriben molt ràpidament. Pot donar-ne fe l'ex primera ministra del Regne Unit, Liz Truss, que va durar menys de cinquanta dies al càrrec.

Un impagament sobirà és impossible perquè tots els deutes dels Estats Units estan denominats en dòlars i el govern sempre podria crear diners per pagar-los. Però hi ha altres escenaris extrems. Un és la "dominància fiscal" en què un banc central es veu obligat a imprimir diners per finançar els dèficits provocant una inflació tan alta que erosiona el valor dels estalvis dels ciutadans. Es tractaria, de fet, d'una forma encoberta d'imposició fiscal. Afortunadament, continua sent una possibilitat remota als Estats Units encara que Donald Trump flirtegi amb la idea de controlar políticament les decisions de la Reserva Federal.

Una altra possibilitat és la "repressió financera" a través de controlar la corba d'interessos on es força els agents del mercat a prestar al govern a un tipus fix per mantenir baixos els seus costos d'endeutament. Això, en essència, implicaria que la Reserva Federal fixés un tipus d'interès artificial dels bons americans i permetria que la inflació fos més elevada que aquest tipus d'interès. De nou, això sembla inversemblant en un país com els Estats Units, però no hem d'oblidar que això va ser exactament el que van fer l'última vegada que es va arribar a aquests nivells de deute, just després de la Segona Guerra Mundial.

Un escenari més optimista és que els Estats Units controlin el seu deute abans que sigui massa tard. Potser, com a la dècada dels 90, pugui beneficiar-se d'un creixement econòmic extraordinari provocat per l'augment de productivitat, aquesta vegada gràcies a la difusió de la intel·ligència artificial. No posem en dubte l'extraordinari potencial de la tecnologia. Però més enllà de compondre cançons i fer la vida impossible als professors, encara està per veure si la tecnologia assoleix aquest miracle econòmic.

Fins aleshores, no es pot deixar de ballar

Com hem esmentat, són escenaris molt difícils de predir perquè la situació pot allargar-se durant anys, però hem d'estar atents i preparats, ja que una petita guspira, pot fer-ho descarrilar tot. Les valoracions dels actius de risc que havien corregit lleugerament el 2022 tornen a fregar màxims històrics, cosa que genera més benzina per a una correcció.

Observem com a punt d'inflexió el 2025. De mitjana, el deute americà es beneficia d'un tipus d'interès baix fins a mitjans d'aquell any. Si els tipus es mantenen alts fins aleshores, es notará un ràpid increment dels interessos. Això coincidirà amb un altre esdeveniment transcendent: a finals del 2025 expiren les rebaixes d'impostos que Trump va aprovar el 2017. Prorrogar-les costaria uns 3 bilions de dòlars addicionals durant la dècada vinent. El mercat podria prendre-s'ho malament si això coincidís amb una victòria de Donald Trump que deslligués una guerra aranzelària i una major intromissió política a la Reserva Federal.

Fins aleshores i almenys fins que se sàpiga qui serà el pròxim inquilí de la Casa Blanca, esperem un mercat alcista encara que no sigui en línia recta. Tot i que sembli impossible, continua sent la voluntat de les elits de Washington evitar que Donald Trump aconsegueixi la presidència. *Mais après nous, le déluge!*

Informe de gestió

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

- 1. Posició en renda variable:** Com vam explicar a la nostra última missiva, creiem que la renda variable té recorregut fins al novembre. Aquest ha estat un trimestre amb dues meitats per a les accions americanes: primer van corregir un 6% arran de l'escalada de tensió a l'Orient Mitjà per després rebotar un 10% fins a nous màxims. La renda variable europea, en canvi, s'ha deixat gairebé un 4% en el període. La nostra aposta guanyadora del trimestre han estat les farmacèutiques centrades a desenvolupar medicaments pel sobrepès; en canvi, les nostres posicions en empreses de defensa europea ens han perjudicat. En conjunt, la renda variable ens ha aportat un **+0,7%** al resultat del fons.
- 2. Posició en volatilitat:** Malgrat que els mesos de maig i juny han estat tranquils, el fons va saber beneficiar-se de l'augment de la volatilitat durant el mes d'abril. El VIX va assolir els 20 punts el 19 d'abril des del nivell de 13 en què va acabar el març; des d'aleshores ha desfet tot aquell camí. El fons estava ben posicionat per a aquesta correcció; per això la contribució de la volatilitat aquests mesos ha estat del **+1,6%**.
- 3. Posició en divises:** Res sembla frenar la caiguda del ien que ha travessat la línia dels ¥160/\$ per primera vegada des de 1986. Les intervencions del govern japonès per aguantar la seva divisa han resultat inútils atès que el diferencial amb els tipus d'interès americans continua sent abismal. Tot i això, mantenim la nostra inversió com a protecció davant d'esdeveniments inesperats, ja que creiem que a la següent crisi el Banc del Japó serà l'únic banc central que no baixi els tipus d'interès. Aquest trimestre, les nostres posicions en divises ens han restat un **-1,3%** al resultat global.
- 4. Posició en or:** El metall preciós ha tornat a tenir un gran trimestre pujant un 4% fins a nous màxims. Com vam explicar el trimestre anterior, la combinació de despesa pública excessiva i baixades de tipus d'interès són la combinació perfecta per a aquest actiu que ha aportat un **+0,3%** a la rendibilitat.
- 5. Posició curta en renda fixa:** Els tipus d'interès han repuntat lleugerament aquest trimestre, però encara se situen molt lluny dels nivells que podrien arribar a incomodar el govern americà. La nostra posició baixista ha sumat un **+0,6%** al fons.
- 6. Posició en matèries primeres:** L'urani ha tingut una mala primera meitat d'any. Després de pujar gairebé un 85% l'any passat, aquest 2024 corregeix més d'un 12%. Continuem pensant que la transició energètica provocarà un fort augment en la demanda d'aquesta matèria primera com vam explicar a la nostra anterior carta. Aquest període ens ha restat un **-0,3%**.

“Abans pensava que si em reencarnés voldria tornar com el president o el Papa. Però ara penso que preferiria ser el mercat de bons: així tothom em respectaria”

- James Carville (assessor de Bill Clinton)

Salutacions,
Hanway Capital

Apèndix: Rendibilitat neta històrica de Hanway Capital Fund

	Gen	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%
2024	-2.5%	0.2%	-1.5%	-3.8%	4.3%	1.3%	3.3%						+1.0%

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