

8 juliol de 2020

Informe de gestió Q2 2020

Benvolguts inversors,

Hanway Capital Fund ha obtingut un retorn del **7,5%** aquest trimestre assolint un preu per acció de **120,8€** net de comissions, això situa la rendibilitat acumulada enguany en el **19,8%**. Durant aquests tres mesos el fons ha participat en la recuperació de les borses globals que han deixat enrere els mínims de març. La segona meitat de l'any exigeix extrema cautela, ja que els actius barats que vàrem identificar a l'abril ja no ho estan tant i tot i així la volatilitat segueix en nivells elevats respecte a on va començar l'any. Tanmateix, creiem convenient mantenir una posició defensiva sobretot de cara a les eleccions americanes de novembre.

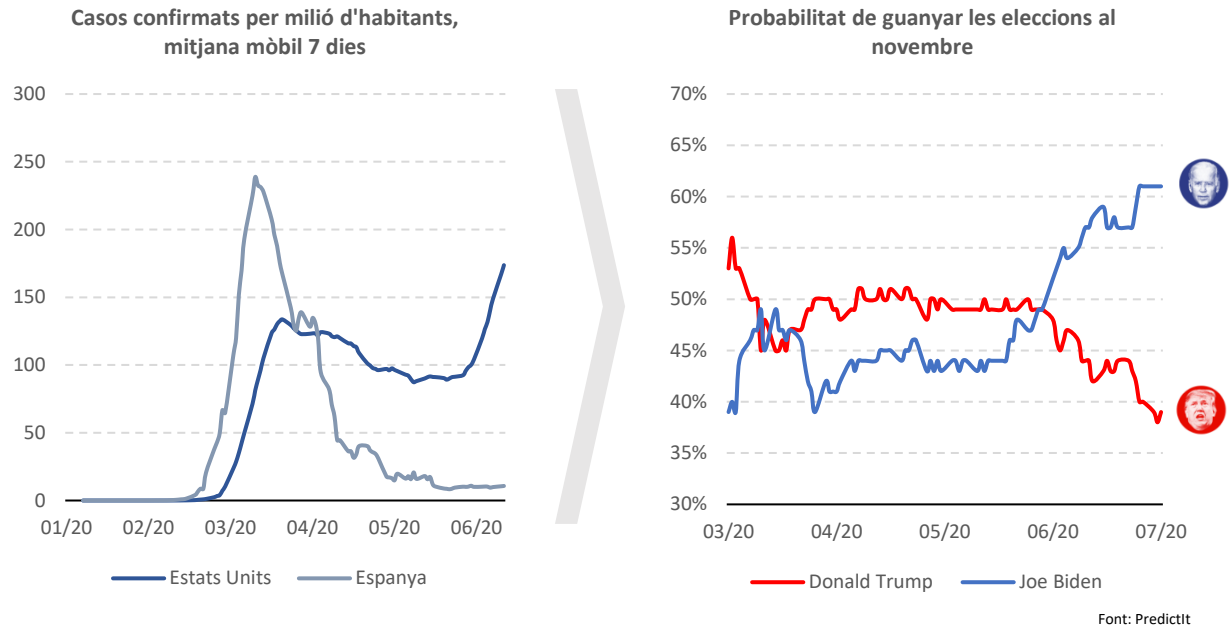
La nova normalitat

Els mercats financers, amb la inestimable ajuda dels bancs centrals, van frenar les caigudes abans que la sang arribés al riu. La darrera setmana de març, després d'una de les baixades més abruptes de la història, el mercat va marcar un sòl un 40% per sota dels seus màxims. A partir d'aleshores, gairebé amb la mateixa virulència amb la qual va caure, va iniciar una ràpida recuperació fins a principis de juny amb una pujada de gairebé el 50%. No obstant això, el mercat ha estat més selectiu en el seu rebot, deixant enrere als sectors i geografies més colpejats per la crisi com el turisme o el sud d'Europa.

La situació en què vivim no es pot qualificar de normal sota cap criteri. Les injeccions de liquiditat que sustenten els mercats no tenen precedents, les economies estan patint la contracció més forta des del crash del 29 i la tensió geopolítica segueix el seu lent però constant ascens. El coronavirus sembla haver remès a Europa després d'un confinament estricte que ha tingut un efecte devastador per a l'economia, però tot indica, escoltant els experts, que haurem de conviure amb el virus una llarga temporada.

Es pressuposa que això serà fins que es descobreixi una vacuna, tot i que preferim puntualitzar que serà fins que *arribi* una vacuna. El matís és important, perquè el descobriment d'una vacuna o tractament no soluciona el conflicte geopolític que es generarà pel control de les dosis. Prova d'això és la compra que ha fet EUA de totes les dosis de remdesivir, el cotitzat tractament sense resultats conclouents de la farmacèutica Gilead.

Encara que el virus hagi perdut força a Europa per la bona feina del col·lectiu sanitari i la responsabilitat dels ciutadans durant el confinament, no és certa la percepció que el pitjor ja ha passat. Actualment se segueixen marcant rècords de contagis diaris a escala mundial i el focus de la pandèmia ha passat a països menys desenvolupats i als EUA. Des d'un punt de vista sanitari, es pot considerar que la gestió nord-americana està sent nefasta. El virus lluny d'estar reduint-se es troba en plena segona onada. La gestió de la crisi està començant a perjudicar la popularitat del president Trump i podria entorpir la seva continuïtat a la Casa Blanca en les eleccions de novembre.



Els totpoderosos bancs centrals i la inflació

Tot i que durant els pitjors dies de març semblava que els bancs centrals perdien el control de la situació - l'S&P 500 va caure un 12% el dia que la Reserva Federal va abaixar els tipus d'interès al 0% - finalment han reprès les regnes del mercat. Han aconseguit desmuntar totes les teories que la política monetària tenia un límit i que estàvem a prop fins i tot abans de la crisi del coronavirus. Els tipus d'interès s'han baixat encara més i s'han reactivat i expandit tots els programes de compra de deute per inundar de liquiditat el mercat.

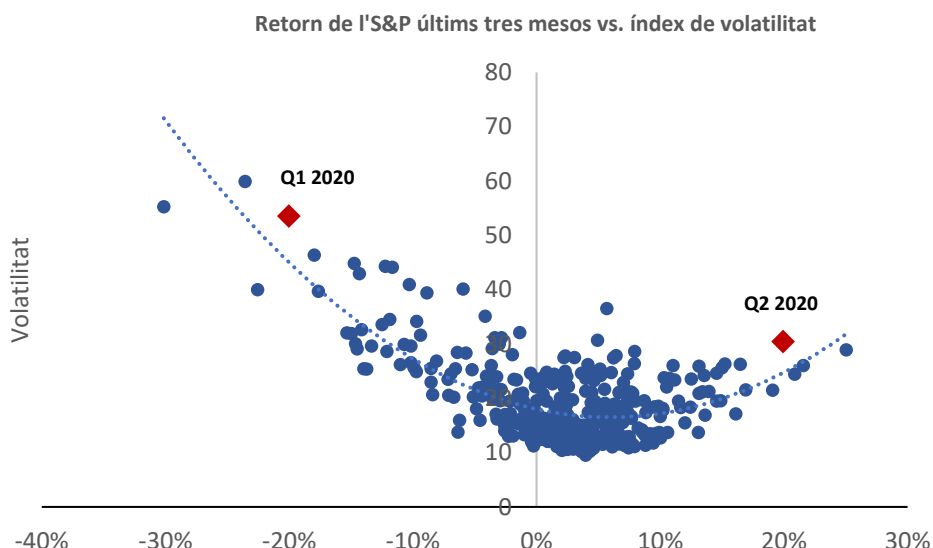
Només així s'explica que mentre l'economia es troba davant la major frenada dels últims 100 anys, les borses i en concret el mercat americà (amb major pes en el sector tecnològic) torna a situar-se a un pas dels seus màxims històrics.

En la nostra opinió, els recents programes de compra de deute per reduir el cost de finançament de les empreses són un error per diverses raons. En primer lloc, augmenten la desigualtat en la societat beneficiant només a aquells que tenen actius financers. D'altra banda, impossibilita la destrucció creativa de Schumpeter que tant necessita l'economia, allargant artificialment la vida d'empreses que han quedat desfasades. Finalment, desincentiva els governs a anivellar ingressos i despeses, quan molts d'ells ja tenien importants dèficits abans de la crisi. Tot això hipoteca injustament a les generacions del futur.

D'altra banda, creiem que hi ha un altre risc que s'ha de monitorar molt de prop per les seves possibles conseqüències a llarg termini. L'augment del deute global, i sobretot sobirà, arribarà a nivells en què es podria arribar a considerar la monetització d'aquest deute, és a dir, la cancel·lació del deute sobirà en mans de bancs centrals. Tot i que sempre s'ha tractat d'un tema tabú per les seves conseqüències, no veiem motius perquè els bancs centrals no segueixin aprofundint en mesures extraordinàries.

Si això passés, la conseqüència seria sens dubte que ens veuríem abocats a un escenari d'alta inflació. Potser aquest sigui el resultat desitjat pels bancs centrals, ja que la inflació és l'única manera de fer sostenible l'enorme deute dels països. Però a l'altra banda de la balança hi hauria els estalviadors, que serien els grans perjudicats al veure com disminueix el seu poder adquisitiu. La por a aquest escenari

2. **Posició en volatilitat:** Malgrat que típicament associem volatilitat amb caigudes, la veritat és que les pujades d'aquest trimestre han estat tan fortes que la volatilitat es manté elevada. Els venciments d'abril, maig i juny van ser en 42, 28 i 33 respectivament, reflectint l'alta incertesa en què vivim. Tanmateix, no van ser tan extrems com insinuaven els futurs a final del primer trimestre, de manera que les posicions en volatilitat van restar un 0,8% a la rendibilitat del trimestre.



3. **Posició en petroli:** El 20 d'abril al migdia, quan el petroli cotitzava al voltant dels 15\$, el Chicago Mercantile Exchange va demanar als seus membres que es prepararessin davant la possibilitat que el preu del barril entrés en preus negatius. Creient que podíem estar a les portes d'una profecia autocomplerta (si l'operador anunciava que podia passar, passaria), vam recomanar vendre la posició i comprar volatilitat de petroli. La decisió va resultar ser l'encertada quan aquella mateixa nit el petroli va entrar en negatiu, el que va fer que en el seu conjunt les posicions de petroli afegissin un 0,4% de rendibilitat.
4. **Posició en dividends europeus:** Sens dubte aquesta va ser la gran aposta del trimestre i la que millor s'ha comportat (*vegeu informe publicat el 30 d'abril*). A mesura que s'aclaria la incertesa provocada pel virus i tornàvem a l'activitat, algunes empreses de l'Eurostoxx van cancel·lar el dividend, però moltes altres ho han mantingut per als anys vinents. Gràcies a això els futurs de dividends han rebotat des de nivells molt deprimits, i aquesta operació aporta un 2,7% de rendibilitat.
5. **Posició en bancs europeus:** Els bancs europeus van entrar en una espiral a la baixa a partir de la crisi de 2008. Primer colpejats per una bombolla immobiliària i un augment de la morositat, seguit per una política monetària de tipus zero que perjudicaven greument la seva rendibilitat. Si ja cotitzaven a valoracions irrisòries, la pandèmia ha estat la gota que ha fet vessar el got. El 2009 es va trencar la barrera psicològica de cotitzar per sota del seu valor comptable, però amb la pandèmia han arribat a cotitzar per sota de 0,4x el seu valor en llibres. Arribats a aquest extrem i sense apostar per la indústria bancària a llarg termini per les seves grans amenaces, vam creure oportú recomanar una posició en un sector que vam creure havia estat excessivament castigat. Mentre les borses mundials i els sectors més afectats havien iniciat la

seva recuperació, la banca europea va quedar injustament retardada. La posició en bancs europeus ha contribuït un 2,2% al resultat del trimestre.

6. **Posició EUR vs. USD:** L'eurodòlar segueix atrapat en el rang on porta des de finals de 2018, entre 1,08 i 1,15. Creient que nous episodis de pànic podien provocar que aquest rang es trenqués a la baixa, vam recomanar convertir la posició alcista en l'euro en una posició de volatilitat que es veurà beneficiada si la resistència es trenca en qualsevol de les dues direccions. Tanmateix, això encara no ha passat, de manera que aquesta posició ni ha aportat ni ha restat a la rendibilitat trimestral.
7. **Posició en metalls preciosos:** Durant aquests mesos la impressió de diners i les injeccions de liquiditat han seguit donant suport als mercats. A més, en el pla de Macron i Merkel per revifar l'economia europea, hem vist per primera vegada com es planteja que els governs rebuin liquiditat que no hauran de tornar. De moment aquests subsidis no els concedeix un banc central directament, però aquesta barrera podria caure també algun dia. Aquest tipus de mesures faran perdre valor al diner fiduciari en favor d'altres actius on l'oferta no pot ser manipulada artificialment. Per això el fons ha afegit a la posició en or una altra en plata, i entre les dues han aportat un 0,9% al retorn del fons.

Actualment dues forces molt potents volen controlar el relat del mercat financer. D'una banda, tenim una situació macroeconòmica dantesca amb caigudes del PIB sense precedents i amb una constant amenaça de rebrot que portaria a paralitzar l'economia de nou. De l'altra, una intervenció massiva per part dels bancs centrals que estan regant de liquiditat tots els racons del mercat i permeten sostenir-lo de manera artificial. La caiguda de beneficis empresarials és ja una evidència palpable que provoca que els inversors hagin de pagar cada vegada més a canvi de menys. Les preguntes pertinents són les següents, és el 2020 un sot excepcional en l'economia?, haurem tornat a l'absoluta normalitat en el 2021?, si no és així, està justificat pagar els múltiples actuals? La situació del mercat segueix sent d'extrema fragilitat, però els bancs centrals han deixat clar que arribaran fins a les últimes conseqüències per sostenir-lo.

“Pots enganyar a tothom algun temps. Pots enganyar a alguns tot el temps. Però no pots enganyar a tothom tot el temps.”

- Abraham Lincoln

Salutacions,
Hanway Capital

Apèndix: Rendibilitat 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%							19.8%

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