

15 octubre de 2021

Informe de gestió Q3 2021

Benvolguts inversors,

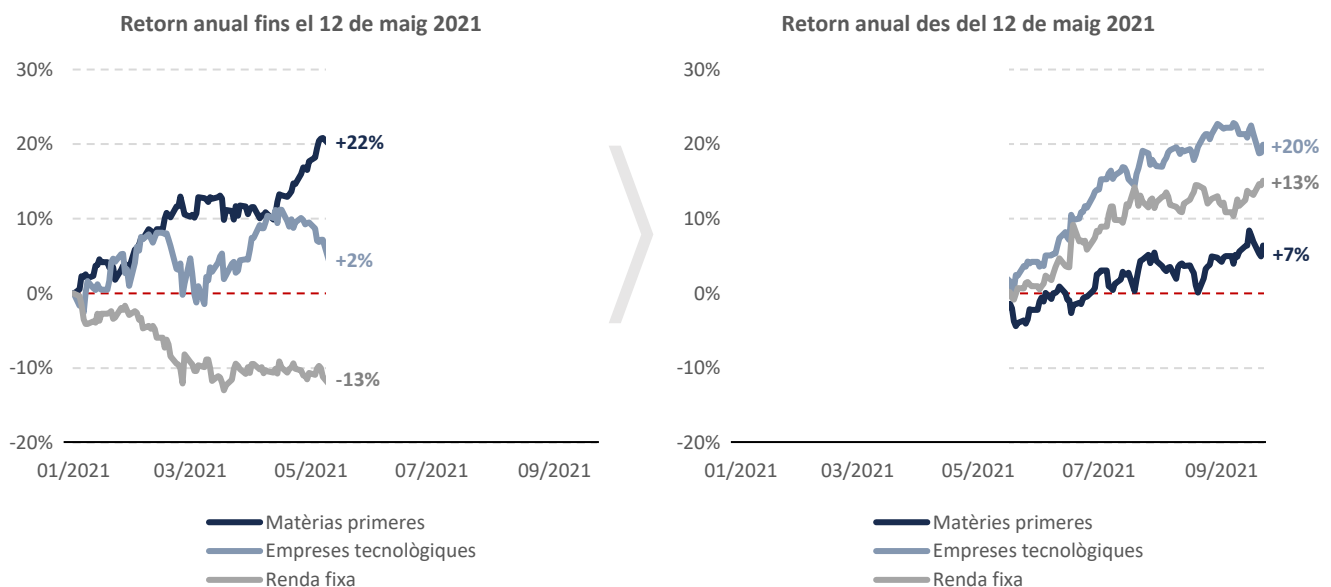
Hanway Capital Fund ha obtingut un **retorn del -0,4% aquest trimestre** obtenint un preu per acció de **136,2€** net de comissions, això situa la **rendibilitat acumulada d'enguany en el 6,4%**. Malgrat que les dades d'inflació que s'han publicat durant aquest trimestre han estat les més elevades dels últims 30 anys, el mercat ha optat per sotmetre's al relat oficial que la inflació serà transitòria. Tot i que la nostra estratègia no ha funcionat aquests tres mesos, la nostra convicció es manté intacta i seguim pensant que el risc més gran per a l'economia global és una inflació persistent.

Un any amb dues parts

El 12 de maig, el *Bureau of Labor Statistics* del Departament de Treball dels Estats Units va revelar que l'IPC americà d'abril se situava en el 4,2% respecte a l'any anterior, confirmant així que la inflació ja estava entre nosaltres. A partir d'aquesta data, les successives dades d'inflació publicades no han baixat del 5,0% als Estats Units i a l'Eurozona se situen en el 3,4%.

Per què aleshores Hanway amb prou feines ha generat rendibilitat des d'aquest dia? Senzillament perquè el mercat s'ha comportat com si aquestes dades fossin a remetre aviat. Recordem que la borsa és un mecanisme de descompte que no mesura ni l'estat actual ni el futur de l'economia, sinó que és un indicador de l'evolució de les expectatives macroeconòmiques.

Així, mentre a la primera meitat de l'any la por era que la inflació fes la seva aparició, en la segona meitat el relat que ha guanyat adeptes és que ràpidament tornarem a nivells d'inflació moderats. Això ha provocat que els actius pels quals vam apostar a principis de l'any (principalment, matèries primeres, una posició curta en renda fixa, i una preferència per les empreses cícliques enfront de les tecnològiques) hagin desfet el camí de principis d'any.

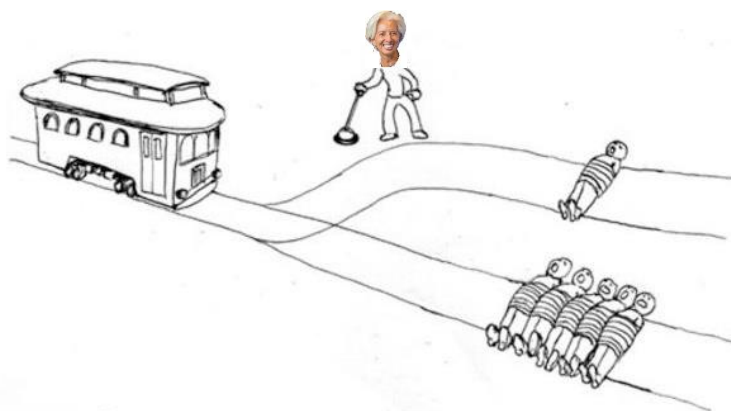


Els Bancs Centrals tenen un particular interès a convèncer els agents econòmics que la inflació serà transitòria. En cas de no ser així, haurien d'afrontar el dilema del tramvia: no fer res i permetre que la inflació es dispari, soscant l'estalvi dels ciutadans i minvant la confiança en el sistema financer, o pujar els tipus d'interès de forma sobtada, frenant l'economia i abocant a moltes empreses endeutades a la fallida.



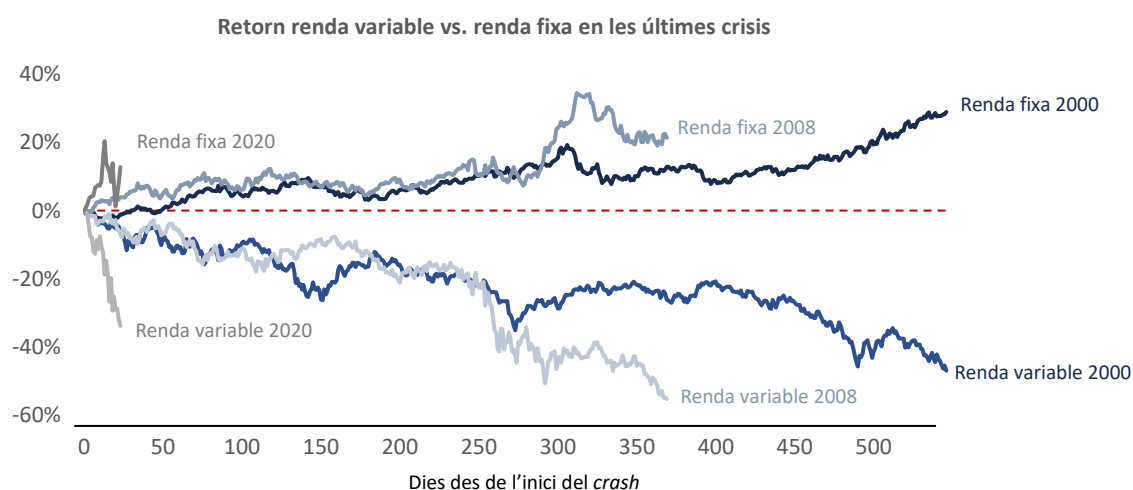
Christine Lagarde @Lagarde · 6m

Many of the higher prices we are currently seeing are temporary, I explained in an interview with @AnnetteCNBC. We @ecb think prices will become much more stable in the year to come. Read the full interview ecb.europa.eu/press/inter/da...



La Ligne Maginot

L'experiència del passat ens ajuda a generar comportaments que haurien d'ajudar-nos en cas de repetir-se una mateixa situació en el futur. Així doncs, els gestors financers saben que, davant de qualsevol risc de mercat, protegir les carteres dels seus clients amb un pes en renda fixa hauria de ser suficient per avortar qualsevol calamitat.



Les crisis dels últims 30 anys han demostrat que els fons mixtes (aquells que posseeixen una part en renda variable i una altra en renda fixa) capegen molt bé els temporals a causa de la correlació negativa que existeix entre els dos actius. És a dir, quan baixa la borsa, pugen els bons. Però ha estat sempre així?, està escrit en algun lloc que aquesta manera de protegir-se davant l'enemic seguirà servint en el futur?

André Maginot, soldat i polític francès de segle XX, va lluitar al front de Lorena durant la Primera Guerra Mundial. El novembre de 1914, a Verdun, va ser ferit a la cama, quedant coix la resta de la seva vida. Però André Maginot és principalment conegut per donar nom i ser l'impulsor de la famosa línia Maginot.

El 1929, Maginot va ser nomenat ministre de Guerra de França. La creixent amenaça del Tercer Reich de Hitler i el temor que França patís un nou bany de sang com en l'anterior guerra van impulsar a Maginot, basant-se en l'experiència del passat, a traçar el que ell creia que seria una genial idea.



La línia Maginot era una muralla fortificada de més de 500 km que s'estenia per tota la frontera francesa amb Itàlia i Alemanya des del Mediterrani fins al Canal de la Mànega. Comptava amb 108 forts sent la major línia de defensa militar construïda al món modern, i d'una gran complexitat tecnològica i militar. Basant-se en la guerra de trinxeres de la Primera Guerra Mundial, la fortificació comptaria amb tota mena d'instal·lacions per a resistir un llarg setge: menjadors, sala de comunicació, infermeria, quiròfans i fins i tot habitacions confortables.

Segons el seu promotor, la línia Maginot reduiria enormement les baixes de la primera gran guerra. Frenaria a temps un possible atac alemany, protegiria les conques industrials i les mines d'Alsàcia i Lorena, que en anteriors conflictes havien estat un desitjable botí per a l'enemic, i convertiria a França en un bastió impenetrable.

Malgrat els seus detractors, com el llavors general Charles de Gaulle que va titllar el projecte d'antiquat i inflexible, Maginot va obtenir el suport dels mariscals Joseph Joffre i Phillipe Pétain, tots dos gairebé octogenaris i aferrats a l'arcaic concepte de la rígida guerra de trinxeres. La construcció es va iniciar en 1929 i va acabar el 1938, però André Maginot va morir en el càrrec el 1932 i mai veuria acabat el seu llarg i ambiciós somni, que va acabar amb un amarg despertar.

Quan va esclatar la guerra, havien passat 25 anys des de l'inici de la primera i l'Alemanya nazi va inaugurar el seu nou i atroç mecanisme, la *Blitzkrieg* (guerra llampec). Va quedar clar des d'un inici que la Segona Guerra Mundial res tindria a veure amb la primera, i que la guerra de trinxeres i la defensa estàtica havien passat a millor vida.

El maig de 1940 les tropes alemanyes de Hitler van envair Holanda, Bèlgica i Luxemburg en només 18 dies, i la inexpugnable línia Maginot va caure en menys d'un mes. Les noves tècniques de guerra i principalment els avions van constatar la inutilitat d'aquesta defensa antiquada que no va servir per a res i va acabar convertida en el símbol de la derrota francesa en la Segona Guerra Mundial.

França va caure en mans de Hitler i el seu Tercer Reich fins a 1944. Va ser tan breu la vida de la línia, que quan els soldats anglesos i nord-americans la van recórrer, es van sorprendre de veure que els

fusells lluiïen nous, sense haver disparat mai. La línia Maginot es va desplomar abans d'abatre a un sol soldat enemic. *Sic transit glòria mundi*.

Alguns gestors de patrimoni poden acabar corrent la mateixa sort que André Maginot, i estar ignorant que les tècniques de combat han canviat. Comprar renda fixa per protegir-se davant de possibles caigudes de renda variable suposa en la pràctica estar lluitant amb les tècniques de la guerra passada.

La guerra civil americana (1861), la guerra russojaponesa (1904) i la Primera Guerra Mundial (1914) van ser guerres de trinxeres, i les defenses estàtiques van triomfar. La crisi puntcom (2000), la crisi financera (2008) i la crisi de la Covid (2020) van ser crisi deflacionistes, i la renda fixa va ser la millor defensa. Però cal preguntar-nos: funcionarà igual de bé la nostra trinxera de bons sobirans, si l'enemic ens ataca amb pujades de preu a la velocitat del llampec?

Crisis energètica global

Tot i que els efectes de la pandèmia en l'àmbit sanitari sembla que comencen a atenuar-se, la COVID-19 continua generant danys col·laterals. Si la pandèmia va provocar que el preu del barril de petroli entrés en terreny negatiu a l'abril de l'any passat per la manca de demanda, aquest hivern la pandèmia amenaça en generar una crisi energètica global per falta de subministraments.

Des de temps remots, les civilitzacions han entès l'arribada del fred com un d'aquells moments de l'any en què convé estar preparats. Això es tradueix avui en dia en el fet que governs i grans corporacions intentin que les reserves estratègiques d'energia es trobin plenes en començar l'hivern. Tanmateix, aquest any l'Agència Internacional d'Energia ha advertit que les reserves de gas natural a Europa es troben un 20% per sota de l'habitual per aquesta època.

La Unió Europea és el tercer consumidor d'energia del món, però és altament dependent de l'exterior. Almenys una cinquena part de l'electricitat la produïm amb gas natural, que importem en un 90% de Rússia i Algèria. Això ens deixa en una situació molt vulnerable a escenaris com l'actual, on el trencament de cadenes de subministraments ha desencadenat una batalla a escala global per intentar acumular el màxim gas possible per encarar l'hivern.

Això al seu torn ha provocat que el preu del gas a Europa s'hagi disparat a màxims històrics, arrossegant amb si el preu de la llum. Més enllà de l'evident impacte social que suposarà per a les famílies més vulnerables, també està provocant l'aturada de plantes industrials que acabarà traduint-se en un alentiment econòmic.

L'encariment del gas està també augmentant l'atractiu econòmic de generar energia utilitzant altres fonts molt més contaminants, com cremar petroli o carbó. A Hanway Capital creiem que la veritable solució a aquest problema exigeix accelerar la transició a energies renovables per deixar de dependre de combustibles fòssils contaminants i d'estratègies geopolítiques de règims autoritaris.

La nostra posició en drets d'emissió de CO₂ suposa la millor manera d'expressar aquesta creença. El preu al qual cotitzen els drets d'emissió de CO₂ indica el preu que les grans empreses i energètiques hauran de pagar per contaminar. [Davant els atacs de la premsa](#) contra l'especulació en el mercat de drets d'emissió per l'impacte en la factura de la llum, volem constatar dues dades:

1. L'increment del preu de la llum a Europa enguany s'explica en un 90% per la pujada del preu del gas natural (394% enguany) i només en un 10% per l'increment dels drets d'emissió de CO₂ (80% enguany).

2. Amb l'auge de la Inversió Socialment Responsable (ESG per les sigles en anglès, *Environmental, Social and Governance*) no se'ns ocorre inversió més sostenible que els drets d'emissions. Comprant aquest actiu, incentivem a les empreses que duguin a terme les inversions necessàries per a deixar d'emetre gasos contaminants.

Informe de gestió

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

- 1. Posició en renda variable:** Per sisè trimestre consecutiu, la renda variable americana s'ha apreciat, tot i que les seves pujades s'han limitat al 0,2%. Durant les últimes setmanes, la prudència i el pessimisme semblen haver-se apoderat del mercat. El passat 20 setembre, per exemple, l'índex de volatilitat VIX va arribar als 29 punts mentre l'S&P 500 tot just estava un 5% per sota dels seus màxims històrics. Aquest comportament ens convida a pensar que la renda variable podria tenir un gran últim trimestre aquest any, i ha portat el fons a augmentar tímidament la exposició. Durant aquest període, la renda variable ha restat un -0,4% a la rendibilitat.
- 2. Posició en metalls preciosos:** La fortalesa del dòlar americà ha pesat amb força en la cotització de l'or i la plata, que han baixat un 1% i un 15% respectivament. Històricament la correlació negativa entre els metalls preciosos i el dòlar ha estat molt forta, així que molts agents de mercat es veuran sorpresos si tots dos són capaços de pujar a la vegada en un context inflacionista. La posició del fons en aquest actiu ha restat un altre -0,6% al resultat.
- 3. Posició en matèries primeres:** La crisi energètica que estem vivint té el seu origen en la forta pujada d'algunes matèries primeres com el gas natural i el petroli. Els governs faran tot el que estigui al seu abast per intentar frenar la seva escalada abans que el fred arribi a les llars, però seran els països exportadors d'aquestes matèries els que tindran la paella pel mànec. Mentrestant, aquesta escalada ha beneficiat el fons en un +0,4% aquest trimestre.
- 4. Posició curta en renda fixa:** La renda fixa continua impertorbable davant les dades d'inflació que segueixen sorprenent a l'alça. El rendiment d'un bo americà (1,5%) i l'IPC d'aquest país (5,4%) mai havien estat tan allunyats. Serà interessant veure si aquesta divergència s'acaba tancant a l'alça amb pujades de tipus o a la baixa amb una inflació més controlada. Aquest trimestre, la rendibilitat ha minvat en un -0,3% per aquesta posició.
- 5. Posició en drets d'emissions de CO₂:** L'escalada del CO₂ ha continuat aquest trimestre amb els preus pujant des dels 56€ fins als 62€. La Unió Europea ha recomanat aquesta setmana als seus països membres que aprofitin aquesta pujada, i utilitzin els beneficis extraordinaris que se'n deriven venent drets d'emissions a preus elevats per subvencionar la factura de la llum als col·lectius més vulnerables. Aquesta mesura tan encertada demostra la fe que Brussel·les té en aquest instrument, que aquest trimestre ha aportat un +0,5% al fons.

“Per molt sofisticat que sigui la teva anàlisi, res canviarà el fet que tots els teus coneixements són sobre el passat i totes les teves decisions són sobre el futur”

- Ian E. Wilson

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%	-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%				6.4%

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 resums 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