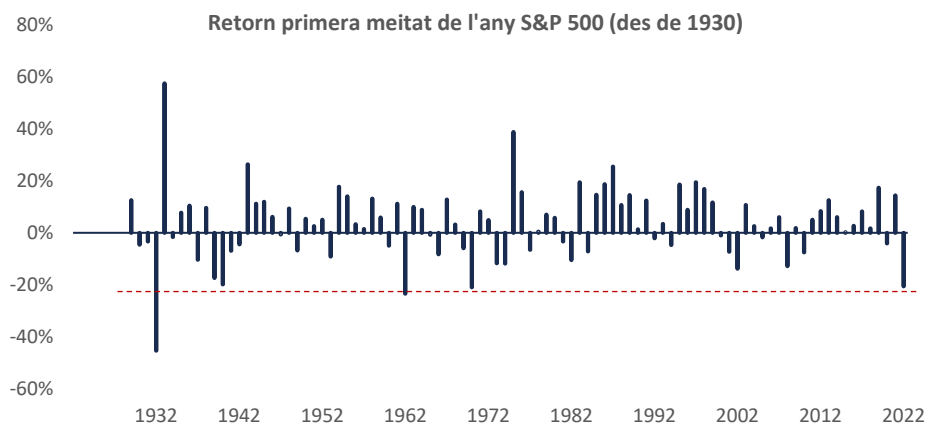


Informe de gestió Q2 2022

Benvolguts inversors,

Hanway Capital Fund ha obtingut un **retorn del -3,7% aquest trimestre** obtenint un preu per acció de 140,7€ net de comissions, això situa la **rendibilitat acumulada d'enguany en el -3,4%**. En un altre convuls trimestre per a la renda variable, que ha patit la pitjor arrencada en els darrers 50 anys, únicament la nostra aposta per les pujades d'interessos ens ha protegit de les caigudes. Els mercats semblen donar per fet que ens aboquem a una recessió que tornarà la inflació a nivells propers al 2%, però el fons manté la seva aposta que ens trobem davant d'un canvi de paradigma que no té marxa enrere.



Una inflació descontrolada

Lluny de moderar-se, les darreres dades d'inflació publicades per les grans economies han continuat marcant màxims. A Espanya, l'índex de preus al consum interanual va pujar al juny fins al 10,2%, la dada més alta des de l'abril del 1985. Als Estats Units s'espera que la dada del mes de juny, que es publicarà la setmana vinent, s'aproximi perillosament al 9% per primera vegada des del 1981.

Incapaços de continuar ignorant el problema durant més temps, els bancs centrals han canviat radicalment el seu discurs aquest trimestre. Fa menys d'un any, concretament el 9 de setembre, la presidenta del Banc Central Europeu, Christine Lagarde, assenyalava que ni es plantejava retirar els estímuls. En la seva última reunió, en canvi, va anunciar la fi del programa de compres d'emergència de deute per la pandèmia (PEPP) i la primera pujada de tipus al juliol després d'onze anys sense pujades. Les dues mesures estan destinades a aturar l'espiral inflacionista frenant la demanda.

Segons la teoria econòmica clàssica, les pujades de tipus d'interès afecten l'economia real augmentant la remuneració que reben els dipòsits dels estalviadors. Un ciutadà serà menys propens a gastar els seus diners si obté una rendibilitat lliure de risc per tenir-los dipositats al banc.

La fi dels programes de compra de deute infereix en el cicle econòmic augmentant el cost de finançament de les empreses i governs. Si la despesa en interessos augmenta, les empreses frenaran

les inversions. D'altra banda, els Estats es veuran obligats a reequilibrar les balances fiscals en veure com els augmenta la despesa en interessos pel seu deute, és a dir, retallaran la despesa pública.

Aquestes dues eines difícilment reduiran la inflació de manera significativa, sobretot a Europa. Al vell continent seguim amb els tipus d'interès en negatiu (encara es cobra als clients per tenir dipositats els seus estalvis als bancs); fins i tot després de les pujades planejades, els comptes corrents no es començaran a remunerar fins més enllà del 2023. Difícilment els estalviadors tindran un incentiu per frenar el consum i aparcar els estalvis als bancs.

Pel que fa al fre a la compra de deute, a la pràctica serà gairebé impossible de dur a terme. Les ingents quantitats de deute que han acumulat molts països desenvolupats els darrers anys els ha deixat en una situació d'absoluta dependència dels bancs centrals, i no podrien sobreviure sense el seu suport directe o tàcit. De fet, sis dies després que el canvi de discurs disparés la prima de risc d'Itàlia fins als 240 punts bàsics, la presidenta del BCE, Christine Lagarde, va anunciar que treballaria en un nou instrument de compra de deute que mantindria les primes de risc a nivells acceptables. Amb aquesta promesa, l'incentiu dels països a reduir dèficits desapareix i, per tant, no sembla que siguin ells ni les empreses les que frenin la despesa i les inversions per reduir la inflació.



Inservibles, per tant, els dos instruments clàssics de política monetària, els bancs centrals han decidit acudir aquest 2022 a una tercera eina menys coneguda però igualment efectiva: l'efecte riquesa.

L'efecte riquesa al 2008 i al 2020

A la crisi financera del 2008, la confiança que sosté el nostre sistema econòmic va estar a punt de trencar-se. Quan l'economia va entrar en recessió el primer trimestre del 2008, la Reserva Federal americana va baixar ràpidament els tipus d'interès des del 5% al 0% per intentar reactivar l'activitat. Tot i això, aviat es van adonar que els tipus d'interès no tenien cap impacte en els consumidors: la incertesa era tan gran que deixar de remunerar els dipòsits no va fer que el consum tornés a la normalitat.

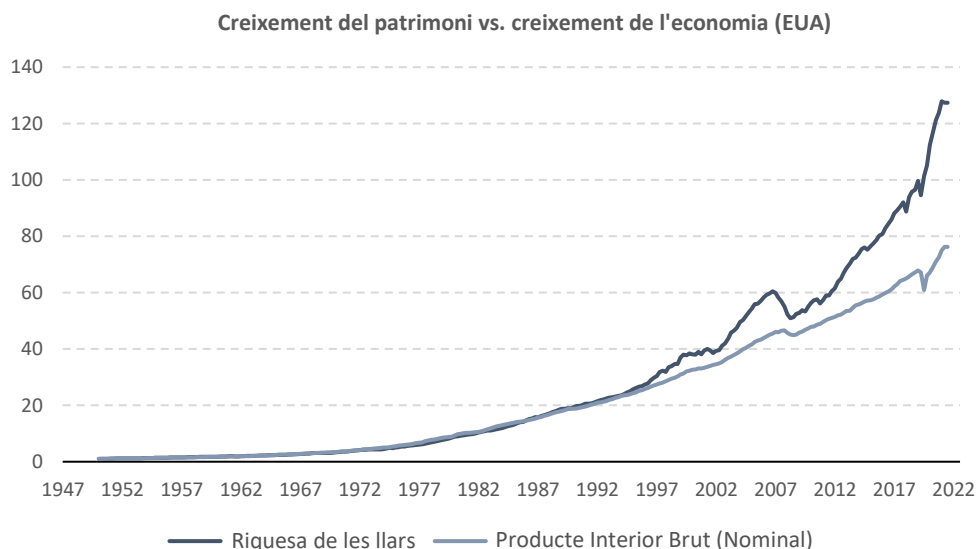
Buscant altres maneres de promoure el consum, Ben Bernanke, llavors president de la Fed, va assenyalar en un discurs que *"si la gent sent que la seva situació financera és millor perquè la seva*

cartera d'accions ha pujat o la seva casa val més, tindran més ganes de sortir i gastar, i això proveirà les empreses de la demanda que necessiten per contractar i invertir".

A la teoria econòmica, el mercat financer hauria de reflectir l'estat de l'economia i del teixit empresarial. Si l'economia estava en una situació precària, era natural que les borses i els mercats també estiguessin deprimits. La genial idea de Bernanke implicava capgirar aquesta lògica i en lloc de millorar l'economia i esperar que les borses el seguessin, va optar per millorar artificialment les borses amb l'esperança que l'economia s'encomanaria d'aquest optimisme.

Dit i fet. A través de les seves injeccions de capital, la Reserva Federal va comprar bons estatals per reduir el cost de finançament del govern, però sobretot per dotar de liquiditat els inversors a mesura que comprava els seus actius. Aquests inversors al seu torn feien servir els diners obtinguts per invertir en actius de més risc, fent que en aparença la riquesa dels agents econòmics augmentés.

Encara que arriscat, l'experiment va funcionar el 2009, i una vegada més el 2020. Durant els mesos més durs del confinament causat per la pandèmia, els bancs centrals es van esforçar a inundar de liquiditat el sistema, fent pujar indirectament el preu dels immobles, les accions i fins i tot les valoracions privades de les empreses. D'aquesta manera, malgrat que la situació econòmica era dantesca, les famílies van mantenir la confiança en la seva situació econòmica i van continuar consumint amb naturalitat.



Com frenar la inflació al segle XXI

Per aconseguir frenar l'actual episodi d'inflació, els bancs centrals aquest any han intentat fer exactament el que van fer el 2008, però a la inversa: fer que els consumidors se sentin menys rics i com a conseqüència frenin el seu consum.

El primer pas és relativament senzill: les pujades de tipus d'interès que estan duent a terme no afectaran la remuneració dels estalviadors, però sí la taxa de descompte que es fa servir per valorar les empreses a la borsa. A conseqüència d'això, les expectatives de pujades de tipus han provocat caigudes a la renda variable, fent als inversors d'aquest actiu menys propensos a gastar.

D'altra banda, les pujades de tipus d'interès també afectaran el palanquejament que es poden permetre les famílies per comprar-se un habitatge. Amb les pujades de les hipoteques a 30 anys que s'han produït enguany, el preu de l'habitatge que un es pot permetre amb un pagament mensual d'1.500€ ha baixat des dels 535.000€ fins als 435.000€; una caiguda de gairebé el 19%. És qüestió de temps que aquest efecte comenci a notar-se en el preu de l'habitatge, fent que els propietaris d'immobles se sentin una vegada més, menys rics.

L'efecte també s'ha notat en la valoració de les empreses privades. Quan els bancs centrals van imprimir ingents quantitats de diners per sobreviure la pandèmia, els fons de capital risc van passar a disposar d'una gran quantitat de capital, cosa que va iniciar una carrera per invertir que va desembocar en múltiples desorbitats per a moltes rondes d'inversió. Això va fer sentir més rics inversors de rondes prèvies i els mateixos treballadors. Amb la retirada de liquiditat, molts d'aquests guanys teòrics mai no s'arribaran a materialitzar, i amb això els afectats tendiran a gastar menys.

Seran prou efectives aquestes actuacions?

Tot i que durant els primers mesos de l'any les expectatives d'inflació van continuar pujant, el mes de juny el focus del mercat ha canviat radicalment. El temor a la inflació ha donat pas al temor a una recessió econòmica causada per les polítiques monetàries restrictives. Durant les darreres setmanes, el preu del petroli ha caigut un 19%, el de les matèries primeres un 18%, la renda variable ha baixat un 13% i els bons han pujat un 6%.

Tot plegat ha provocat que les expectatives d'inflació als EUA per als propers 5 anys hagin baixat del 3,6% al 2,5%. Aquest canvi de relat ha colpejat les posicions de Hanway, que tenint un biaix inflacionista, havien funcionat molt bé durant els primers mesos de l'any.

Davant nostre s'obren ara tres possibles escenaris, als quals hem assignat la nostra previsió de probabilitat:

1. **Inflació persistent i recessió suau (60% de probabilitat):** Totes les temàtiques que ens han protegit durant l'any ho haurien de tornar a fer. Les matèries primeres tornaran a repuntar, els tipus d'interès continuaran pujant i tant la renda variable com la renda fixa continuaran caient. La majoria dels inversors no estan acostumats a una recessió inflacionista com la del 1970 (coneguda com a estagflació) i d'aquí la gran trampa d'apostar en aquests moments per la renda fixa.
2. **Recessió profunda, inflació a la baixa (30% de probabilitat):** Els actius es comportaran de manera oposada a l'escenari anterior. La renda variable patirà per la contracció de beneficis, però la renda fixa tornarà a comportar-se com a les anteriors recessions deflacionistes (2008, 2020) actuant com a protecció immillorable.
3. **Inflació es modera, evitem recessió (10% de probabilitat):** Forta pujada de la renda variable, acompanyada d'un bon comportament de la renda fixa. Les primeres matèries i altres actius alternatius obtindran pitjors rendiments.

El consens del mercat pronostica que els mesos vinents patirem una recessió global que frenarà el consum i l'activitat i tornarem al context macroeconòmic que teníem abans de la COVID-19: inflació controlada, tipus d'interès baixos i creixement econòmic feble. És a dir, el segon escenari.

Hanway Capital es resisteix a acceptar aquest diagnòstic, ja que creiem que serà impossible tornar al vell status quo. Creiem que ens adrecem a un món amb la inflació còmodament instal·lada per sobre del 4% durant un llarg període, amb creixements superiors als que estàvem acostumats i, sobretot, amb tipus d'interès més alts.

Tot i que aquest és el nostre escenari base, la nostra feina no consisteix a predir el futur, sinó a ponderar els possibles escenaris i estar preparats per a qualsevol d'ells. Per això, els últims dies i arran de les caigudes del juny, el fons ha reduït la seva exposició als actius de risc per navegar els incerts mesos que queden de l'any.

Informe de gestió

Passem ara a analitzar les posicions del fons aquest trimestre:

- 1. Posició en renda variable:** Per contextualitzar la magnitud de les caigudes d'aquest trimestre, les pèrdues dels principals índexs només són comparables a les del 2020, 2008 i 2000. L'índex tecnològic Nasdaq ha patit una caiguda del 23% en tres mesos mentre continua desinflant-se la bombolla tecnològica i el món de les criptomonedes. Fins i tot aquells sectors beneficiats per la inflació com l'energètic, que gaudien de bons retorns, han suportat un fort revés al juny pel temor a una recessió. El fons manté una visió pessimista a la renda variable. La caiguda d'aquests primers sis mesos es deu exclusivament a una reducció de múltiples, per això creiem que si acaba arribant la contracció de beneficis les caigudes poden accelerar-se. Aquest trimestre, i especialment el mes de juny, no hem pogut escapar de les caigudes i aquest actiu ha restat un **-4,4%** a la rendibilitat.
- 2. Posició en metalls preciosos:** L'or continua sorprenent propis i estranys. Tot i que el manual econòmic ens diu que s'hauria de comportar especialment bé en períodes inflacionistes, aquest any cau al voltant d'un -5%. L'única explicació plausible és que la desconfiança en el sistema econòmic i financer no és suficient per arrossegar els inversors a abandonar el dòlar (que sí que s'està comportant com a valor refugi) i aixoplugar-se en l'or. Encara que la possibilitat és remota, creiem prudent mantenir una petita posició al metall preciós per si el trencament de confiança en els bancs centrals s'acaba materialitzant. La posició del fons en aquest actiu ha restat un **-2,6%** al resultat.
- 3. Posició en matèries primeres:** Malgrat el rally iniciat per la invasió de Rússia a Ucraïna i pel risc que suposava l'expulsió del sistema financer d'un dels exportadors més grans de matèries primeres del món, la por a una recessió imminent està desfent tots els guanys de principis d'any. Com hem indicat en un dels nostres possibles escenaris, si la inflació persisteix i el creixement econòmic és més robust del que s'espera, podrien tornar a repuntar. Mantenim una posició prudent, però mentrestant, aquest actiu ha restat un **-0,6%** durant aquest trimestre.
- 4. Posició curta en renda fixa:** La nostra forta aposta per una pujada de tipus d'interès per protegir els nostres inversors ha funcionat a la perfecció. És l'únic actiu que ha generat retorn i ens ha ajudat a evitar les fortes caigudes que pateixen altres fons. Tot i això, en els últims quinze dies ha girat en contra nostra per la por a una recessió. Hanway és de l'opinió que la majoria d'inversors no estan acostumats a una recessió inflacionista i, per tant, estan buscant refugi a la renda fixa com han fet sempre. Pensem que es tracta d'un greu error. El fons manté la convicció que ens dirigim cap a un món de tipus d'interès alts i per això manté la posició com a protecció a la inflació. El fons s'ha beneficiat d'aquesta tendència un **+3,8%**.
- 5. Posició en drets d'emissions de CO₂:** En un canvi radical de guió, el fons ha decidit abandonar aquesta posició completament. Com a mercat regulat, sempre hem tingut molt present que el risc polític en aquest actiu era més rellevant que el de les forces del mercat. La Comissió Europea ha decidit corrompre l'actiu i monetitzar part de la Reserva d'Estabilitat del Mercat (MSR) per finançar els seus projectes. A la pràctica això implica augmentar l'oferta de permisos de contaminació, que creiem reduirà el preu. Aquest comportament perjudica seriosament la credibilitat d'una eina excel·lent per combatre el canvi climàtic. Tot i la nostra convicció en

aquest actiu a llarg termini, serà intocable fins que torni a presentar seguretat jurídica. Ha aportat un **+0,1%** al trimestre abans d'abandonar el fons.

“En temps de canvis, la experiència pot ser el teu pitjor enemic”

- Jean Paul Getty

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%	2.4%	1.3%	3.1%	13.7%
2022	-1.7%	0.0%	2.1%	1.8%	0.8%	-6.1%							-3.4%

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