

17 d'octubre de 2022

Informe de gestió Q3 2022

Benvolguts inversors,

Hanway Capital Fund ha obtingut **un retorn del 7,8% aquest trimestre** assolint un preu per acció de **151,6€** net de comissions, això situa la **rendibilitat acumulada d'enguany en el 4,1%**. La desfeta sense precedents de la renda fixa afecta especialment les carteres mixtes, que estan patint el seu pitjor any des del 1931. En un trimestre on pocs actius han servit de refugi, Hanway Capital ha demostrat una vegada més ser un veritable diversificador del risc. És difícil ser optimista davant del panorama actual: la inflació continua descontrolada, l'hivern s'acosta a Europa i les pujades de tipus d'interès segueixen el seu curs. En un món excessivament endeutat, no ens hauria de sorprendre que aquestes pujades provoquessin un accident financer en els propers mesos.

S'apropa l'hivern a Europa

La situació del continent europeu s'assembla a la trama de l'aclamada sèrie *Joc de Trons*, adaptació de les novel·les *A Song of Ice and Fire* de l'escriptor George R. R. Martin. Ned Stark, protagonista i patriarca de la Casa Stark, apareix a la primera escena pronunciant la famosa frase que donarà sentit a tota la sèrie: "*Winter is coming*". La majoria dels habitants de l'imaginari món de *Westeros* ignoren l'avís i estan més preocupats per les batalles internes que per la veritable amenaça que podria arribar de l'exterior i arrasar amb tots ells.



Durant anys, les elits europees s'han comportat com les classes acomodades de *King's Landing*, ciutat del sud i capital de *Westeros* els habitants dels quals residien massa lluny de l'amenaça hivernal per importar-los. La Unió Europea va rebutjar fa anys una política energètica comuna que la fes sobirana, augmentant cada cop més la seva dependència de governs autòcrates com el de Vladimir Putin. La premissa sobre la qual es basava la prosperitat de la indústria europea ha estat la disponibilitat permanent de gas rus barat.

Però Vladimir Putin, seguint l'analogia, es convertia el febrer d'enguany en el Rei de la Nit, disposat a fer arribar el dur hivern a Europa amb la seva invasió a Ucraïna. Des de principis de setembre pràcticament tot el flux de gas rus cap a Europa ha desaparegut, quan abans suposava el 45% del total

importat. Tot plegat magnificat per l'explosió que es va produir la matinada del 26 de setembre a prop de l'illa danesa de Bornholm, que va deixar inoperants tant el Nord Stream 1 com el 2, els principals gasoductes que connecten Rússia amb Alemanya.

Aquest acte de sabotatge al territori de l'OTAN i l'avenç de les tropes ucraïneses recuperant el terreny perdut han elevat un esglaó la perillositat del conflicte. A diferència de la crisi dels míssils de Cuba el 1962 on ni JFK ni Khrushchev desitjaven la destrucció mútua assegurada, aquesta vegada el president rus ha lligat el seu destí al desenllaç del conflicte. Quan un dels bel·ligerants no pot tornar a casa amb una derrota, l'ús d'armament nuclear tàctic no pot descartar-se.

Hi ha tres possibles escenaris en el seu ús. Rússia podria fer un atac de demostració sense cap baixa civil ni militar. L'atac consistiria a fer detonar una bomba nuclear a gran altitud que generés un atac de pols electromagnètic, que destruiria tot equipament electrònic dins del radi d'acció. Evitaria la mort immediata de civils, però a la pràctica retornaria Ucraïna a l'Edat Mitjana. El segon escenari seria l'ús directe contra instal·lacions militars com aeròdroms, centres logístics o arsenals, buscant un avenç estratègic a causa de la manca de recursos al terreny de l'exèrcit rus. Finalment, el Kremlin podria decidir atacar directament civils bombardejant una ciutat ucraïnesa per forçar-ne la capitulació.

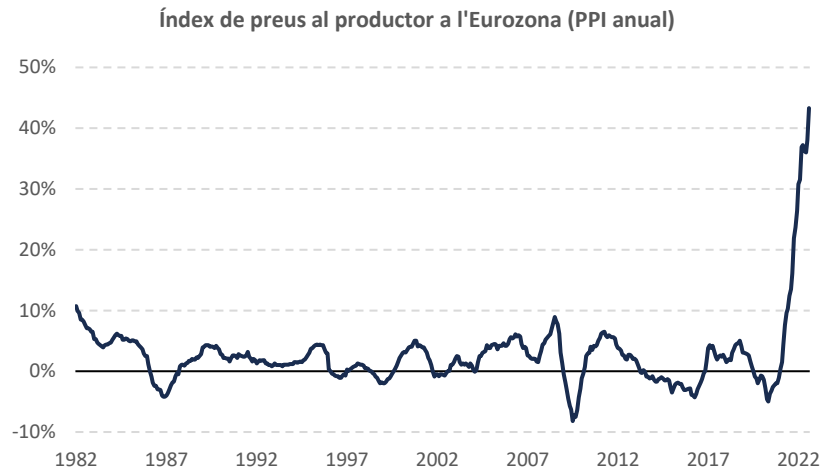
La probabilitat de qualsevol d'aquests escenaris és molt baixa, però no descartable. Per això, és convenient analitzar quina seria la resposta possible de l'OTAN. Una opció seria doblregar la pressió econòmica sobre Rússia, per exemple, amb sancions secundàries que prohibirien comerciar amb qualsevol que ho fes amb Rússia. Occident intentaria així que tant la Xina com l'Índia gressin l'esquena a Putin; les conseqüències econòmiques i financeres serien incalculables. L'altra opció seria la confrontació militar directa, una possibilitat també remota, però que ens portaria de ple a una guerra mundial. L'OTAN no ha manifestat mai explícitament quina seria la seva resposta, però un atac contra la Flota del Bàltic o contra instal·lacions militars en sòl rus serien una possibilitat abans d'una resposta nuclear.

La meteorologia, inesperada protagonista

La importància de seguir l'evolució del conflicte a Ucraïna rau en el fet que marcarà la profunditat del xoc energètic que amenaça el Vell Continent. Malauradament, la meteorologia també hi jugarà un paper rellevant: si aquest hivern es presenta més fred del normal, el tall selectiu del subministrament energètic tant en indústries com a llars està garantit. La bona notícia és que les reserves estratègiques de gas europees són plenes pràcticament al 90%. La dolenta és que només representen el 20% del consum hivernal de gas i els càlculs apunten que els dipòsits s'esgotaran a principis de març.

El gas no només és essencial pel seu ús directe a moltes indústries com la química, sinó que és imprescindible per produir electricitat. Al voltant del 25% de l'electricitat consumida a la Unió Europea prové del gas, que a més fixa el preu final que paga el consumidor a causa del sistema marginalista de preus. Actualment, el preu del gas europeu és deu vegades més car que la mitjana de l'última dècada, cosa que ha disparat les factures d'electricitat tant a les llars com a les indústries.

Encara que les diferents polítiques adoptades pels estats membres estan suavitzant temporalment el xoc a les llars, la indústria s'està emportant la pitjor part. L'índex de preus al productor (que mesura l'augment de costos per a les empreses com ho fa l'IPC per als consumidors) està desbocat i marcant màxims històrics per sobre del 40%. És evident que no podent traslladar al consumidor aquest augment de costos, moltes d'aquestes empreses es troben en una situació al límit de la insolvència.



La Comissió Europea intenta consensuar unes directrius amb tots els membres per reduir el consum energètic entre un 10 i un 15% durant l'hivern, evitant així un desastre a curt termini. Tot i això, el problema es traslladaria a l'any següent, ja que presumiblement durant l'estiu no podrem tornar a omplir les reserves amb gas provinent de Rússia.

Tanmateix, la majoria dels estats, lluny d'entendre que l'única manera de sobreviure a l'hivern és destruint part de la demanda, continuen obcecats a subvencionar-la. Els ajuts públics haurien d'anar dirigits específicament a les famílies més vulnerables i no a limitar de manera generalitzada el preu del gas, a subvencionar el preu del carburant o a fer gratuït el transport públic. Aquestes mesures regressives beneficien per igual qui té recursos i qui no en té, per la qual cosa no s'incentiva l'estalvi energètic.

Remant en direccions oposades

Aquesta obsessió d'aplar qualsevol augment de preus amb subvencions o diferint els pagaments s'està estenent per tots els països desenvolupats. Però amb una inflació que no dona senyals de remetre, aquestes mesures estan dinamitant els esforços dels bancs centrals. Mentre intenten frenar el consum pujant tipus d'interès i retirant liquiditat, els governs s'han embarcat en una política fiscal expansiva en forma d'augment de la despesa pública i fins i tot baixades d'impostos que deixen inservibles les eines de la política monetària.

És lògic que els estats vulguin ajudar els seus ciutadans davant el xoc energètic més gran de la història i la inflació més alta dels últims 40 anys, però no haurien de llençar per la finestra la prudència i la lògica econòmica. Limitar el preu de certs productes pot resultar electoralment popular, però no ajudarà a reduir la demanda i en algun cas extrem podria arribar a causar desproveïments. En canvi, les ajudes i les subvencions focalitzades resulten més efectives protegint la qualitat de vida dels més vulnerables, mentre deixen que el mercat estableixi l'incentiu per frenar la demanda pels alts preus.

Aquestes polítiques a l'àmbit de l'energia amaguen un canvi més profund en la manera de governar dels darrers anys. Des de la crisi financera del 2008, els governs no estan disposats a deixar caure alguns sectors de l'economia que consideren estratègics: quan una gran empresa es fica en problemes, arriben ràpidament les ajudes fiscals de l'erari públic. Tots els contribuents acabem rescatant el banc

que va prestar a qui no devia, l'aerolínia que no va contemplar una pandèmia entre els seus riscos o l'energètica amb problemes de liquiditat. Es privatitzen els guanys, però se socialitzen les pèrdues.

A ningú li agrada veure fer fallida un negoci i que es destrueixin centenars de llocs de treball; que passi menys sovint és sens dubte un bon senyal. Tot i això, no ve exempt de contraindicacions: el capitalisme incentiva la innovació i millora la qualitat de vida a través del procés de destrucció creativa. Allò que deixa de funcionar desapareix i deixa pas a allò que funciona millor. En una economia constantment rescatada aquesta regeneració tan necessària simplement no hi pot existir.

L'Inside Job britànic

A jutjar per les actuacions dels principals governs, ningú sembla recordar que els estats estan més endeutats que mai i que les pujades de tipus fan que aquest deute cada cop sigui més car de mantenir. Alemanya mobilitzarà prop del 5% del seu PIB en ajudes a empreses i famílies per pal·liar els efectes del xoc energètic. França ha nacionalitzat EDF, la principal energètica del país, amb milions en pèrdues acumulades. Espanya ha limitat el preu del gas, que posteriorment ha de compensar les energètiques via pressupost públic. Però sens dubte el palmell se l'emporta el Regne Unit: el nou gabinet de la primera ministra Liz Truss va anunciar que mobilitzaria ajudes per valor del 6,5% del seu PIB, mentre va comunicar una baixada d'impostos massiva a les classes altes.

A l'argot financer, des de la crisi del 2008 es recorre a l'expressió "moment Lehman" per referir-se a un esdeveniment sistèmic que pot tombar el sistema financer en conjunt. Doncs bé, tot i que és un terme del qual moltes vegades s'abusa, el que va passar al Regne Unit dies després d'enterrar la monarca més longeva va ser exactament això.

Tot va començar el 23 de setembre, quan el recentment cessat ministre de finances britànic feia públic un pla pressupostari que incloïa un augment considerable de la despesa i una rebaixa d'impostos. Amb la inflació al Regne Unit instal·lada còmodament al 10% i amb previsions que pugui arribar fins al 20%, els mercats no van dubtar sobre com havien de reaccionar davant la notícia. La lliura esterlina va començar a desplomar-se i el preu dels bons estatals també es va esfondrar enmig d'una voràgine venedora.



Només sis dies després, el 28 de setembre, els telèfons del Banc d'Anglaterra treien fum. Tots els gestors de fons britànics buscaven qualsevol contacte al banc per demanar una intervenció immediata als mercats. Aquell matí els bons governamentals perdien valor per minuts i amenaçaven en endur-se la solvència dels fons de pensions més grans del país.

Finalment, el Banc d'Anglaterra va acabar intervenint aquell mateix dia a les 11 del matí, prometent comprar bons estatals de manera il·limitada fins que tornés l'estabilitat. Un moviment inusual per a un banc central, que normalment esperaria al cap de setmana per meditar la seva decisió o almenys l'anunciaria a la nit quan el mercat no estigués obert. Alguna cosa molt greu devia estar passant per fer-ho a ple dia.

Com pot ser que els fons de pensions, que se suposa que són vehicles financers d'escàs risc, estiguessin a les portes de la insolvència? La resposta la trobem una vegada més a la política monetària que han dut a terme els bancs centrals des del 2008, mantenint els tipus d'interès artificialment baixos o fins i tot en negatiu. Com hem explicat en altres informes, molts fons de pensions es van veure obligats a assumir molt més risc si es volia continuar obtenint les mateixes rendibilitats que abans.

Sigil·losament, s'ha anat erigint un monstre d'enginyeria financera dins dels fons de pensions. L'estratègia més senzilla consistia a fer servir instruments derivats per accentuar els moviments de la renda fixa. Utilitzant com a model els últims 40 anys, els fons de pensions creien que en cap cas les pèrdues derivades d'aquests instruments podien posar en perill la seva solvència: només haurien d'aguantar les caigudes amb calma.

Malauradament, els moviments de l'últim mes no s'havien contemplat en cap escenari, i aviat les contrapartides dels fons de pensions van començar a demanar garanties addicionals a mesura que les posicions de renda fixa es giraven en contra (*margin calls*). Això va provocar una estampida encara més gran de vendes de bons britànics per part dels fons de pensions, que venien tot el que tenien a mà per atendre les seves obligacions de liquiditat. Si el Banc d'Anglaterra no hi hagués intervingut, un gran nombre de fons de pensions britànics no haurien arribat al final de la setmana.

El caos britànic hauria de servir d'avís per a navegants. Ara com ara s'ha evitat el "moment Lehman", però quan l'estructura financera es veu sacsejada d'aquesta manera, en algun racó del mercat alguna cosa s'acaba trencant. Els governs han d'actuar amb extrema cautela en anunciar rebaixes d'impostos o augmentos de la despesa; els diners gratuïts també s'han acabat per a ells.

Informe de gestió

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

- 1. Posició en renda variable:** Les borses globals segueixen sense aixecar el cap i han tornat a caure aquest trimestre. De fet, el mes de setembre ha estat el pitjor des del març del 2020, amb caigudes a l'S&P 500 que han fregat el doble dígit. Aquest mes d'octubre hauria de ser clau a l'esdevenir de la resta d'any, ja que els analistes estaran molt atents a la temporada de publicació de resultats corporatius que ara comença. Seran les empreses capaces de traslladar l'augment de costos als consumidors, o per contra veuran com es redueixen els marges? Mentre s'aclareixen aquestes incògnites, mantenim la nostra baixa presència en renda variable, que aquest trimestre ha tornat a restar un **-1,0%** a la rendibilitat del fons.
- 2. Posició en volatilitat:** Sens dubte aquest és un any molt complicat per als fons especialitzats en volatilitat. L'índex de referència del sector (VIX) porta tot l'any incapaç de sortir del rang que va des dels 20 fins als 35 punts. Està sent molt difícil tant comprar-lo a nivells atractius per protegir-se, com vendre'l alt quan arriben les caigudes. Per part nostra, hem aconseguit establir una estratègia defensiva durant les pujades de mercat de juliol i agost que ens va beneficiar enormement durant les caigudes de setembre. Així, aquesta ha estat la nostra millor posició, sumant un **+6,0%** al període.
- 3. Posició en metalls preciosos:** Les pujades de tipus d'interès han continuat afectant la cotització de l'or, que recordem que no paga cap cupó. Aquest 2022 cau pràcticament un 10%, pel camí del seu pitjor any des del 2015. No obstant això, creiem que complementa molt bé la resta del posicionament del fons. No creiem que els bancs centrals canviïn el seu discurs i abandonin la seva lluita contra la inflació; però si ho fessin, l'or seria el gran beneficiat. Aquest actiu ni ha sumat ni ha restat al resultat aquest trimestre.
- 4. Posició en matèries primeres:** Els tambors de recessió no han deixat de retrunyir i això ha afectat la cotització de les principals matèries primeres. El petroli, per exemple, que estava cotitzant per sobre dels 120\$ al juny, va arribar a caure per sota dels 80\$. Serà interessant veure com tolera aquestes caigudes l'OPEP, que liderada per l'Àrab Saudita sembla disposada a fer inútils els esforços de Joe Biden de mantenir la benzina barata fins a almenys després de les eleccions al Congrés del novembre. Fa uns dies, el càrtel anunciava una retallada a la seva producció de 2 milions de barrils diaris per defensar els preus. Durant els darrers tres mesos, aquesta posició ha sumat un **+0,1%** a la rendibilitat.
- 5. Posició curta en renda fixa:** El nostre gran encert d'aquest any ha continuat funcionant aquest període. La Reserva Federal continua impertorbable en la lluita contra la inflació: els tipus oficials que van començar l'any al 0% ja són al 3,25% i s'espera que arribin al 4,5% abans de final d'any. Per la seva banda, el Banc Central Europeu va sorprendre el mercat amb una pujada de 75 punts bàsics a la reunió del 8 de setembre. Molts economistes i acadèmics apugen el to de les seves crítiques a aquestes polítiques que consideren excessivament restrictives, però amb la inflació incapaç de baixar del 8% a Occident, ens sembla poc probable que canviïn d'estratègia. Aquesta posició ha afegit un **+2,7%**.

"No es pot guanyar una guerra nuclear, per la qual cosa mai no s'ha de lliurar"

- Ronald Reagan

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%	3.0%	2.6%	2.1%				4.1%

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