

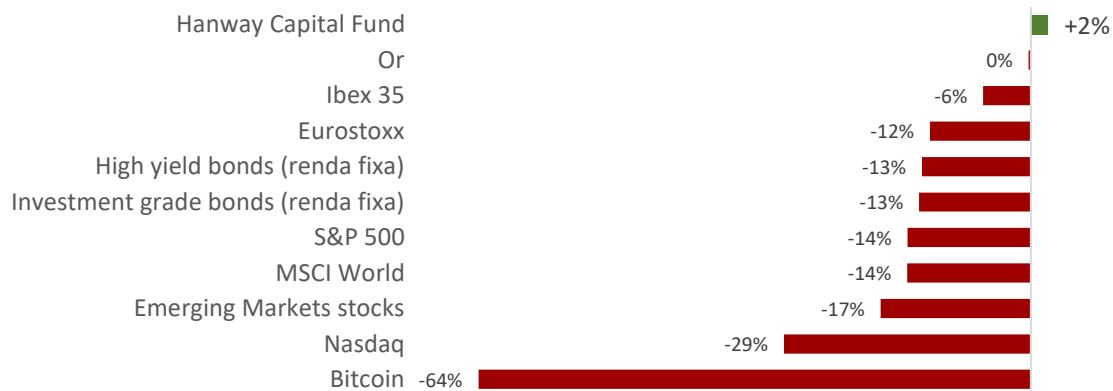
17 gener de 2023

Informe de gestió Q4 2022

Benvolguts inversors,

Hanway Capital Fund ha obtingut **un retorn del -2,0% aquest trimestre** obtenint un preu per acció de **148,6€** net de comissions, **assolint l'any 2022 una rendibilitat del +2,0%**. En un any generalment complicat aquest ha estat un trimestre particularment difícil de navegar: el nostre posicionament excessivament defensiu ens ha passat factura. Tot i no haver generat un gran retorn aquest any, estem satisfets d'haver salvaguardat el capital dels nostres inversors quan la majoria de les alternatives han patit fortes caigudes.

Retorn per tipus d'actiu (2022 en euros)



L'any en què les tulipes es van marcir



El 2022 passarà a formar part de la distingida llista d'anys en què la realitat tossuda s'imposa a l'excés d'optimisme i esclaten les bombolles especulatives. Si bé en l'àmbit científic el coneixement és acumulatiu, en l'àmbit financer sembla que els aprenentatges s'obliden amb el temps. Tot i que vàrem viure una enorme bombolla tecnològica fa poc més de 20 anys, arran de l'excés de liquiditat creat per fer front a la pandèmia hem vist com es repetia la història.

Però les bombolles financeres no són exclusives del segle XXI: sempre que el preu d'un actiu el decidim el consens col·lectiu de molts éssers humans amb comportament gregari es continuaran omplint pàgines sobre les mancances de la teoria del mercat eficient.

Al començament del segle XVII, les Set Províncies Unides dels Països Baixos s'havien independitzat recentment de l'Espanya dels Habsburg i començaven a caminar com una nova república que esdevindria ràpidament la primera potència mundial del moment. Començava el Segle d'Or Neerlandès on va florir el comerç, la ciència i la cultura. Bressol del capitalisme modern, es va fundar la Companyia Neerlandesa de les Índies Orientals i el Banc d'Amsterdam, considerat per alguns com el primer banc central.

El fort progrés ràpidament va enriquir la societat neerlandesa i va aparèixer una nova classe burgesa de comerciants. Amb les butxaques plenes i les necessitats cobertes, l'art i la cultura van passar a ser col·leccionables de moda. Així va ser com els neerlandesos van caure fascinats per la bellesa de les tulipes, una exòtica flor que provenia de l'Imperi Otomà.

Se li atribueix a Carolus Clusius, un destacat botànic que treballava als Jardins Imperials de Viena, la introducció de la tulipa als Països Baixos. Va portar una col·lecció de bulbs que van generar un gran resultat per la fertilitat del sòl sorrenc guanyat al mar. Ràpidament, l'interès per tenir aquesta flor exòtica com a símbol de riquesa es va estendre entre les classes acomodades.

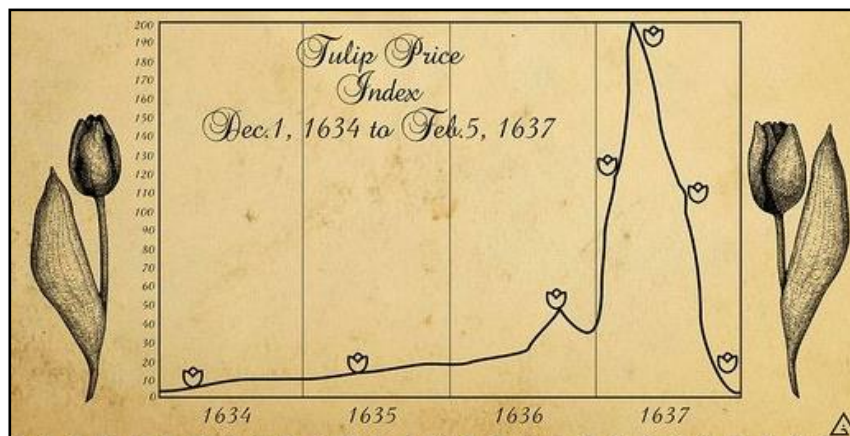


Tothom volia tenir tulipes a casa i com més exòtiques millor. Els efectes multicolors de línies intricades als pètals eren vívids i espectaculars, cosa que va fer que els bulbs que produïen aquestes plantes d'aspecte encara més estrany fossin molt buscats. Les variants més estranyes eren fins i tot batejades amb noms de personatges il·lustres.

Com a inventors del primer mercat d'intercanvi d'accions i pares de les finances modernes, els neerlandesos no van trigar a crear un mercat de bulbs de tulipa, amb un mercat de futurs en què el comprador s'assegurava rebre els bulbs a temps perquè florissin a l'abril. Aviat va començar l'especulació: els contractes de futurs de tulipes anaven canviant múltiples vegades de mans sense ni tan sols intercanviar els bulbs.

A la dècada de 1620 el preu de les tulipes va començar a ascendir a gran velocitat. Tothom volia participar de l'especulació, ja que no hi ha res més insuportable que escoltar coneguts presumint dels seus guanys financers si un no comparteix aquesta sort. El 1634 va començar la fase final de la mania: luxoses mansions intercanviades per un únic bulb o flors venudes a canvi del salari de sis anys.

"Com que no has invertit en tulipes? No saps que tothom està guanyant molts diners?" – aquest tipus de converses es van tornar habituals a l'Amsterdam del 1636. Qui voldria quedar-se fora? Els neerlandesos també van començar a demanar préstecs per continuar comprant bulbs, especulant més enllà de les seves possibilitats. El preu continuava escalant. Probablement, alguns van començar a preguntar-se quina utilitat a la vida real tindrien les tulipes, però fins i tot les ments més racionals van sucumbir a la por de quedar-se fora.

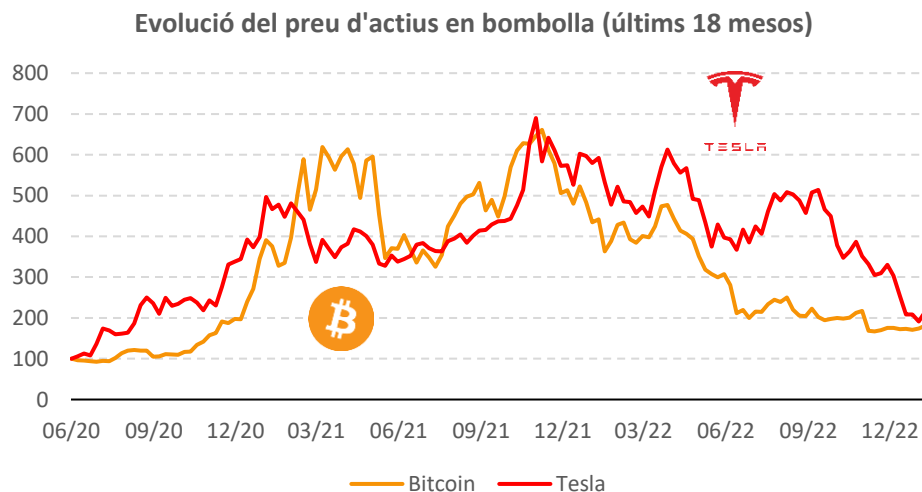


Si l'eufòria es va estendre ràpidament, la confiança es va esvaïr encara més ràpid. El 3 de febrer de 1637 es va posar a la venda un lot de mig quilo de tulipes sense trobar comprador. El preu de les tulipes va començar a caure a la mateixa velocitat que es marceixen els seus pètals. Molts inversors van entrar en fallida pels deutes contrets, cosa que va precipitar encara més el descens dels preus. El que s'havia arribat a intercanviar pel preu d'una mansió al Gran Canal d'Amsterdam, avui es pot trobar a una floristeria per poc més de 20€.

Avui dia aquesta bombolla la coneixem com la tulipomania; la primera gran bombolla financera documentada, però no l'última. Com diu la dita, l'ésser humà és l'únic animal capaç d'ensopegar diverses vegades amb la mateixa pedra; 400 anys més tard podríem llegir la mateixa història intercanviant la paraula "tulipa", per "criptomonedes", o qualsevol altre actiu que hagi brillat irracionalment en aquesta època d'excés de liquiditat.

La tulipomania serveix d'exemple per exposar el cicle general d'una bombolla. Des dels biaixos irracionals i la por de quedar-se fora, els comportaments gregaris que eleven el preu d'un actiu fins a nivells insostenibles, fins a l'eventual col·lapse d'aquests preus inflats. Tard o d'hora la realitat s'acaba imposant.

Com hem explicat anteriorment, Hanway Capital va renunciar a beneficiar-se del col·lapse d'aquesta bombolla especulativa tot i [avisar-ne fa un any](#). Vam advertir que el retorn de la inflació obligaria els bancs centrals a pujar els tipus d'interès de manera agressiva, i aquest drenatge de liquiditat passaria pel damunt de la valoració dels actius més especulatius. Tanmateix, mai no és bona idea intentar lluitar contra una bombolla: la ingenuïtat de creure's capaç de saber quan rebotarà sempre és una imprudència. La irracionalitat humana és infinita i apostar contra qualsevol actiu en fase d'eufòria és tant o més perillós que comprar-lo.



Europa esquiva (per ara) el General Hivern

La borsa europea ha viscut uns dels trimestres més dolços en molts anys quan la comparem amb els altres índexs. Mentre la borsa americana ha caigut més d'un 2% en euros, l'europea s'ha apreciat un 14%. Aquest diferencial entre totes dues no es veia des de l'esclat de la bombolla puntcom fa vint anys.

Com no ens cansem de recordar, el mercat és un mecanisme de descompte. El preu dels actius no reflecteix l'estat actual ni el futur, sinó l'evolució de les expectatives dels inversors. Si pensem en les expectatives del continent fa només tres mesos, ens trobàvem davant de la possibilitat d'una recessió imminent, una crisi energètica sense precedents, una inflació desbocada i una guerra en plena escalada de tensió.

Doncs bé, sense que serveixi de precedent, el canvi climàtic ha jugat aquest cop a favor de la Unió Europea. La inexistent tardor seguida d'un hivern suau han fet fracassar el General Hivern (terme emprat a la retòrica bel·licista russa per referir-se a l'hivern com el seu aliat de guerra). Aquest hivern no hi haurà apagades ni racionament energètic al Vell Continent. El pla exitós dut a terme per la Comissió va aconseguir omplir els dipòsits de gas al 95% abans de l'arribada del fred, i el clima suau ha fet que el preu del gas a Europa s'hagi desplomat un 60% des del setembre.

Així és com l'aleatorietat de la mare naturalesa ha impactat les borses. Si no fa fred i tenim reserves de gas el preu de l'energia cau en picat, la indústria pot produir sense talls energètics, i a un preu més barat, cosa que fa que la inflació es moderi. On fa tres mesos es donava per fet una recessió profunda a Europa, ara la majoria dels analistes creuen que és evitable. Això ha provocat una rotació de capital cap a Europa i l'euro.

Aquesta batalla contra Rússia i el fred ha estat guanyada per la Unió per la ràpida reacció i planificació, però no ha de cometre l'error de pensar que ja ha guanyat la guerra. Els dipòsits de gas començaran a buidar-se a mesura que arribi el fred i per a l'hivern següent els haurem d'emplenar per primera vegada sense comptar amb el gas rus. Hem de continuar accelerant cap a la sobirania energètica i desplegant una bona agenda diplomàtica amb aquells països que ens puguin subministrar gas natural líquat per al proper hivern.

La reobertura de la Xina

Les protestes de la població xinesa contres les polítiques de COVID zero de Xi Jinping el novembre passat han resultat efectives contra tot pronòstic. El govern de la Xina ha sucumbit a la pressió i, en un gir de 180 graus, ha decidit reobrir el país després de tres anys d'aïllament. Ara com ara suposa l'esdeveniment macroeconòmic més important del 2023.

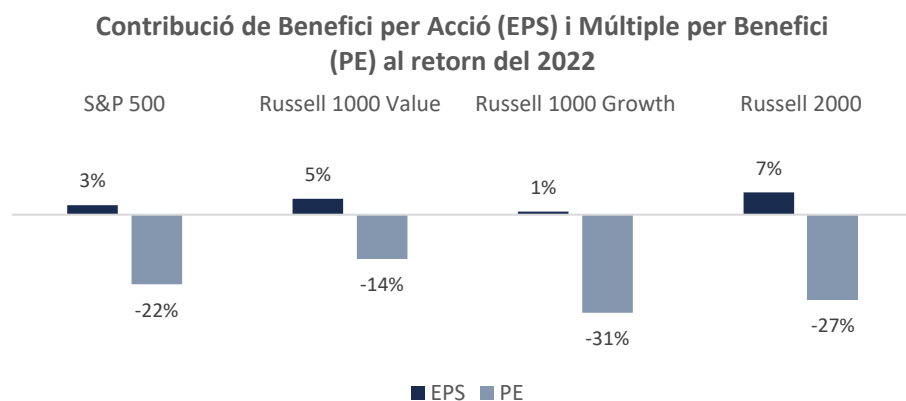
En un moment en què es preveu que les economies occidentals s'alenteixin o fins i tot entrin en recessió, el gegant asiàtic contribuirà a mantenir el creixement mundial en positiu. La realitat macroeconòmica xinesa és molt diferent de l'occidental, i amb la baixa inflació de l'1,3% es poden permetre estimular l'economia amb ajudes i crèdits com ja ha anunciat el govern.

El que sens dubte és una bona notícia per al creixement econòmic global i la millora de les cadenes de subministrament, també suposa un repte. La Xina és el consumidor més gran de matèries primeres del món: suposa una cinquena part de tot el consum global de petroli i la meitat de tot el de coure i acer. Si la seva reactivació econòmica és forta, caldria esperar un repunt del preu de les primeres matèries energètiques i industrials. En un moment en què sembla que la inflació comença a remetre lentament a Occident, podríem viure un repunt que entorpís la feina feta pels Bancs Centrals.

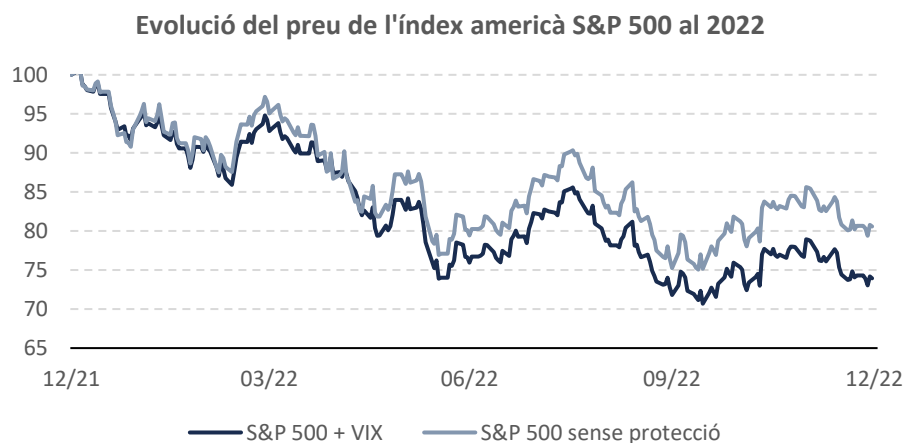
Informe de gestió

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

- 1. Posició en renda variable:** Per quart any consecutiu i com en 13 dels darrers 14 anys, les borses mundials han tornat a tancar l'any amb un bon últim trimestre. Això ha ajudat a maquillar les rendibilitats negatives particularment als índexs europeus, que han vist com les seves pèrdues durant l'any es reduïen a la meitat. Els índexs americans, per la seva banda, gairebé no han vist pujades si descomptem l'efecte de la caiguda del dòlar. Resulta interessant observar que tota la baixada de la renda variable el 2022 és deguda a una reducció de múltiples, ja que els beneficis per acció han augmentat. Si finalment arriba un alentiment de l'economia, per tant, les accions encara tenen marge per a més descensos. La nostra presència a l'actiu ens ha restat un **-1.3%** a la rendibilitat.

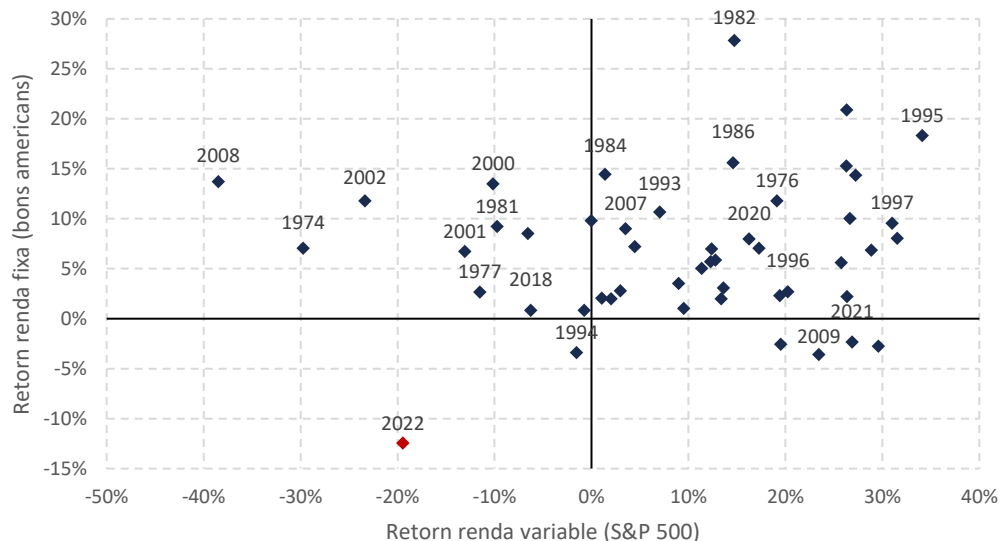


- 2. Posició en volatilitat:** El rebot de la renda variable ha portat la volatilitat a tancar 2022 al nivell més baix en 12 mesos. Resulta curiós que l'índex VIX hagi tancat l'any on el va començar amb les importants caigudes que hem presenciat a les borses. Si durant la crisi de la COVID aquest actiu va ser la protecció perfecta, davant de la guerra i la inflació el seu acompliment ha resultat nefast. Increïblement, si un fons ha fet servir la volatilitat com a protecció aquest any ho ha fet pitjor que un que no es va protegir; ha estat com si en un xoc frontal l'airbag de seguretat del cotxe accentués el cop en comptes d'esmoreir-lo. Aquesta posició ens ha fet minvar el resultat del trimestre un **-2.3%**.



3. **Posició en metalls preciosos:** La caiguda del dòlar aquest trimestre ha ajudat enormement l'or, que ha aconseguit esborrar tota la caiguda acumulada durant l'any. Les darreres dades d'inflació per sota de les expectatives del mercat han fet que els inversors assumeixin que la fi de les pujades de tipus d'interès siguin a prop. Ens sembla que el mercat està subestimant l'afany dels bancs centrals, que no frenaran fins a estar convençuts que les pujades de preus s'han frenat del tot. Tot i això, els metalls preciosos ens ajudarien si ens equivoquem o si la inflació remet més ràpid del que esperem. Aquest actiu ha sumat un **+0,8%** al resultat.
4. **Posició en matèries primeres:** Tot esperant quin impacte tindrà la reobertura de la Xina, les matèries primeres han tingut un trimestre intranscendent. Recentment, hem augmentat lleugerament la nostra exposició en aquest actiu, en línia amb la nostra convicció que l'economia real es comportarà millor del que s'espera el 2023. Durant aquests mesos aquesta posició ens ha pesat en la rendibilitat un **-0,5%**.
5. **Posició curta en renda fixa:** Si hi va haver una advertència que vam llançar el 2021, era que davant d'una crisi d'inflació, la renda fixa cauria en paral·lel a la renda variable. Mirant enrere els darrers 50 anys, aquest ha estat el primer en què tant l'S&P 500 com l'índex de bons governamentals han caigut més d'un 10%. Tot i això, creiem que la renda fixa té marge per continuar caient, ja que creiem que la Reserva Federal americana apujarà els tipus com a mínims fins al 5% i no els baixarà com aviat fins al 2024. La nostra convicció en aquesta posició, per tant, continua intacta, i aquest trimestre ha afegit un **+1,3%** al resultat global.

Retorn anual Renda Variable vs Renda Fixa (1973 - 2022)



"Puc calcular els moviments dels cossos celestes, però no la bogeria de la gent"

- Sir Isaac Newton

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%	1.9%	-2.2%	-1.7%	2.0%

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