

17 d'abril de 2024

## Informe de gestió Q1 2024

Benvolguts inversors,

Hanway Capital Fund ha obtingut un **retorn del -3,8% aquest trimestre**, retrocedint fins a un preu per acció de **135,2€** net de comissions. Hanway va començar l'any amb la convicció que a mesura que els inversors desfessin les expectatives de baixades de tipus (esperaven fins a set baixades per al 2024), els mercats corregirien part de l'excés del 2023. La primera premissa s'ha complert, ara ja només s'esperen dues baixades de tipus aquest any, però tot i això les borses han seguit marcant màxims històrics. Lluny de romandre tossudament amb el mateix posicionament, hem decidit escoltar el missatge que el mercat ens envia des de fa setmanes: les elits de Washington no volen el retorn de Donald Trump a la Casa Blanca. L'única manera d'evitar-ho és sobreescalfar l'economia i els actius financers fins al novembre. Per això, la Reserva Federal sacsejarà la pastanaga (sense necessitat de lliurar-la) sempre que sigui necessari. Hem abandonat el posicionament a la baixa que tant ens ha perjudicat aquests mesos i hem obert noves temàtiques que donaran creixement al fons.



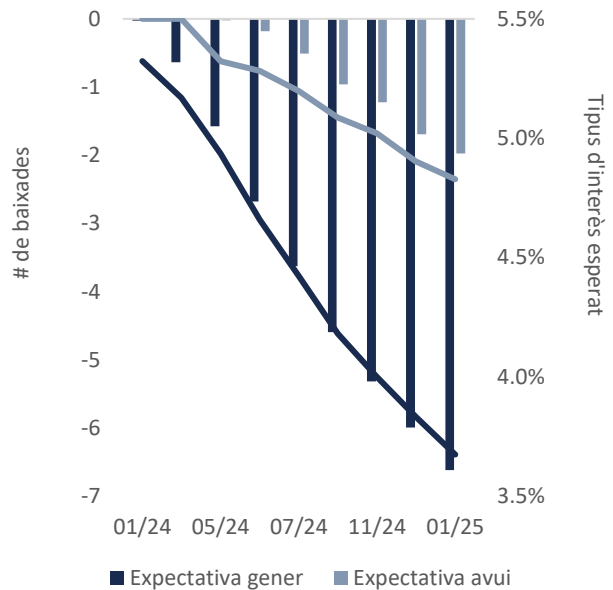
### Les baixades de tipus trigaran a arribar, si és que arriben, però el que importa és el relat

A la reunió de desembre de la Reserva Federal, Jerome Powell va descartar més pujades de tipus i va posar el focus a les baixades. El mercat va arribar a descomptar fins a 7 retallades en els tipus d'interès per al 2024 al gener. A parer nostre, aquest optimisme explicava les fortes pujades amb què els mercats van tancar el 2023, però no s'ajustava a la realitat. Érem de l'opinió que l'economia i la inflació continuarien sorprenent a l'alça a causa dels encara alts nivells d'estalvi de les famílies i les empreses.

Fa 6 mesos que la inflació ha deixat de baixar i s'ha estancat al 3,5% lluny de l'objectiu del 2%



Al gener s'esperaven 7 baixades de tipus per al 2024, ara ja només dues



Aquesta part del nostre diagnòstic va resultar encertat: des que la inflació als Estats Units va tocar mínims el juny del 2023, ha estat incapaç de trencar la barrera del 3% i encara es manté lluny de l'objectiu del 2% marcat pel banc central. La publicació d'aquestes dades ha obligat els inversors a ajustar a la baixa les seves projeccions, i ara mateix amb prou feines s'esperen dues baixades de tipus d'interès el 2024. Tot i això, la reacció de les borses ha estat diametralment oposada a la que esperàvem. Ens pensàvem que si l'expectativa de baixades d'interessos era el que havia provocat la recuperació de l'any passat, la moderació d'aquestes previsions desfaria part de l'eufòria de la renda variable. Al cap i a la fi, és difícil d'explicar que les valoracions de les empreses tornin a estar als mateixos nivells que quan els tipus d'interès estaven al 0% i ara estan al 4-5%.

Per entendre el perquè d'aquesta projecció, convé mirar enrere un parell d'anys. A meitat de l'any 2021, la inflació va començar a repuntar per sobre del 2%, però els bancs centrals ho van atribuir als trencaments de les cadenes de subministraments provocats per la pandèmia. Per això, al principi van assegurar que no alterarien la seva política monetària ultra laxa: el desembre del 2021 la presidenta del Banc Central Europeu assegurava que era *"molt poc probable"* que poguessin els tipus d'interès durant l'any 2022.

Aquest discurs va canviar radicalment al començament de l'any següent. Davant d'unes dades d'inflació que es van acostar perillosament al 10%, els bancs centrals van iniciar la pujada de tipus més agressiva en 40 anys. A més, van deixar clar que per sobre de tot volien evitar els errors de l'últim episodi d'inflació als 80, quan van declarar la victòria prematurament i com a conseqüència van patir una segona onada de pujades de preus. Ens van recordar que el control de la inflació és la part més important del seu mandat, i que estaven fins i tot disposats a generar una recessió amb la pujada de l'atur que això implicaria per no perdre el control sobre els preus.

L'any 2023 va portar molt bones notícies en aquest sentit. La inflació es va moderar durant la primera meitat de l'any des del 9,1% als Estats Units fins al 3,0%. Ràpidament, el mercat va començar a descomptar que les pujades de tipus s'havien acabat i les baixades no trigarien a arribar. A nosaltres ens va semblar que era massa prematur, però Powell els va donar la raó a la roda de premsa de la Fed

del desembre: va assegurar que les baixades “*haviem estat un tòpic de discussió del comitè*”, i es va desfermar l'eufòria a les borses.

Els problemes van començar amb el canvi d'any: la inflació es resisteix tossudament a baixar. La dada del gener, que mostrava la inflació subjacent repuntant un 0,4% mes a mes, va ser assenyalada pels bancs centrals com una anomalia estadística a causa dels efectes estacionals. Però les dades del febrer i el març han continuat sorprenent a l'alça, i estan més a prop de tornar a accelerar-se cap a una inflació del 4% que d'acostar-se a l'objectiu del 2%.

Per això, la darrera reunió de la Reserva Federal celebrada el 20 de març semblava l'ocasió perfecta perquè Jerome Powell mostrés la seva preocupació per aquestes dades i descartés baixades de tipus aquest any. Tot i això, el president de la Fed va fer un exercici d'il·lusionisme: va insistir que la inflació estava tendint a la baixa, va assegurar que les dades de gener i febrer eren mers sots en el camí i va repetir que el pròxim moviment del banc central seria una retallada de tipus. Durant la roda de premsa, en què va esquivar les preguntes dels periodistes amb evasives, les borses es van disparar fins a màxims històrics.

### **El precedent del 1992: *it's the economy stupid!***

Què ha canviat en els darrers mesos? Per què el 2022 la prioritat era contenir les pujades de preus sigui com sigui, i en canvi el 2024 el banc central tolerarà inflacions elevades per tal de no perjudicar el creixement econòmic i l'atur? La resposta tristament la trobem a les eleccions presidencials del novembre, en què els americans es veuran abocats a triar entre dos candidats que superen els 78 anys: Donald Trump i Joe Biden.

Sens dubte, a la memòria dels membres de la Reserva Federal hi ha les eleccions del 1992. L'incumbent era George H.W. Bush, pare del president que va viure l'atemptat de l'11-S. La seva presidència ha estat reivindicada recentment per molts historiadors com a reeixida, participant activament en la reunificació d'Alemanya i aconseguint una aclaparadora victòria a la guerra del Golf. Tot i això, va perdre les eleccions al seu segon mandat davant d'un Bill Clinton que era un complet desconegut i en què ningú confiava. Què va sortir malament?



Durant la presidència de Ronald Reagan, immediatament anterior a la de Bush, els Estats Units van experimentar un boom econòmic sense precedents. Quan Bush va arribar al poder el 1988, l'economia seguia en expansió, però van començar a aparèixer els primers problemes: el deute públic s'havia triplicat en 10 anys i la inflació, després de molts anys de treva, tornava a repuntar. Alan Greenspan, que havia estat nomenat president de la Fed el 1987, va pujar els tipus ràpidament des del 6,5% fins al 10%. L'economia es va desaccelerar durant la resta del mandat de Bush, i va arribar a entrar en recessió el 1991, just abans de les eleccions.

Malgrat els nombrosos èxits de Bush en política exterior, Clinton es va adonar que el que realment importava als americans era l'economia. Usant el conegut eslògan “és l'economia, estúpid”, Clinton va fer èmfasi en els alts nivells de desocupació que van tocar sostre al 8% just abans de les eleccions. El resultat és conegut per tothom: Clinton va arrasar a les eleccions.

Fins a la seva mort el 2018, George H.W. Bush va seguir convençut que la poca diligència de Greenspan a l'hora de baixar tipus d'interès a mesura que l'economia empitjorava li va costar la reelecció. De fet,

durant tot l'any 1992 l'administració Bush va pressionar Greenspan perquè accelerés les baixades de tipus, però aquest es va mostrar impassible: va dir que, si els polítics de veritat volien tornar la confiança dels ciutadans en l'economia, havien de reduir el dèficit fiscal.

Aquest episodi no podria ressonar més amb la situació actual: igual que Bush, Biden incorre en dèficits fiscals impensables en una economia en expansió. Però a diferència del 1992, compta amb la col·laboració de la Reserva Federal, que està disposada a reescalfar l'economia per ajudar-lo en la reelecció. De fet, els sondejos que donaven com a favorit Trump a finals de l'any passat s'han tornat a igualar des que la Reserva Federal anunciés els seus plans de reduir tipus i es deslligués l'eufòria a les borses.

### **Que la música no deixi de sonar**

Les conseqüències d'aquesta política expansiva fiscal i monetària ja s'estan començant a notar i creiem que aquesta tendència continuarà fins al novembre. Ens dirigim cap a uns mesos de creixement nominal enorme, i això elevarà el preu de tots els actius. El preu de les accions i els immobles, és clar, però també el preu de l'or, del bitcoin, i de les matèries primeres. L'únic actiu que patirà, creiem, serà la renda fixa ja que els tipus d'interès a llarg termini reprendrà l'escalada.

Hanway Capital no va saber detectar aquesta tendència amb el canvi de l'any, ja que crèiem que si la inflació repuntava, els bancs centrals actuarien responsablement sent més restrictius, i això faria corregir els mercats. Per això el nostre posicionament per el primer trimestre de l'any va ser negatiu per a la renda variable, i això explica la major part del nostre resultat negatiu durant aquest període.

Tanmateix, a mitjans de març vam reconèixer que aquest posicionament no era l'adequat en un any electoral en què interessa que els actius arribin a les eleccions amb força. Per això, tanquem les posicions curtes que teníem en renda variable com a protecció davant de caigudes. Continuem mantenint un posicionament prudent atès que els mercats poques vegades es mouen en línia recta i és molt possible que el camí fins al novembre sigui volàtil, però no li veiem el sentit a seguir tossudament amb una tesi que simplement no està funcionant.

La decisió de tornar a apostar a favor de pujades d'actius ha estat molt meditada i calculada, i creiem que val la pena fer-ho en temàtiques i actius molt concrets on preveiem un creixement clar en els propers mesos. Aquests són els sectors pels quals hem apostat amb convicció:

- **Defensa europea:** la retòrica de rearmament europeu encara s'ha de veure reflectida en els beneficis de les empreses europees de defensa. La situació geopolítica que amenaça les nostres fronteres han estat un revulsiu pels nostres líders que desperten d'un llarg idil·li ofert per tantes dècades d'estabilitat. L'estoc d'armament i els escuts de defensa estan obsolets, i ocupi qui ocupi la Casa Blanca a partir de l'any vinent, Europa no es pot permetre continuar externalitzant la protecció a Amèrica. Estem davant d'un boom del sector europeu de defensa que trigarà anys a renovar i modernitzar tot el seu estoc, hi hagi pau o no.
- **Empreses de salut cardiovascular:** La revolució de l'hormona GLP-1 i derivats que estan explotant empreses com Novo Nordisk i Eli Lilly suposen un abans i un després en el tractament de l'obesitat a escala global. Medicaments com *Ozempic* o *Wegovy* estan demostrant no només ajudar persones amb obesitat a perdre pes, sinó que també s'està observant una reducció dràstica de tota mena de patologies cardiovasculars. El mercat potencial és gegantí (el 38% de la població mundial pateix obesitat o sobrepès), i l'incentiu

de les administracions públiques per incloure aquests tractaments a les carteres és imperatiu per tot l'estalvi que generarà evitar futures patologies derivades del sobrepès. El sector té un potencial de creixement enorme, i no està tan car com el sector tecnològic.

- **Energia nuclear:** La Unió Europea va optar el febrer passat per catalogar l'energia nuclear com a "estratègica" per a la descarbonització i la transició energètica. Això hauria de tenir un impacte en l'actitud dels governs europeus a replantejar-se el tancament de les nuclears. Hem decidit apostar per l'urani com a matèria primera ja que el subministrament i la producció està molt compartimentat en països amb situacions geopolítiques volàtils i l'escassetat de la matèria n'augura la revaloració a mitjà termini. L'abandó de les energies fòssils per transitar a una economia verda és impracticable a curt termini sense l'energia nuclear. Garantir el subministrament elèctric de forma estable no es pot realitzar únicament amb energia solar i eòlica que tot i ser imprescindibles no poden ser les úniques del mix energètic. N'és una prova, malgrat la mala reputació que històricament havien acompanyat les centrals nuclears, que actualment hi ha 60 reactors en construcció i 110 planificats. Tot plegat impulsarà la demanda d'urani.
- **Or:** Els que porteu temps amb nosaltres, sabeu la predilecció que tenim per aquest valor refugi. Vàrem abandonar la temàtica fa més d'un any per frustració en el seu rendiment, però les últimes setmanes, l'or ha canviat radicalment de dinàmica. Tot i l'episodi d'inflació més extrem dels últims 40 anys, l'or va tocar màxims el juliol del 2020, i ha trigat gairebé quatre anys a recuperar aquesta marca. L'explicació l'atribuïm a la pujada de tipus d'interès, que disminueix l'atractiu de tenir actius com l'or que no generen cap renda. Tot i això, aquestes últimes setmanes el relat ha canviat completament. Si a la inflació repuntant als Estats Units, i la Reserva Federal flirtejant amb una baixada de tipus, li sumem els espectaculars dèficits del tresor americà dels últims mesos, els inversors han tornat ràpidament al relat que l'or és l'únic actiu que pot protegir-los de la devaluació de les divises. Aquesta dinàmica es podria exacerbar si la despesa pública als Estats Units continua desbocada en un període de bonança econòmica. Alhora, si la Fed acaba baixant tipus podríem veure l'unça d'or continuar el camí alcista.

L'any no ha començat com esperàvem pel que fa a moviments de mercat i al resultat del fons. Però precisament un dels nostres valors diferencials és la flexibilitat, i aquesta ens permet adaptar-nos ràpidament a escenaris canviants. Sempre intentem explicar amb transparència com veiem els mercats, i en aquest cas no tenim cap objecció a reconèixer els nostres errors i detallar-vos els passos que estem fent per posar-hi remei. Confiam que aquest segon trimestre serem capaços de tornar al camí de les pujades.

## Informe de gestió

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

- 1. Posició en dividends:** Després de gairebé 4 anys invertits en els futurs de dividends europeus, hem venut la darrera posició que manteníem. Vam entrar a l'actiu l'abril del 2020, quan el mercat va començar a témer que els governs limitarien quants beneficis podien repartir-se les empreses en un context de pandèmia global. Aquesta aposta per a la recuperació econòmica sens dubte ha funcionat, i aquest darrer trimestre ens ha aportat un **+0.9%**.
- 2. Posició en volatilitat:** La renda variable ha tingut un dels trimestres més tranquils que es recorden, i això mai no és bo per a les inversions en volatilitat. Tot just hi ha hagut 3 dies de caigudes superiors a l'1% a la renda variable, i els índexs americans no s'han allunyat més del 2% dels seus màxims històrics en cap moment. En aquest context, no és estrany que la contribució de la volatilitat al fons aquests mesos hagi estat del **-2.7%**.
- 3. Posició curta en renda variable:** La nostra gran aposta per començar l'any, una posició curta en renda variable esperant correccions, no podria haver estat menys encertada. Les accions han seguit el seu camí imparable i si a l'últim trimestre de l'any passat van pujar un 12%, aquest ho han fet un 8%. Les empreses han continuat presentant bons resultats i l'eterna promesa de baixades de tipus ha continuat aguantant les valoracions. Com hem comentat durant aquesta carta, al tancament del trimestre havíem tancat aquesta posició curta, que aquest trimestre ha minvat el resultat del fons en un **-2,3%**.
- 4. Posició en divises:** Ni la primera pujada de tipus d'interès del Banc del Japó des del 2007 ha frenat la caiguda del ien, que ja es troba en el mínim històric des del 1999 en els ¥155/\$. El banc central sembla decidit a intervenir per frenar la caiguda de la seva divisa, però la fortalesa del dòlar en limita els moviments. L'actiu ens segueix agradant com a protecció davant d'esdeveniments imprevistos, però aquest trimestre les nostres posicions en divises ens han restat un **-1,3%** al resultat global.
- 5. Posició en or:** Com hem detallat a la secció anterior, hem tornat a afegir al fons una posició rellevant en or, atès que s'estan alineant els astres perquè l'actiu torni a funcionar: repunt d'inflació, baixades de tipus i despesa pública desbocada. Aquest primer trimestre, ha aportat un **+0.2%** a la rendibilitat.
- 6. Posició curta en renda fixa:** També hem recuperat d'anys anteriors una aposta per les pujades dels tipus d'interès a llarg termini. Els bancs centrals són capaços de controlar la part propera de la corba del deute, però el deute a llarg termini és en mans del mercat. L'única manera que tenen els inversors de protestar davant d'un desgavell fiscal és augmentar el cost del deute dels països, i creiem que això és el que faran. En aquest període, aquesta posició ha aportat un **+1,4%** al fons.

*“Quan els fets canvien, jo canvio d'opinió. I vostè, què fa?”*

- John Maynard Keynes

Salutacions,  
Hanway Capital

## Apèndix: Rendibilitat històrica de Hanway Capital Fund

|             | Gen   | Feb   | Mar   | Abr   | Maig  | Jun   | Jul   | Ago  | Set   | Oct   | Nov   | Des   | Any           |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|-------|-------|-------|-------|---------------|
| <b>2019</b> | -     | -     | -     | -     | -     | -     | -     | -    | -     | -     | -0.4% | 1.2%  | <b>+0.8%</b>  |
| <b>2020</b> | -2.9% | -3.0% | 18.3% | 4.6%  | -0.4% | 3.2%  | -2.3% | 0.5% | -2.7% | -1.9% | 9.1%  | 3.8%  | <b>+27.0%</b> |
| <b>2021</b> | -1.9% | 2.8%  | 3.0%  | 1.2%  | 0.6%  | 0.9%  | -0.8% | 1.5% | -1.1% | 2.4%  | 1.3%  | 3.1%  | <b>+13.7%</b> |
| <b>2022</b> | -1.7% | 0.0%  | 2.1%  | 1.8%  | 0.8%  | -6.1% | 3.0%  | 2.6% | 2.1%  | 1.9%  | -2.2% | -1.7% | <b>+2.0%</b>  |
| <b>2023</b> | 1.1%  | 0.5%  | -3.1% | -1.0% | -1.2% | -3.7% | -0.1% | 1.2% | 1.6%  | 0.2%  | -1.0% | 0.2%  | <b>-5.4%</b>  |
| <b>2024</b> | -2.5% | 0.2%  | -1.5% |       |       |       |       |      |       |       |       |       | <b>-3.8%</b>  |

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