

8 octubre de 2020

Informe de gestió Q3 2020

Benvolguts inversors,

Hanway Capital Fund ha obtingut un retorn del **-4,5%** aquest trimestre assolint un preu per acció de **115,4€** net de comissions, això situa la rendibilitat acumulada enguany en el **14,5%**. Davant les millors perspectives de l'economia global, en les últimes setmanes el fons ha virat per posicionar-se decididament alcista de cara a finals d'any. Creiem que la reobertura de l'activitat econòmica juntament amb les polítiques fiscals i monetàries expansives seran un catalitzador per als mercats, que es podrien veure encara més afavorits un cop es dissipin les incògnites polítiques de les eleccions americanes i el Brexit. Per a això, el fons ha comprat renda variable sobretot en sectors cíclics que creiem es beneficiaran d'una eventual reobertura, sense abandonar la nostra aposta per les matèries primeres com a protecció davant un repunt de la inflació.

Dues realitats paral·leles

En el naixement del riu Amazones es produeix la confluència del riu Negre, d'aigües fosques, amb el riu Solimões, d'aigües més clares amb tonalitat argilosa. Durant sis quilòmetres les aigües dels dos rius conviuen sense barrejar-se a causa de les seves diferències en temperatura, velocitat i densitat. Aquest fenomen es coneix com el "*Encontro das Aguas*".



Al mercat financer després de la pandèmia, passa una cosa semblant. Assistim a com diferents actius estan posant en preu escenaris totalment oposats:

D'una banda, en el sector tecnològic americà, sembla que el món va millor que mai. Les empreses més grans i punteres del món van patir durant el mes de març lleugeres caigudes, però les van recuperar ràpidament. A partir d'aquí, han anat sumant màxims històrics fins a arribar a múltiples que no es veien des de la bombolla puntcom. Apple, per exemple, després de pujar al voltant d'un 60% aquest any, cotitza a un múltiple sobre vendes de 8x, similar al que tenia l'any 2007 després del llançament del seu primer iPhone. Ens costa creure que sent la companyia més valuosa del món amb una capitalització borsària que supera els dos bilions de dòlars, les seves actuals oportunitats de

creixement i innovació siguin semblants a les que tenia l'any 2007. Això no és una crítica a Apple que és una bona companyia, però no per això una bona inversió. Actualment, moltes companyies tecnològiques estan cotitzant amb unes expectatives de creixement exagerades, que encara i complint-se, no deixarien molt més marge per pujades. Per això pensem que actualment el sector tecnològic ofereix més riscos que oportunitats.

D'altra banda, la resta de la renda variable continua descomptant un escenari molt desfavorable. Els preus dels sectors especialment lligats al cicle econòmic (industrial, turístic, aeronàutic, financer) ens estan assenyalant un món que trigarà molts anys a recuperar-se d'aquest cop. Moltes d'aquestes accions amb prou feines s'han allunyat dels mínims de març i per tant reflecteixen l'enorme incertesa que ens envolta.

A causa de l'enorme pes que els gegants tecnològics han aconseguit en els índexs de referència, les seves impressionants pujades enguany han aconseguit maquillar l'evolució d'aquells índexs en què el sector tecnològic té un pes rellevant (S&P 500), deixant nus a aquells índexs on la tecnologia és pràcticament inexistent (Ibex 35). La taula de sota analitza la relació entre el pes que el sector *Information Technology* té en cada índex amb la seva evolució en els nou primers mesos de l'any:

Índex	País o Regió	Pes tecnologia a l'índex	Retorn 2020 (USD)
S&P 500	EUA	28,2%	+5,6%
Nikkei	Japó	16,3%	+2,8%
DAX	Alemanya	13,6%	+0,7%
Eurostoxx	Europa	15,6%	-8,7%
Ibex 35	Espanya	6,3%	-25,2%
IBOV	Brasil	1,0%	-41,7%

Com s'hauria comportat la renda variable global si no existís el sector tecnològic? Podem veure en el següent gràfic que, si bé el MSCI World cau només un 4% des que va començar l'any, sense el sector tecnològic (que representa un 22%) cauria un 9%.



La por a quedar-se fora

El famós inversor Stanley Druckenmiller, que va treballar per a George Soros des de 1988 fins al 2000, explica així la seva experiència durant la bombolla puntcom:

"Mai ho oblidaré. Al gener de l'any 2000 vaig anar a l'oficina de Soros i li vaig dir: "vull vendre totes les accions tecnològiques. Totes. Això no té cap mena de sentit. Esperarem a la següent oportunitat". I així vam fer, però aleshores vaig veure com altres fons que seguien dins el sector pujaven un 3% cada dia. I jo ho estava veient des de fora, i em corroïa per dins. Va arribar un moment en què ells pujaven un 50% en l'any, i jo només un 7%".

"Vam arribar al març i tot i que vaig sentir que ens acostàvem a l'esclat de la bombolla, no vaig poder evitar-ho. Vaig agafar el telèfon tres vegades durant la mateixa setmana, però em vaig repetir no ho facis. No ho facis. Al final ho vaig acabar fent: vaig comprar \$6.000 milions en empreses tecnològiques, just en el punt més alt. Sis setmanes després havia perdut \$3.000 milions amb aquesta jugada i Soros m'havia acomiadat".

Quan li pregunten a Druckenmiller que va aprendre d'aquesta experiència contesta rotundament: *"No vaig aprendre absolutament res"*. Ell sabia que estava anant en contra dels seus principis d'inversió més bàsics i que estava cometent un error. Però tot i això no va poder resistir la pressió d'estar quedant-se fora.

No estar invertit en el sector que més puja és especialment dur per la sensació que tothom al teu voltant s'està beneficiant i tu t'estàs equivocant. Però reiterem el nostre posicionament respecte a la gran majoria de les tecnològiques esmentat a dalt. No perquè siguin companyies fantàstiques i molt innovadores, són bones inversions. El múltiple que exigeix el mercat per comprar-les presenta actualment més riscos que oportunitats i encara que es compleixin totes les expectatives de creixement infinit, el preu actual ja ho reflectiria. No obstant això, augmenten riscos com el de regulació, en el qual cada vegada més veus exigeixen més control sobre el que alguns ja denominen monopolis tecnològics.

Joe Biden contra el curs de la història

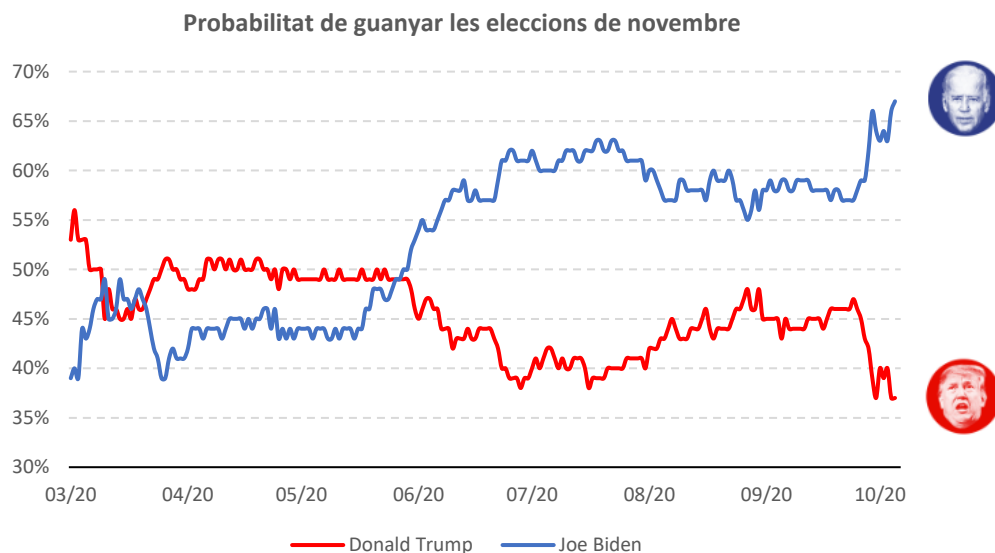
Fa tan sols sis mesos, la victòria de Donald Trump a les eleccions americanes del proper mes es donava totalment per fet. El coronavirus ha estat el cigne negre en la carrera del president que no només ha enfonsat la seva economia i provocat una crisi sanitària històrica, sinó que ha acabat per infectar-lo a un mes de les eleccions. Per això la probabilitat d'una victòria del candidat demòcrata Joe Biden s'ha disparat amb un avantatge de fins a trenta punts per davant del president actual.

Donald Trump i la seva política s'emmarquen en un moviment global que no és exclusiu als EUA. Per tot occident recorre la idea que la globalització ha deixat molta gent enrere i que els països emergents com la Xina han canibalitzat els llocs de treball industrials de les classes mitjanes occidentals. El proteccionisme econòmic i la diplomàcia de *l'America First* difícilment desapareixeran, encara que guanyi el candidat demòcrata. Es podria alentir aquest moviment i per això Biden estaria navegant en contra del curs de la història, però és una evidència que això no evitarà que ens dirigim cap a un món menys globalitzat, i amb més dificultats en el moviment de persones i capitals. Com a mostra, un 66%

d'americans diuen tenir actualment una opinió negativa sobre la Xina, una pujada de 20 punts des que Trump va arribar a la Casa Blanca i que difícilment canviarà amb una victòria de Joe Biden.

També hi haurà eleccions al Senat que seran particularment importants aquest cop. Si els demòcrates també aconseguixen fer-se amb la cambra alta americana com apunten les enquestes, l'agenda econòmica i social de Biden podrà ser desplegada amb més facilitat i podríem per exemple veure una forta empenta en la transició energètica i en la despesa pública.

Finalment, no podem tancar aquest bloc sense esmentar la possibilitat d'una crisi constitucional sense precedents. En el cas d'un resultat electoral molt ajustat amb una victòria per la mínima de Joe Biden, Donald Trump, que ja ha apuntat diverses vegades a un hipotètic frau electoral, podria negar-se a acceptar el resultat i generar una crisi institucional que tombaria el mercat financer per la incertesa que provocaria. Aquest escenari ha quedat en un segon pla per l'augment en l'avantatge del candidat demòcrata, però cal recordar que el New York Times donava un 90% de probabilitats a Hillary Clinton de guanyar la nit de les eleccions de 2016.



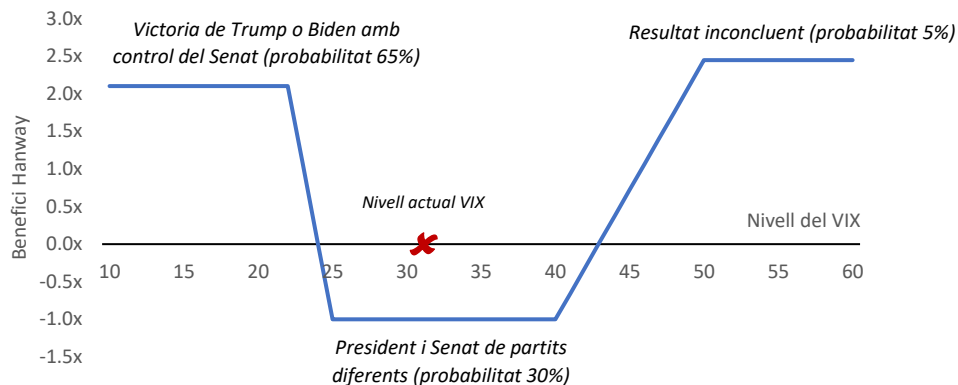
Informe de gestió

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

1. **Posició en renda variable:** Les borses mundials han tingut un trimestre de transició amb lleugeres pujades. Un cop més, la renda variable va ser el millor economista i les fortes pujades del segon trimestre van avançar la millora de l'economia que estem presenciant. No obstant això, creiem que la rotació de sectors defensius a cíclics encara està per arribar i per això ens hem posicionat fortament en el segon grup. El fons ha augmentat la seva posició en renda variable des del 30% fins al 65%, centrant-se en actius molt lligats al cicle econòmic - prioritzant empreses de capitalització petita, del sud d'Europa i de sectors industrials. També manté les posicions en el sector sanitari i recentment ha obert una posició en el sector d'energies renovables emmarcada en la temàtica de transició energètica, que guanya protagonisme en l'arena política. En aquest trimestre, la renda variable ha aportat un 2,2% a la rendibilitat del fons.

- 2. Posició en volatilitat:** El nostre gran encert de l'any 2020 aquest trimestre no ha funcionat: partint des d'un nivell elevat, la volatilitat gairebé no s'ha immutat durant els episodis de caigudes (per exemple, els dies 2 i 8 de setembre). De cara a les eleccions americanes i atès que creiem que es tracta d'un esdeveniment binari - si hi ha un clar vencedor, la volatilitat baixarà, si no n'hi ha, es dispararà - el fons ha comprat una posició en volatilitat de la volatilitat, que intentem ensenyar a sota. Durant el període, la volatilitat ha restat un 3,3% a la rendibilitat.

Estructura al VIX pel 11 de novembre (post eleccions)



- 3. Posició en dividendes:** Després d'un gran segon trimestre, els dividendes europeus han frenat la seva remuntada un 30% per sota d'on estaven abans de la pandèmia. Seguim creient que es tracta d'una oportunitat única i per això hem augmentat considerablement la nostra posició en els futurs del 2022, any en què els efectes del virus haurien de ser ja cosa del passat. Aquestes posicions han restat un 1,5% al rendiment trimestral del fons.
- 4. Posició en bancs europeus:** En la mateixa línia que els dividendes, els bancs tampoc han funcionat aquest trimestre. Tot i que la fusió de CaixaBank amb Bankia sembla el tret de sortida a les nombroses fusions que necessita el sector, això no soluciona els problemes estructurals de la banca (tipus d'interessos negatius). El fons ha reduït considerablement aquesta posició, que tot i això resta un 1,3% al resultat del trimestre.
- 5. Posició EUR vs. USD:** L'euro ha protagonitzat una forta pujada aquest trimestre fins a tocar momentàniament el nivell d'1,20 en el seu encreuament amb el dòlar, tot i que s'ha desfet part d'aquesta pujada en les últimes setmanes. Una victòria de Joe Biden i la seva promesa de més despesa pública podria ser el detonant que necessita l'euro per reprendre la seva escalada i trencar el sostre situat a 1,20. Això beneficiaria la posició en divises del fons, que aquest trimestre ha minvat la rendibilitat en un 0,4%.
- 6. Posició en matèries primeres:** Les nombroses ajudes públiques i les injeccions de liquiditat han provocat que, per poc intuïtiu que sembli, el nivell d'estalvis dels ciutadans hagi augmentat durant la pandèmia. A mig termini, creiem que quan es reobrin les economies tot aquest estalvi s'obrirà pas cap al consum i provocarà alces de preus, especialment si els governs i bancs centrals titubegen a l'hora de retirar els estímuls. La protecció per la qual hem optat davant d'aquest escenari és afegir a la nostra posició en metalls preciosos altres matèries primeres relacionades amb l'agricultura i la indústria. Aquestes posicions, que ja representen un 14% del fons, han reduït un 0,2% el retorn del fons.

Aquest ha estat un trimestre de transició pels mercats. Després de l'aturada econòmica més sobtada de la història, l'economia ha anat reobrint de mica en mica. La volatilitat, que segueix en nivells relativament alts, ens recorda que els confinaments parcials o totals encara són possibles i que la pandèmia i per consegüent la nefasta situació econòmica no ha quedat enrere. Després de llargs informes sobre si la recuperació seria en forma de V, U o L, ha acabat sent en forma de K. D'una banda, el sector tecnològic s'ha enlairat aconseguint valoracions vertiginoses, i per un altre els sectors de serveis s'han desplomat. No obstant això, creiem que a mesura que es vagi tornant a la normalitat aquest desequilibri es corregirà en favor de les accions cícliques.

D'altra banda, encara està per veure quines conseqüències portarà en el llarg termini el còctel de polítiques monetàries i fiscals hiperexpansives que s'estan duent a terme. Si la teoria econòmica es compleix, tot apunta que el retorn de la inflació hauria de ser la conseqüència, si bé l'any 2020 ens ha ensenyat a no donar res per fet.

"Amb un procés d'inflació continu, els governs poden confiscar, secreta i discretament, una part important de la riquesa dels seus conciutadans."

- 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
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%				14.5%

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