

11 enero de 2021

Informe de gestión Q4 2020

Estimados inversores,

Hanway Capital Fund ha obtenido un retorno del **11,0%** este trimestre alcanzando un precio por acción de **128,1€** neto de comisiones, cerrando el primer año completo del fondo con una rentabilidad del **27,0%**. Los esperanzadores resultados que han obtenido las diferentes vacunas contra el Covid-19 en los ensayos clínicos han sido el detonante para que se produjera la esperada rotación desde activos defensivos a cíclicos. Las posiciones que el fondo abrió en el tercer trimestre se han beneficiado de esta tendencia, que todavía puede durar unos meses más hasta que la inflación haga su temida aparición en la segunda mitad del 2021.

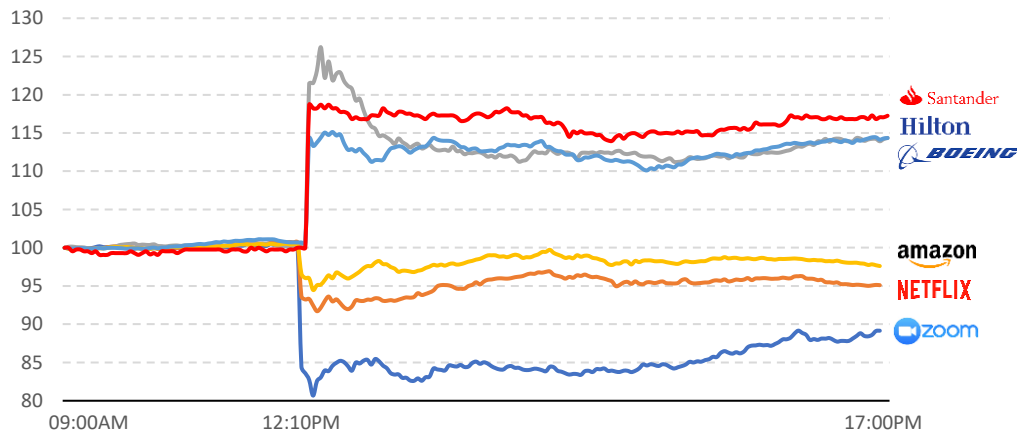


El día de la victoria

Tal vez en unos años el 9 de noviembre pase a ser una efeméride que celebrar. Ese día de 2020, Pfizer y BioNTech anunciaron los resultados preliminares de la fase 3 de su vacuna contra el Covid-19: era efectiva en un 90%. Ese día se desató una de las mayores rotaciones que se recuerdan en las bolsas mundiales. En cuestión de minutos, el dinero salía de aquellas compañías que eran consideradas beneficiarias del confinamiento y entraba en las acciones que mejor paradas saldrían de una eventual reapertura. Los dos ríos de los que hablábamos en el informe del tercer trimestre se mezclaban por fin.

A pesar de las malas noticias que nos rodean en este principio de 2021, las bolsas mundiales se siguen posicionando para una eventual reapertura económica. El mercado es siempre un reflejo del consenso colectivo de cómo será el futuro, no el presente, y por eso a pesar de nuevas amenazas de restricciones y confinamientos en Europa, las acciones que más han sufrido con la pandemia siguen al alza. El foco sigue estando en la vacuna y en la inmunidad de grupo que permitiría volver a la normalidad a mitades o finales de 2021 en Occidente.

Cotización de diferentes empresas durante el 9 de noviembre

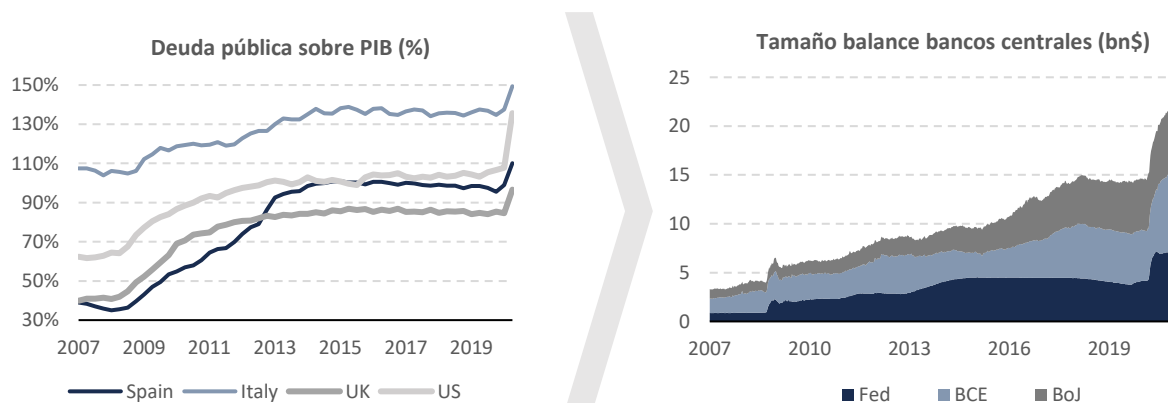


Christine Lagarde, presidenta del Banco Central Europeo, hizo diversas alusiones durante el 2020 a la metáfora de construir un puente de crédito que permitiese pasar de puntillas por la devastación económica que deja la pandemia, y salir al final de él como si nada hubiese pasado. En esencia, dejarlo todo en pausa y en respiración asistida gracias a las inyecciones de liquidez de los bancos centrales y a las ayudas de los gobiernos.

Sin embargo, la maquinaria macroeconómica mundial es muy compleja y está compuesta de diversos engranajes interconectados. Resultaría ingenuo pensar que la alteración de un componente tan relevante como es la masa monetaria en circulación no tendrá consecuencias en el medio plazo.

Economía de guerra, endeudamiento de postguerra

El mundo entró en la pandemia con niveles de deuda muy elevados. Salimos de ella en máximos históricos solo comparables a periodos de postguerra como tras la Segunda Guerra Mundial. Esta vez los gobiernos no han titubeado en abrir el grifo de las ayudas, considerando que un shock económico causado por causas exógenas no podía recaer solo sobre los ciudadanos. La coordinación entre las instituciones monetarias y políticas ha sido absoluta. Se estima que EE.UU. cerrará 2020 con un aumento en su deuda sobre PIB del 18%, pero convenientemente la Reserva Federal ha comprado en el mismo periodo deuda por valor del 16% del PIB americano. En otras palabras, ha amortiguado el 89% del golpe.



Cualquier economista argumentaría que un aumento significativo de la deuda debería provocar una escalada del tipo de interés. Cuanta más deuda emita un país, mayor es la oferta de bonos en circulación y mayor es el riesgo de impago, por lo que el prestamista exigirá un mayor interés. Pero el mercado siempre es un equilibrio entre compradores y vendedores, y mientras exista un comprador dispuesto a comprar toda la deuda existente, difícilmente se podrá observar un aumento del interés. Ahí reside el papel de los bancos centrales, que están creando una demanda ficticia e ilimitada en el mercado de deuda que mantiene artificialmente los tipos de interés en mínimos históricos.

Esto no está creando distorsiones únicamente en el mercado de renta fija, sino que está perturbando el buen funcionamiento de todos los mercados de capital. Un ejemplo palmario lo encontramos en algunas compañías tecnológicas cuyas valoraciones carecen de sentido. A falta de un tipo interés real positivo, el capital se ve obligado a saltar en búsqueda de cualquier activo que pueda ofrecer algo de rentabilidad. Toda la curva riesgo-rentabilidad se ha visto desplazada a la baja instaurando una percepción del riesgo contraria a la realidad.

¿Quién pagará todo esto?

Cuando la deuda pública llega a niveles insostenibles solo existen cuatro escenarios posibles:

1. **Impago o reestructuración:** Se asume que nunca se podrá repagar la deuda y se comunica que se dejará de hacerlo. Esto provoca una cadena de impagos generalizada ya que la deuda que se deja de pagar provoca insolvencia en el prestamista, que a su vez también dejará de pagar sus deudas desembocando en una depresión como en EE.UU. después del crack del '29. Por ello, en la mayoría de los casos se accede a reestructuraciones a pesar de sus duras consecuencias como en el caso griego de 2012.
2. **Austeridad:** La receta más practicada después de la crisis financiera de 2008. La Unión Europea, capitaneada por la estricta doctrina presupuestaria alemana, decidió reducir el gasto público para cuadrar las cuentas. Generalmente dichas políticas generan deflación y agravan la situación económica generando más paro y menor actividad. En muchos casos, eso conlleva una caída de la recaudación que impide reducir la deuda.
3. **Subidas de impuestos:** Es una medida políticamente impopular y a veces inefectiva en función de qué impuestos se suban, ya que pueden reducir el crecimiento económico. Por otra parte, en un momento como el actual con una fuerte desigualdad y concentración de la riqueza en manos de pocos esta medida gana adeptos. En una crisis que impacta principalmente a las clases populares, el resentimiento hacia la clase acomodada incrementa pudiendo provocar malestar o rotura social. Por ello los gobiernos subirán impuestos para facilitar la redistribución de la riqueza. Si la crisis perdura, los disturbios sociales pueden descontrolarse y la tensión puede no solo manifestarse dentro de un mismo país, pero también entre ellos. Especialmente entre países deudores y acreedores. La Europa de los años 30 del siglo pasado es un claro ejemplo.
4. **Generar inflación:** Una vez ya no hay margen para bajar los tipos de interés porque están a cero o negativo, un último recurso es la impresión de dinero. Desde que Nixon suspendió la convertibilidad del dólar en oro en 1971, no hay en la práctica un límite a la cantidad de dinero que la Fed puede introducir en circulación. Si esta medida genera inflación, ayuda a absorber las deudas porque éstas no están indexadas al aumento de precios. Una economía con una deuda del 100% sobre el PIB con una inflación del 5% durante tan solo 5 años y sin crecimiento económico real reduciría la deuda al 78%. Al final de la Segunda Guerra Mundial, las fuertes inflaciones consiguieron reducir la colosal deuda de los países.

La inflación, esta vez sí

Muchos detractores del relato del regreso de la inflación argumentan que la última vez que los bancos centrales bajaron los tipos a cero y aumentaron el tamaño de sus balances, las alzas en el IPC no llegaron, a pesar de que muchos así lo pronosticaron. Sin embargo 2020 tiene diferencias fundamentales con 2008 que nos hacen pensar que esta vez sí, la inflación está lista para regresar y romper así una tregua que ya dura 40 años.

Conviene recordar cómo los bancos centrales introducen liquidez en el sistema y aumentan la masa monetaria. Un banco central no puede, por ahora, imprimir dinero y entregárselo directamente al gobierno, ni mucho menos colocarlo directamente en las cuentas bancarias de sus ciudadanos. El mecanismo es más sutil y a través de la compra de bonos en el mercado secundario, logra introducir liquidez en el sistema.

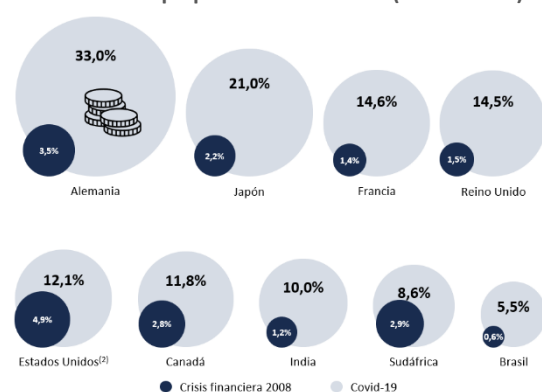
En eso consistieron los programas de expansión cuantitativa que llevaron a cabo los bancos centrales en 2008 comprando hasta el 30% de la deuda pública de cada Estado miembro de la Zona Euro, y también de múltiples compañías con un buen rating crediticio. Pero esta liquidez no bajó nunca hasta los ciudadanos de a pie, puesto que vino acompañada de medidas de austeridad por parte de los Estados. La liquidez se creaba para comprar activos financieros y se quedaba en los balances de los bancos y las empresas.

Si observamos que los activos financieros están principalmente en manos de la clase acomodada, rápidamente entenderemos porque las medidas del 2008 no fueron inflacionistas, pero sí aumentaron la desigualdad. Una persona con un patrimonio elevado no cambiará sus hábitos de consumo por el hecho de multiplicarlo por dos: la masa monetaria se quedó atrapada arriba y no fluyó como se esperaba por todo el sistema.

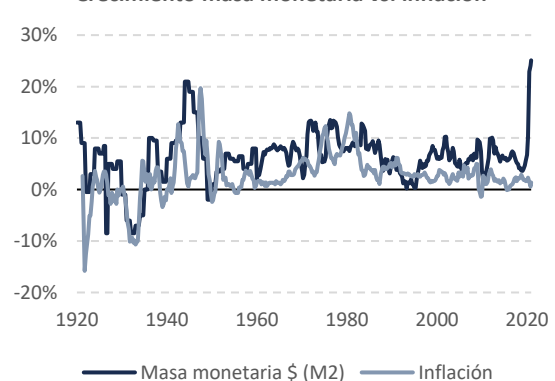
Las medidas como respuesta a la pandemia del Covid-19 están resultando ser diferentes. No solo las inyecciones de liquidez por parte de los bancos centrales están siendo mucho más grandes, sino que los gobiernos usan la liquidez recibida para crear paquetes de estímulos en forma de ERTes, préstamos, ayudas, garantías y transferencias dirigidas directamente a los ciudadanos. En EE.UU. la administración ha transferido directamente cheques de \$1.200 y \$600 por ciudadano y ya se planea un tercer cheque de \$2.000.

Todo ello ha hecho aumentar la masa monetaria a una velocidad nunca vista. Los precedentes históricos demuestran que la inflación suele aparecer posteriormente. Recordemos que la inflación es un fenómeno monetario que además debe venir acompañada de consumo, si aumentamos la cantidad de dinero en circulación y no la producción de bienes, haremos aumentar el precio de ellos.

Tamaño de los paquetes de estímulos (% sobre PIB)



Crecimiento masa monetaria vs. inflación



Los demócratas consiguen el Tsunami Azul en EE.UU.

No podemos acabar este bloque sin hacer una breve mención a la situación política en EE.UU. El pasado 5 de enero el estado de Georgia llevó a cabo la segunda vuelta de las elecciones al Senado en la que ambos candidatos demócratas ganaron. Como explicamos en nuestra anterior carta, esto implica un empate técnico en el senado americano con 50 escaños para cada partido. Kamala Harris, nueva vicepresidenta de los Estados Unidos, será por ley también la presidenta del Senado y obtendrá el voto de calidad que decantará la balanza a favor del partido demócrata.

De esta manera acaba el proceso electoral iniciado en noviembre, que finaliza con el control demócrata de todas las instituciones americanas: Casa Blanca, Congreso y Senado. Esto permitirá que Joe Biden pueda desplegar sin dificultades su agenda en materia de gasto público y transición energética.

Ligando esto con la inflación, recordemos que el partido demócrata es mucho más propenso al gasto público y las transferencias directas a los ciudadanos. Joe Biden se dirigió a su público en el último mitin de campaña en Georgia pidiendo el voto para los dos candidatos demócratas asegurando que, *“si los enviáis a Washington, esos cheques de \$2.000 saldrán inmediatamente para restaurar la esperanza, decencia y honor que tanta gente necesita”*.

Alexander Tytler, historiador escocés del siglo XVIII y profesor de la universidad de Edimburgo, recuerda el peligro de apelar a los votantes prometiéndoles ayudas económicas: *“Una democracia es siempre temporal por naturaleza; simplemente no puede existir como una forma de gobierno permanente. Una democracia existirá hasta el momento en que los votantes descubran que pueden votar darse generosos obsequios del tesoro público. A partir de ese momento, la mayoría siempre votará por los candidatos que prometan mayores beneficios del erario público, con el resultado de que toda democracia finalmente se derrumbará por una política fiscal laxa.”*

El día siguiente a las elecciones, una manifestación convocada por Donald Trump acabó con un asalto al Congreso americano auspiciado por el propio presidente después de repetir incasablemente y sin fundamentos que los demócratas habían cometido fraude electoral. Las imágenes de una jornada inédita para la historia de EE.UU. que se saldó con cinco muertos deben recordarnos que a pesar de que Donald Trump haya sido derrotado, no lo serán sus políticas después de ser votadas por más de 70 millones de americanos.

Desde una perspectiva de inversión, la tensión diplomática entre EE.UU. y China iniciada por Trump persistirá y podría agravarse. Se ha iniciado una involución del movimiento globalista y la globalización probablemente retroceda la próxima década. Todos estos factores no deberían subestimarse a la hora de planificar estrategias de inversión.

Informe de gestión

Pasemos ahora a analizar las posiciones individuales del fondo este trimestre:

1. **Posición en renta variable:** Por primera vez desde que empezó la pandemia, han sido las empresas con mayor exposición al ciclo económico las que han liderado las subidas. Concretamente, el factor que ha dominado ha sido el *antimomentum*: cuanto más hubiera caído una acción en los primeros diez meses del año, más ha subido en los últimos dos. No es de extrañar por tanto que el Ibex 35 experimentara el mejor mes de su historia. Las posiciones cíclicas que el fondo compró en septiembre se han beneficiado de esta tendencia, que creemos aún tiene recorrido a medida que avance el proceso de vacunación. La exposición a renta variable, que ha aportado un 5,9% de rentabilidad al fondo, se mantiene en el 65%.
2. **Posición en volatilidad:** Cuando todo el mundo tiene una fecha marcada en su calendario, el precio de la volatilidad alrededor de ese evento suele estar demasiado alto porque todos los inversores buscan protegerse al mismo tiempo. Así, aunque ocurra el peor escenario (que en el caso de las elecciones americanas era que Trump no aceptara el resultado) la volatilidad baja una vez que el acontecimiento ha pasado. Esto es lo que ocurrió tras las elecciones americanas del 3 de noviembre, lo que benefició a la posición en volatilidad del fondo, sumando un 0,6% a la rentabilidad trimestral.
3. **Posición en dividendos:** La esperanza de la vuelta a la normalidad ha mejorado enormemente las perspectivas de los dividendos de las empresas europeas. Las cotizaciones de esos dividendos, por su parte, aún tiene recorrido hasta llegar a los niveles que indican nuestras estimaciones. Con el paso de los meses la incertidumbre sobre estas distribuciones debería aclararse, especialmente cuando el Banco Central Europeo levante el veto a los dividendos bancarios. En este trimestre, estas posiciones han sumado un 1,8% al rendimiento del fondo.
4. **Posición en bancos europeos:** El sector que más caídas sufrió al inicio de la pandemia ha liderado también las subidas desde los anuncios de los resultados de las vacunas. Sin embargo, somos escépticos sobre su futuro inmediato. Si se cumplen nuestros pronósticos, los bancos centrales ahondarán aún más en sus políticas de tipos de interés reales negativos, perjudicando enormemente el negocio bancario. El fondo ha cerrado su posición en este sector, que ha añadido un 2,6% al resultado del trimestre.
5. **Posición EUR vs. USD:** Con la confirmación de la victoria de Joe Biden en las elecciones y la aprobación de un nuevo paquete de estímulos en EE.UU., el dólar ha seguido bajando. Lamentablemente, las subidas del euro por encima de 1,20 dólares llegaron en diciembre después de que venciera nuestra posición en divisas, lo que no nos ha permitido participar de este movimiento. Las divisas han mermado la rentabilidad del fondo en un 0,2% este trimestre.
6. **Posición en materias primas:** Nuestra convicción en el retorno de la inflación han hecho aumentar el peso en el fondo de las materias primas, que ya alcanzan el 10%. En la segunda mitad del año esperamos un fuerte retorno del consumo a medida que se vayan gastando los ahorros del 2020, lo que debería empujar al alza el precio de los materiales. Además, el fondo también ha aumentado hasta el 15% su presencia en metales preciosos, siempre como protección ante la excesiva impresión de dinero de los bancos centrales. Este trimestre estas posiciones han repuntado ligeramente, aportando un 0,3% al retorno del fondo.

Finalizamos este primer año muy satisfechos con el trabajo realizado y con los resultados obtenidos. Nuestro elemento diferencial, la flexibilidad, nos ha permitido navegar con éxito esta tormenta. Hanway Capital Fund no ha sufrido ninguna caída superior al 10% desde máximos en ningún momento del año demostrando su resiliencia y su gestión del riesgo.

Afrontamos el 2021 con la arrogancia de actuar con decisión cuando encontremos oportunidades, pero la humildad de saber que podríamos equivocarnos. La honestidad intelectual de no confundir suerte con habilidad, la integridad para admitir errores y la fortaleza para arriesgarnos a cometer más. En definitiva, nada de lo que hagamos garantizará el éxito, pero con esfuerzo y disciplina podemos inclinar la balanza significativamente a nuestro favor.

Por último, este trimestre recibimos la peor de las noticias con el fallecimiento de uno de nuestros primeros inversores y gran valedor de nuestro proyecto, Luis Duffo. Queremos dedicarle esta carta trimestral a Luis y a sus familiares, puesto que, sin apoyos como el suyo, Hanway Capital nunca hubiese despegado.

Un saludo,
Hanway Capital



Luis Duffo Úbeda (1961 – 2020)

Apéndice: Rentabilidad histórica de Hanway Capital Fund

	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic	Año
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%

Estos materiales han sido proporcionados por Hanway Capital S.L. (Hanway Capital) y no constituyen, en ningún caso, ningún asesoramiento de inversiones ni comercialización y promoción de ningún fondo. El propósito de estos materiales es únicamente proporcionar una visión y actualización macroeconómica general de los mercados financieros. Además, estos materiales no se pueden divulgar, en su totalidad o en parte, o resumidos o mencionados de cualquier manera, excepto si es acordado con Hanway Capital por escrito. Ninguna parte de estos materiales puede ser utilizada o reproducida ni citada de ninguna forma por la prensa. La información utilizada en la preparación de estos materiales se obtuvo de fuentes públicas. Hanway Capital no se hace responsable que la verificación independiente de esta información sea completa y precisa en todos los materiales. En la medida que esta información incluya estimaciones y previsiones del rendimiento financiero futuro, hemos asumido que representan estimaciones razonables. Ningún contenido del documento tendría que ser considerado como asesoramiento fiscal, contable o legal.

Se aconseja a los lectores de estos materiales que cualquier debate, recomendación u otra mención de cualquier activo no es una solicitud u oferta para operar con estos activos. Este documento sólo proporciona información general, y ni la información ni ninguna opinión expresada constituyen una oferta o invitación para hacer una oferta, para comprar o vender ningún tipo de activo u otros instrumentos financieros o derivados relacionados con estos valores o instrumentos (por ejemplo, opciones, futuros, warrants y contratos por diferencias). Este documento no pretende proporcionar asesoramiento de inversión personal y no tiene en cuenta los objetivos específicos de inversión, la situación financiera y las necesidades particulares de, ni se dirige a, ninguna persona o personas específicas. Los inversores tienen que buscar asesoramiento financiero sobre la conveniencia de invertir en instrumentos financieros e implementar estrategias de inversión que se tratan en este documento y comprender que las perspectivas de futuro no tienen por qué materializarse. Las inversiones en general y, en particular, los derivados implican numerosos riesgos, entre otros, el riesgo de mercado, el riesgo por defecto de contrapartida y el riesgo de liquidez. Ninguna garantía, instrumento financiero o derivado es adecuado para todos los inversores. En algunos casos, los títulos y otros instrumentos financieros pueden ser difíciles de valorar o vender y es difícil obtener información fiable sobre el valor o los riesgos relacionados con el activo o el instrumento financiero. Los inversores deberían tener en cuenta que los ingresos de estos valores y otros instrumentos financieros, si procede, pueden fluctuar y el precio o valor de estos valores e instrumentos puede aumentar o bajar y, en algunos casos, los inversores pueden perder la totalidad de la inversión principal. El rendimiento anterior no es necesariamente una referencia para el rendimiento futuro.

Esta información puede contener referencias o enlaces a sitios web de terceros. Hanway Capital no se hace responsable del contenido de un sitio web de terceros o de cualquier contenido enlazado en un sitio web de terceros. El contenido en estos sitios web de terceros no forma parte de esta información y no está incorporado como referencia. La inclusión de un enlace no implica ningún aval por parte de Hanway Capital. El acceso a cualquier sitio web de terceros correrá bajo su propio riesgo y siempre tiene que revisar las condiciones y las políticas de privacidad de los sitios web de terceros antes de enviarles información personal. Hanway Capital no se hace responsable de las condiciones y políticas de privacidad de terceros y renuncia expresamente a cualquier responsabilidad por ellos.



Carrer Balmes 188
08006 Barcelona
+34 93 152 10 28