

13 abril de 2021

Informe de gestión Q1 2021

Estimados inversores,

Hanway Capital Fund ha obtenido un retorno del **3,9%** este trimestre alcanzando un precio por acción de **133,1€** neto de comisiones. Las buenas noticias han seguido marcando la tónica durante los primeros meses de 2021, con los indicadores económicos superando las previsiones y las vacunaciones contra el Covid-19 avanzando a buen ritmo. Mientras tanto, el mercado sigue indicándonos cuáles serán las nuevas reglas de juego: nos dirigimos hacia un nuevo régimen de inflación, y eso dejará obsoletos los modelos de gestión de activos que se han seguido durante los últimos 40 años.

Un rally astronómico

El S&P 500, índice de referencia americano, ha firmado los mejores 12 meses de su historia con una subida del 76%. Es importante tener este dato en cuenta para todos aquellos que se hayan iniciado en el mundo de las inversiones financieras estos últimos meses. La probabilidad de que algo así se repita es de menos del 0,0001% o, dicho de otra manera, 1 entre un millón. Esto no debería desanimar a nadie, pero sí servir como referencia para desarrollar una buena gestión del riesgo.

Las subidas de la bolsa americana empezaron el 23 de marzo de 2020, fecha en la que había registrados en EE.UU. 786 muertos por coronavirus y la cifra de desempleo se encontraba en el 3,5%. ¿Cómo es posible que la bolsa subiera mientras el paro se disparaba hasta el 14,8% y los fallecidos alcanzaban la cifra de 562.000? No es solo que la bolsa se anticipara a las buenas noticias que estaban por llegar, se anticipó incluso a las malas cifras que eran inminentes.

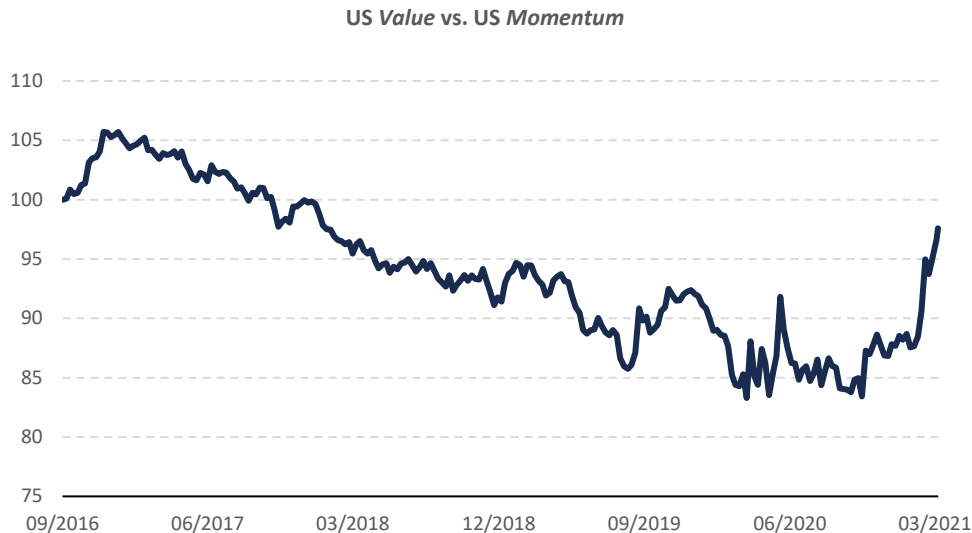
La respuesta la encontramos en la teoría del mercado eficiente (*EMH* por sus siglas en inglés). El mercado es un mecanismo de descuento que no mide ni el estado actual ni el futuro de las empresas, sino que es un indicador de la evolución de las expectativas empresariales. Así, en el mes de marzo, las perspectivas eran tan dantescas que nunca llegaron a materializarse por muy malos que fueran los datos económicos que llegaron después.

Ahora nos encontramos en la oscilación opuesta del péndulo: las expectativas no podrían estar más altas. Se prevé un boom económico y empresarial empezando en los próximos meses cuando la vacunación en EE.UU. cruce el umbral de la inmunidad del rebaño que los expertos sitúan en el 60%. Sin embargo, es cuando nos invade el optimismo cuando más cautos hay que ser, pues es durante estas etapas de exuberancia y excesos cuando se forman las burbujas y aparecen los mayores riesgos.

Los rincones olvidados

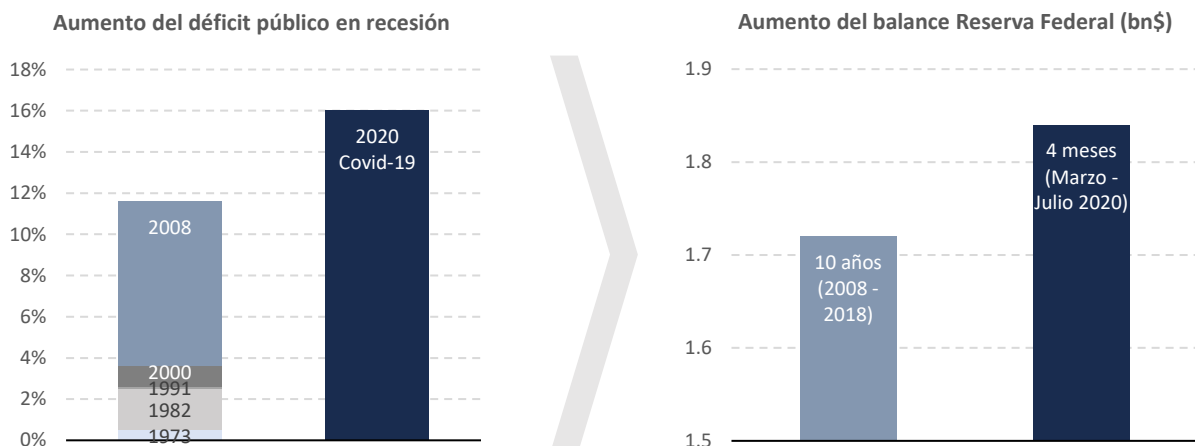
Este trimestre ha persistido la rotación que señalamos en nuestra última comunicación, con el dinero saliendo de las tecnológicas (o *growth companies*) hacia las empresas de valor (*value companies*). Este trimestre hemos observado varios días de caídas importantes en el Nasdaq, índice tecnológico americano, acompañado de subidas del Dow Jones, índice con empresas más industriales, algo que no ocurría desde hacía años.

Esta inmensa rotación desde activos que han funcionado tan bien los últimos años (*momentum & growth*), hacia compañías que estaban marginadas por el mercado puede estar indicándonos un cambio de ciclo, que nos llevaría a un escenario donde los tipos cero o negativos se acaban y varias décadas después, vuelve la inflación.



Inflación – masa monetaria excesiva persiguiendo bienes finitos

Es indiscutible que los paquetes de estímulos para combatir la crisis generada por el Covid-19 no tienen precedentes. Cogiendo la economía americana como ejemplo, el déficit público se ha disparado más que en las anteriores cinco crisis en su conjunto. Todo ello ha sido posible por la masiva inyección de liquidez por parte de la Reserva Federal que llegó a introducir en la economía más dinero en cuatro meses que en los anteriores diez años de *quantitative easing*.



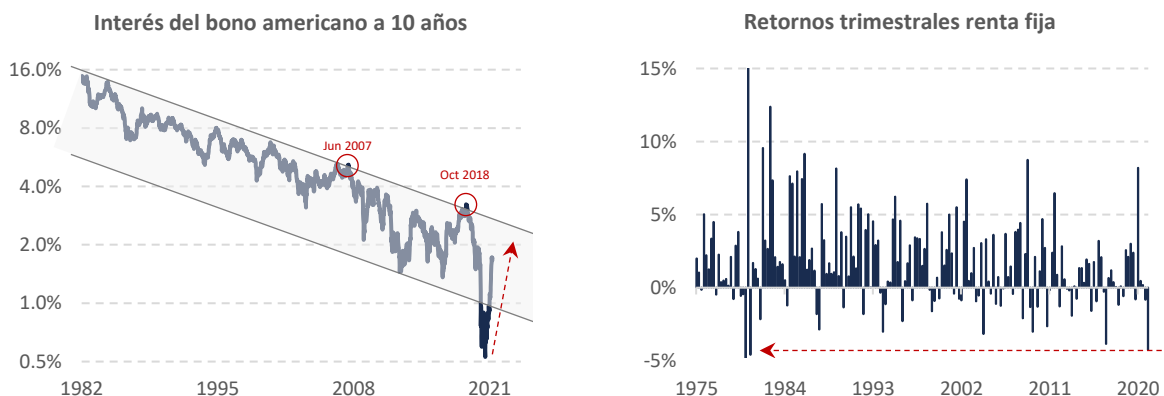
No volveremos a extendernos explicando porqué estas medidas no crearon inflación en la anterior crisis, pero creemos que esta vez sí lo harán (*más información en la carta del trimestre anterior*). Simplemente cabe recordar que la clase acomodada difícilmente puede generar inflación con el aumento de sus patrimonios vía apreciación de activos, en cambio, la clase trabajadora sí puede hacerlo vía transferencias directas.

Las fuerzas deflacionistas de las últimas décadas también parecen agotadas. La **deslocalización de la producción** en un mundo cada vez más globalizado ha puesto en jaque muchas cadenas de suministros durante la pandemia. El buque Ever Given varado en el canal de Suez durante días ha puesto de manifiesto la fragilidad del comercio mundial. Muchos dirigentes políticos cada vez tienen mayor interés en incentivar la producción doméstica ya sea por razones de seguridad nacional, o por frenar la desindustrialización que tantos problemas está generando en las clases medias occidentales. Repatriar la producción conllevará indudablemente un aumento de los costes de producción.

Por otro lado, la **jubilación de los baby-boomers** reducirá la fuerza laboral generando escasez de trabajadores que podrían negociar mejores condiciones a cambio de su trabajo. Eso podría provocar inflación salarial.

Finalmente, la fuerte **consolidación empresarial** de los últimos 20 años ha reducido drásticamente la competencia en muchos sectores, especialmente el tecnológico. EE.UU. se encuentra en plena guerra por la supremacía tecnológica mundial contra China y es incapaz (o no tiene interés) en hacer cumplir sus leyes antimonopolísticas.

Todo ello está empezando a notarse en los mercados de capital, destacando como gran protagonista de este trimestre el interés del bono americano a 10 años. Su fuerte escalda desde el 0,9% a principios de año hasta el 1,7% actual ha provocado el peor trimestre para la renta fija en 40 años. Llevamos muchos meses avisando de que la renta fija a largo plazo es una bomba de relojería lista para estallar, pues las condiciones actuales son un espantoso caldo de cultivo. Con unos tipos de interés muy cerca de mínimos, cualquier subida repentina podría desatar una estampida.



En términos macroeconómicos, existen tres escenarios posibles a partir de ahora. En el primero, después de recuperarnos del Covid-19, la economía occidental vuelve a su vieja normalidad, con una inflación mínima, un crecimiento lento y presumiblemente aún más desigualdad.

El segundo es el escenario por el que reza la Reserva Federal, en el que después de otros dos o tres años con el pie firme en el acelerador monetario, y esta vez con la ayuda de la política fiscal, por fin nos dirigimos hacia un mundo donde la inflación tiende a estar algo por encima del 2% y las tasas de interés vuelven a ser positivas, mientras que el crecimiento económico ayuda a nivelar algunas de las injusticias que han arraigado en las últimas décadas.

El tercero escenario sería entrar en un ciclo inflacionista en toda regla. Así como la inflación llegó a un punto que ya no podía tolerarse hace cuatro décadas, el crecimiento débil y la desigualdad ya no pueden tolerarse ahora, y con medidas cada vez más excepcionales de política monetaria y fiscal

expansiva, nos movemos decididamente hacia un mundo de inflación, en parte también para poder absorber los ingentes paquetes de deuda soberana. Este último es el escenario que debemos proteger por ser el menos esperado, el más peligroso y para el que menos inversores están preparados.

The Green New Deal

El compromiso por la transición energética y el cumplimiento del Acuerdo de París han dejado de ser un mero discurso para convertirse en el grano angular de las políticas supranacionales. Ursula von der Leyen, presidenta de la Comisión Europea, se ha marcado como principal objetivo de su legislatura la lucha contra el cambio climático, y la administración Biden en EE.UU. trabaja en un plan de infraestructuras dotado con 2 billones de dólares para llevar a cabo la transición energética.

Creemos que existe una oportunidad interesante en el sector de las energías renovables más allá de apostar por las empresas que lo componen. El régimen de comercio de derechos de emisión de la Unión Europea (o *EU ETS* por sus siglas en inglés) es el régimen multilateral de comercio de emisiones de gases de efecto invernadero más grande del mundo y un pilar principal de la política climática de la UE. Consiste en poner un límite al dióxido de carbono (CO₂) emitido por las empresas y crear un mercado y un precio para los derechos de emisión de carbono. La oferta va reduciéndose con el tiempo para llegar a los objetivos marcados por la UE. Dentro del límite, las empresas reciben o compran derechos de emisión, que pueden comerciar entre sí según sus necesidades.

La Unión Europea pretende llegar a la neutralidad de carbono en el 2050. Para ello se marcó como objetivo reducir las emisiones un 20% en el 2020 y un 40% en el 2030 respecto a las emisiones de 1990. Una de las características clave de la actual fase 4 (2021-2030) ha sido fortalecer el programa de ETS reduciendo los derechos de emisión un 2,2% al año. Este verano, la Comisión Europea tiene previsto proponer un paquete legislativo más restrictivo "*Fit for 55*" aumentando los objetivos a una reducción del 55% de emisiones (vs. 40% inicial) en 2030 respecto al 1990.

Este nuevo objetivo más ambicioso, además de la posibilidad de añadir el sector del transporte terrestre y los sistemas de calefacción dentro del programa, puede provocar una fuerte subida durante los próximos años del precio de los *carbon rights*. Si las empresas no logran reducir sus emisiones de CO₂ mediante inversiones en energías renovables, se verán obligadas a comprar los derechos de emisión (*EU ETS*) que cada vez serán más caros.

En los últimos meses, ya se están observando fuertes subidas en preparación al "*Fit for 55*", pero creemos que la Unión Europea no aumentará su oferta y será intransigente a la hora de exigir que se cumplan los objetivos. Existe por lo tanto una interesante oportunidad en este activo; además, invertir supone en la práctica forzar a las empresas más contaminantes a desarrollar su plan de transición energética y contaminar menos.

Informe de gestión

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

- 1. Posición en renta variable:** La rotación iniciada el pasado 9 de noviembre ha continuado con fuerza este trimestre. Prueba de ello es que el índice industrial Dow Jones ha liderado las subidas con un 12,1% mientras el Nasdaq se quedaba atrás creciendo solo un 5,7%. El fondo ha cerrado algunas de las posiciones más especulativas que tenía al empezar el año, bajando ligeramente la exposición a renta variable. Durante el periodo, este activo contribuyó a la rentabilidad en un 2,0%.
- 2. Posición en dividendos:** Las perspectivas de los dividendos europeos para los próximos años siguen su lenta recuperación. A la posición de dividendos europeos el fondo ha añadido otra de dividendos británicos, cuya incertidumbre debería aclararse tras dejar atrás el Brexit y liderar el mundo occidental en vacunaciones. Este trimestre, estas posiciones han sumado un 0,2% al rendimiento del fondo.
- 3. Posición en metales preciosos:** Un efecto colateral de las subidas de los intereses este trimestre han sido las caídas del oro y la plata, que no pagan ningún cupón al inversor. En el último episodio de inflación severa (1980), el oro tampoco funcionó en un primer momento, cuando la inflación subió desde el 3,4% en 1972 hasta el 12,3% en 1974. Sin embargo, a partir de 1977 protagonizó una subida épica de más del 500% cuando la Reserva Federal perdió el control y la variación de precios se disparó hasta el 14,8%. El peso de este activo en el fondo se mantiene en el 10%, y ha restado un 1,7% a la rentabilidad trimestral.
- 4. Posición en bancos europeos:** A pesar de las dudas que nos genera el sector bancario en el largo plazo, en el corto plazo no hay mejor protección ante el aumento del interés de los bonos como explicamos en nuestro informe de septiembre de 2019. La apuesta por los bancos europeos ha añadido un 2,0% al resultado del trimestre.
- 5. Posición en materias primas:** Las *commodities* han seguido su escalada en este inicio de 2021 y ya alcanzan niveles no vistos desde 2018, pero todavía siguen un 40% por debajo de los niveles que alcanzaron en 2014. Los próximos meses serán decisivos para determinar si estamos ante el inicio de un superciclo o si se trata simplemente de un rebote puntual en anticipación de la gran reapertura. Mientras tanto, estas posiciones han aportado un 1,0% a la rentabilidad.
- 6. Posición corta en renta fija:** Ante las malas perspectivas de la renta fija en el medio plazo, este trimestre hemos añadido una posición bajista que se verá beneficiada si baja el valor de los bonos europeos con vencimientos lejanos (es decir, si sube el tipo de interés). Este trimestre así ha sido, y esta nueva posición ha sumado un 0,2%.
- 7. Posición corta en tecnológicas americanas:** También hemos iniciado este trimestre una pequeña posición bajista en el índice tecnológico americano, pues creemos que todos los vientos de cola que han impulsado al sector en los últimos años (bajos tipos de interés, restricciones a la movilidad, globalización) están llegando a su fin. Por el momento, ni ha aportado ni ha restado rentabilidad al fondo.

- 8. Posición en derechos de emisiones:** La última posición del fondo, que ya hemos explicado con detalle en párrafos anteriores, ha aportado un 0,1% a la rentabilidad.

El año 2021 ha empezado como terminó 2020: con los activos más ligados al ciclo económico subiendo con fuerza. Si bien estos movimientos tienen sentido con la reapertura económica cada vez más cerca, creemos que tal vez han ido demasiado lejos en algunos rincones del mercado; es por ello por lo que nuestro posicionamiento para empezar el segundo trimestre es más prudente que el que teníamos al inicio de año.

“Nuestro objetivo es modesto: simplemente intentamos ser cautos cuando los demás son codiciosos, y codiciosos cuando los demás son cautos”

- Warren Buffett

Un saludo,
Hanway Capital

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%
2021	-1.9%	2.8%	3.0%										3.9%

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