

8 julio de 2021

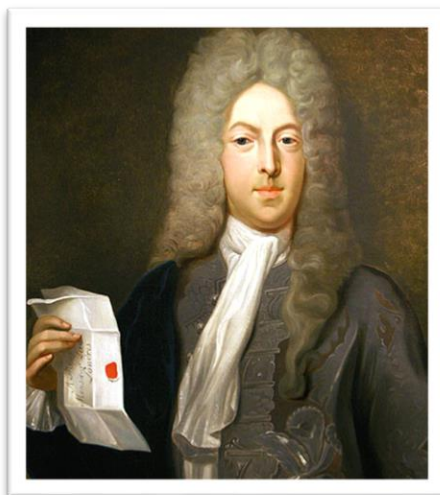
Informe de gestión Q2 2021

Estimados inversores,

Hanway Capital Fund ha obtenido un **retorno del 2,7% este trimestre** alcanzando un precio por acción de **136,7€** neto de comisiones, lo que sitúa la **rentabilidad acumulada en el año 2021 en el 6,7%**. La renta variable ha vuelto a tener un gran trimestre para completar su segundo mejor inicio de año desde 1999. Las fuertes subidas del petróleo, el cambio de discurso de la Reserva Federal y los altos datos de inflación son solo algunos de los obstáculos que ha tenido que sortear el mercado durante estos tres meses. ¿Hasta cuándo podrá seguir superándolos?

John Law, ¿estafador o héroe?

¿Qué niño no ha soñado alguna vez con una máquina de imprimir dinero? Poder comprar todo lo que uno se proponga, sin límites. Sin embargo, el dinero no es más que un medio de intercambio sin valor real alguno, por lo que cuanto más dinero haya en la economía más costarán los bienes y servicios. De nada sirve que se dupliquen los sueldos, si también lo hace el coste de la vida. John Law, economista escocés del siglo XVIII, es considerado el inventor del papel moneda en Europa (en China ya existía con muchos siglos de antelación) y llevó a la Francia del rey Sol al borde de la bancarrota. Su historia debería ser contada a todos esos niños, y no tan niños, que alguna vez han soñado con la máquina de imprimir dinero.



A la muerte de Luis XIV en 1715, la situación de las arcas públicas francesas era más que deplorable. Las costosas estridencias de la corte junto a las campañas exteriores, como la Guerra de Sucesión Española, habían dejado al estado francés con una deuda de 3.000 millones de libras con unos ingresos de únicamente 142 millones vía impuestos. Además, la escasez de metales preciosos que sufría Francia provocaba constantes devaluaciones de su moneda y la dificultad de aumentar el dinero en circulación.

El duque de Orleans, que había asumido la regencia dado que Luis XV tenía solo cinco años, era un amigo personal de John Law, que vio en el ascenso al poder de su amigo una oportunidad única para poner en práctica sus ideas más revolucionarias. Law era de la opinión que la actividad económica no debería estar limitada por la cantidad de metales preciosos en circulación, así que propuso abandonar las monedas de oro y plata usadas hasta el momento y pasar a utilizar papel moneda, es decir, dinero fiduciario sin valor intrínseco y que se sustenta en la confianza de la comunidad.

Dicho y hecho. En 1716, el regente autoriza a Law a crear un banco privado llamado *Banque Générale* a través del cual se emitiría el papel moneda teóricamente convertible en monedas. Nació la expansión cuantitativa y rápidamente la economía francesa junto al comercio internacional despegaben. Consiguió reducir la deuda pública francesa por la vía de pagar a los acreedores de la monarquía entregándoles acciones del banco por lo que el *Banque Générale* fue nacionalizado y se transformó en el *Banque Royale* (lo más parecido a un banco central actual).

Gracias al exitoso invento, se permitió que Law interviniese en el comercio colonial consolidando todas las compañías comerciales francesas en Estados Unidos bajo la *Compagnie du Mississippi*. En 1719, Law empezó a emitir acciones de la nueva compañía a la vez que lanzaba una exagerada campaña publicitaria sobre la potencial riqueza de Luisiana que desataron una manía inversora que rápidamente multiplicó por 36 el valor de las acciones. Law fue nombrado ministro de finanzas, convirtiéndose en la segunda persona más poderosa del país. Lo controlaba todo, la gestión de impuestos, la deuda pública, la acuñación de monedas, y el comercio internacional.

Confiado en el éxito de un sistema en el que se sentía todopoderoso (llegó a decir la célebre frase “*La economía soy yo*”), Law aumentó la emisión de ese nuevo papel moneda muy por encima de los recursos del banco. Como cualquier tenedor de esos billetes podía ir al banco y convertirlos en oro o plata, emitir sin el respaldo de esos metales era de hecho una estafa. Bastó con la vuelta de varios emigrantes contando que aquello de Luisiana era una tierra de pantanos y ciénagas sin valor alguno para que se iniciara una aguda crisis de confianza.

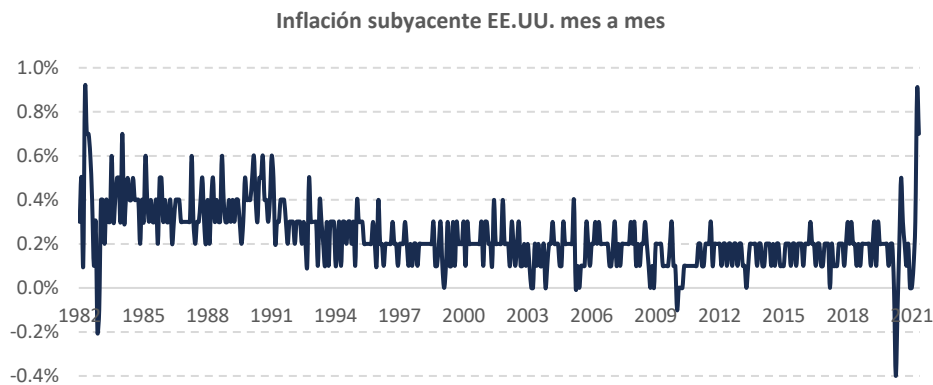
Para evitar que el castillo de naipes se derrumbara, John Law decidió fusionar la compañía y el banco y canjear las acciones de la *Compagnie du Mississippi* en el famoso papel moneda. Para reembolsar las acciones tuvo que emitir (sin respaldo alguno) una cantidad tal de billetes que duplicó bruscamente la oferta monetaria. La consecuencia fue que la inflación llegó a un 23% mensual en enero de 1720 y las acciones cayeran prácticamente a 0.

Muchos hacían cola desde el amanecer ante las puertas del banco para cambiar los billetes por oro, sin éxito. En julio de 1720 hubo un tumulto y 15 personas murieron. Law tuvo que huir del país y murió en la pobreza nueve años después en Venecia. Francia volvió a la quiebra en la que la había dejado Luis XIV acrecentada por la ruina de muchos ahorradores privados. Francia tardaría generaciones en recuperarse del colapso y la debilidad de las finanzas del Estado francés contribuyó a desencadenar la revolución de 1789.

La idea de una moneda fiduciaria fue sinónimo de imprudencia durante dos siglos y el vínculo entre el dinero y el oro no se abandonó por completo hasta la década de 1970, cuando se acabó con el sistema de Bretton Woods. ¿Y qué fue de Law y del legado del duque de Orleans? Quien se pasee hoy por el Louvre podrá observar en la galería de Apolo una de las gemas más grande del mundo, *Le Régent*, un diamante de 140 quilates que el duque adquirió en plena euforia de impresión de dinero obnubilado por los beneficios de esa política. Ese diamante que más tarde coronaría a Luis XV y llevaría Napoleón en la empuñadura de su espada, descansa como testigo mudo de aquella época de despilfarro.

Inflación transitoria o persistente

[Llevamos varios trimestres avisando del riesgo de un repunte de inflación en Occidente como no lo ha habido en las últimas cuatro décadas.](#) El debate finalmente ha aterrizado en las mentes de todos los agentes económicos: inversores, políticos, banqueros centrales e incluso en el ciudadano de a pie a través de prensa no especializada. Ahora ya no es un aviso, es un hecho. La inflación ya está aquí.



La inflación americana se ha disparado hasta el 5% interanual, dato no visto desde 2008. La mayoría de los analistas coinciden en afirmar que este dato no sirve para ningún tipo de análisis riguroso ya que tiene “distorsión de base”, es decir, como se compara con el número de hace exactamente un año en plena pandemia, el resultado está alterado. Para evitar esta crítica, la gráfica de arriba muestra la inflación subyacente medida mes a mes, es decir, no contiene ninguna distorsión ya que compara los precios de junio con los de mayo. Aún así, estamos viendo los datos más altos en cuatro décadas.

Sin embargo, existe un sorprendente esfuerzo por parte de la Reserva Federal en sus comunicaciones para controlar y enmarcar el debate de la inflación:

1. **Es engañosa:** Todos los datos publicados durante el 2021 están distorsionados por la pandemia, y por lo tanto deben ser tomados con pinzas.
2. **Es transitoria:** Las fuertes subidas de inflación terminarán pronto, y por lo tanto no deben preocuparnos.
3. **Es controlable:** En el hipotético caso de que se alargara en el tiempo, esta inflación podrá ser combatida sin problemas por los bancos centrales que disponen de infinidad de recursos para hacerle frente.

En nuestra opinión, el debate sobre si la inflación es o no es transitoria es absurdo: todo lo humano es transitorio por naturaleza, tarde o temprano se acaba. Por ello encontramos relevante analizar como cambiarán las dinámicas del mercado y que oportunidades dejará su paso, más que entrar en el debate de su transitoriedad.

¿A qué se debe entonces tanto esfuerzo en controlar la narrativa? Como muchos otros factores macroeconómicos, la inflación también tiende a comportarse según la expectativa de los agentes económicos. Es lo que denominamos conocimiento generalizado, o el relato que aceptamos todos. Por eso las instituciones monetarias están tan preocupadas en controlar el relato: si pierde el control sobre el debate de la inflación, también perderá el control de la propia inflación. O, en otras palabras, si los ciudadanos piensan que los precios se han descontrolado, adelantarán sus compras y exigirán a sus empleadores mayores aumentos de sueldo, trayendo con todo ello la inflación al mundo real. Igual que John Law hace 300 años, Jerome Powell, presidente de la Reserva Federal, necesita que se mantenga la confianza en el sistema para mantener el mercado alcista.

El fantasma de Arthur Burns

Arthur F. Burns fue el presidente de la Reserva Federal entre 1970 y 1978. Era un hombre de ideas firmes que opinaba que la variación de precios era mayoritariamente causada por factores exógenos que poco tenían que ver con la política monetaria y por ello podían ignorarse las subidas de precios si estas eran causadas por factores que él no podía controlar.

Cuando estalló la crisis del petróleo de 1973 y el precio se cuatuplicó, Burns decidió que se debía retirar del cálculo del IPC el coste energético (que suponía el 11% de la cesta). A pesar de las múltiples quejas del personal de la Fed, eso no frenó a Burns, que unos meses después retiró también los alimentos (25% de la cesta) que se habían disparado de precio por culpa del fenómeno meteorológico del Niño. Burns alegaba que esos eventos poco tenían que ver con las políticas monetarias de la Fed.

Hasta cierto punto, Burns podía tener razón, pero el presidente no acabó ahí. Durante los siguientes años retiró sistemáticamente del cálculo todo lo que subía exageradamente de precio hasta dejar la cesta con solo el 35% de los componentes originales, y aún y así, el índice subía a doble dígito. No fue hasta el 1975 que Burns se rindió y aceptó que Estados Unidos tenía un grave problema con la inflación, que había llegado al 12,3%. La lección que nos deja Burns es evidente: ignorar los factores “transitorios” conlleva un gran riesgo.

Volviendo al presente, la Fed insiste en que los recientes aumentos en el precio de los alimentos, los materiales de construcción, los coches de segunda mano, los productos de salud personal, la gasolina y los electrodomésticos reflejan factores transitorios que desaparecerán rápidamente con la normalización postpandemia. Por si eso no rima suficiente con la historia anterior, todos recordamos cuando el verano pasado la Fed decidió abandonar el objetivo de mantener a raya la inflación en el 2% y decidieron que era mejor una inflación *media* del 2%, teniendo en cuenta que como los últimos años había estado muy por debajo, ahora permitirán que esté por encima una temporada.

Pues bien, os presentamos la nueva ocurrencia de la Fed, la “*la inflación mediana*”. La Fed de Cleveland argumentó hace unos días que el cálculo de la inflación debería eliminar aquellos componentes del IPC que ellos consideran “anomalías extremas” por haberse disparado demasiado. ¿Os suena? A Arthur Burns seguro que sí.



PCE inflation jumped to 3.9% in May. But median PCE inflation, which excludes outlier components and focuses on the middle of the distribution, was steady at 2% for the third month in a row. clefed.org/PCE



6:46 PM · Jun 29, 2021 · Meltwater Social



Planning a cookout this year? Ketchup on the news. According to the Farm Bureau, the cost of a 4th of July BBQ is down from last year. It's a fact you must-hear(d). Hot dog, the Biden economic plan is working. And that's something we can all relish.



11:17 PM · Jul 1, 2021 · The White House

Informe de gestión

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

- 1. Posición en renta variable:** La renta variable americana ha vuelto a recuperar el liderazgo este trimestre, gracias a que los valores tecnológicos han vuelto a máximos históricos. El S&P 500, índice de referencia americano, ha aumentado un 8,2%, superando ampliamente al Eurostoxx que ha subido un 3,7%. Como ya comentamos en el último informe, el fondo mantiene un sesgo conservador en renta variable, ante las fuertes subidas que hemos presenciado. Así, la renta variable solo ha contribuido un 0,4% a la rentabilidad trimestral.
- 2. Posición en volatilidad:** A pesar de que no haya habido ninguna corrección del 5% en los principales índices desde que empezó el año, el mercado sí ha dado muestras de fragilidad. Para protegerse de posibles caídas, el fondo compró a principios del trimestre una posición de volatilidad, que a pesar de que aún no ha regresado a niveles previos a la pandemia, vuelve a acercarse a niveles atractivos. Este trimestre la protección nos ha mermado, restando un 1,1% al rendimiento del fondo.
- 3. Posición en dividendos:** Los dividendos europeos por fin han regresado a su nivel previo al estallido de la pandemia. Cuando recomendamos la inversión en abril de 2020, nuestra tesis era que los dividendos más allá de 2021 se estaban viendo afectados por factores técnicos (excesiva emisión de productos estructurados) y no por razones fundamentales. Ahora, habiendo participado de la recuperación, el fondo ha salido de la posición, que este trimestre ha aportado un 0,7% a la rentabilidad.
- 4. Posición en metales preciosos:** Ante la relajación de los tipos de interés, el oro y la plata han recuperado parte de lo perdido este año. Por ahora, los datos de inflación no han tenido ningún impacto en la cotización de los metales preciosos, en tanto el mercado asume que los bancos centrales tienen la situación bajo control, aunque esto podría cambiar si los números siguen sorprendiendo al alza. La posición del fondo en este activo se mantiene intacta, y en este periodo los metales han sumado un 0,5% al resultado.
- 5. Posición en materias primas:** Las materias primas han continuado su senda alcista, con el petróleo alcanzando niveles de \$75, no vistos desde 2018. Estas subidas están empezando a incomodar a algunos gobiernos (al de China particularmente) que temen que un aumento del coste de sus importaciones frene su economía. Será interesante ver si las *commodities* son capaces de ignorar este ruido de fondo y seguir su escalada, que ha beneficiado al fondo en un 1,2% este trimestre.
- 6. Posición corta en renta fija:** La renta fija continuó con sus caídas hasta el 13 de mayo, cuando el interés americano a 10 años alcanzó el 1,7%. A partir de ahí, y a pesar de los sorprendentes datos de inflación publicados el 12 de mayo, la renta fija ha recuperado parte de lo perdido y el tipo de interés ha bajado hasta el 1,4%. Este trayecto de ida y vuelta ha hecho que esta posición del fondo no haya ni sumado ni restado a la rentabilidad.
- 7. Posición corta en tecnológicas americanas:** El sector tecnológico ha vuelto a recuperar su senda alcista, a pesar de las voces escépticas que señalan su excesiva valoración y posición monopolística. Nada parece poder frenar las subidas de las FAANGs (Facebook, Amazon, Apple, Netflix, Google), que han restado un 0,6% a la rentabilidad del fondo este trimestre.

- 8. Posición en derechos de emisiones de CO₂:** La última incorporación del fondo ha tenido un trimestre excepcional. Los derechos de emisiones han subido desde los 43€ por tonelada de CO₂ emitida hasta los 56€. A pesar de lo impresionante de la subida, los precios aún deben subir considerablemente más antes de forzar un cambio real en las políticas de las empresas más contaminantes, como es el deseo de la Unión Europea. Durante este trimestre, esta posición ha aportado un 1,6% al fondo.

No creemos necesariamente que nos avecinemos a un periodo de inflación tan fuerte como el de los 70s y 80s por ahora. Sin embargo, la situación es muy parecida a nuestra apuesta por la volatilidad a principios del año pasado, cuando llevaba marcando mínimos históricos durante demasiado tiempo. Las expectativas de inflación vienen de un súper-ciclo de 40 años con expectativas negativas y tipos de interés bajando. A veces son precisamente estos cambios de tendencia bruscos los que brindan las mejores oportunidades.

“La inflación es siempre y en todas partes un fenómeno monetario. Es tributación sin legislación”

- Milton Friedman

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%	1.2%	0.6%	0.9%							6.7%

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