

15 octubre de 2021

Informe de gestión Q3 2021

Estimados inversores,

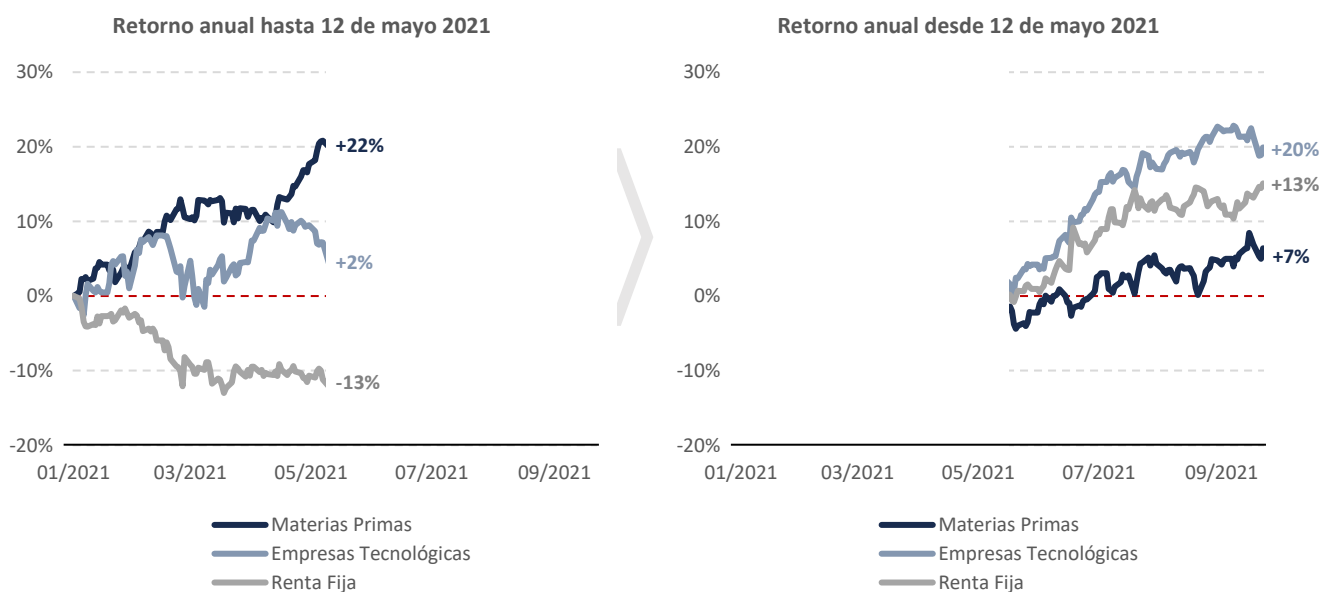
Hanway Capital Fund ha obtenido un **retorno del -0,4% este trimestre** obteniendo un precio por acción de **136,2€** neto de comisiones, lo que sitúa la **rentabilidad acumulada en el año 2021 en el 6,4%**. A pesar de que los datos de inflación que se han publicado durante este trimestre han sido los más elevados de los últimos 30 años, el mercado ha optado por someterse al relato oficial de que la inflación será transitoria. Pese a que nuestra estrategia no ha funcionado estos tres meses, nuestra convicción se mantiene intacta y seguimos pensando que el mayor riesgo para la economía global es una inflación persistente.

Un año con dos partes

El 12 de mayo, el *Bureau of Labor Statistics* del Departamento de Trabajo de los Estados Unidos reveló que el IPC americano de abril se situaba en el 4,2% con respecto al año anterior, confirmando así que la inflación ya estaba entre nosotros. A partir de esa fecha, los sucesivos datos de inflación publicados no han descendido del 5,0% en Estados Unidos y en la Eurozona se sitúan en el 3,4%.

¿Por qué entonces Hanway apenas ha generado rentabilidad desde ese día? Sencillamente porque el mercado se ha comportado como si estos datos fueran a remitir pronto. Recordemos que las bolsas son un mecanismo de descuento que no mide ni el estado actual ni el futuro de la economía, sino que es un indicador de la evolución de las expectativas macroeconómicas.

Así, mientras en la primera mitad del año el temor era que la inflación hiciese su aparición, en la segunda mitad el relato que ha ganado adeptos es que rápidamente regresaremos a niveles de inflación moderados. Eso ha provocado que los activos por los que apostamos a principios del año (principalmente, materias primas, una posición corta en renta fija, y una preferencia por las empresas cíclicas frente a las tecnológicas) hayan deshecho el camino andando a principios de año.

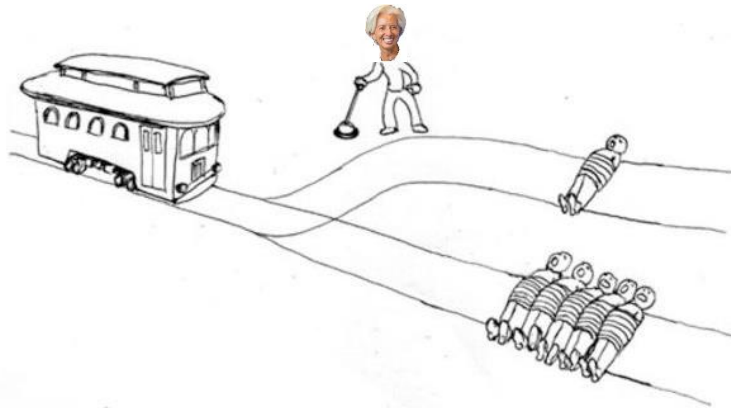


Los Bancos Centrales tienen particular interés en convencer a los agentes económicos de que la inflación será transitoria. En caso de no ser así, deberían afrontar el dilema del tranvía: no hacer nada y permitir que la inflación se dispare, socavando el ahorro de los ciudadanos y menguando la confianza en el sistema financiero, o subir los tipos de interés de forma repentina, frenando la economía y abocando a muchas empresas endeudadas a la quiebra.



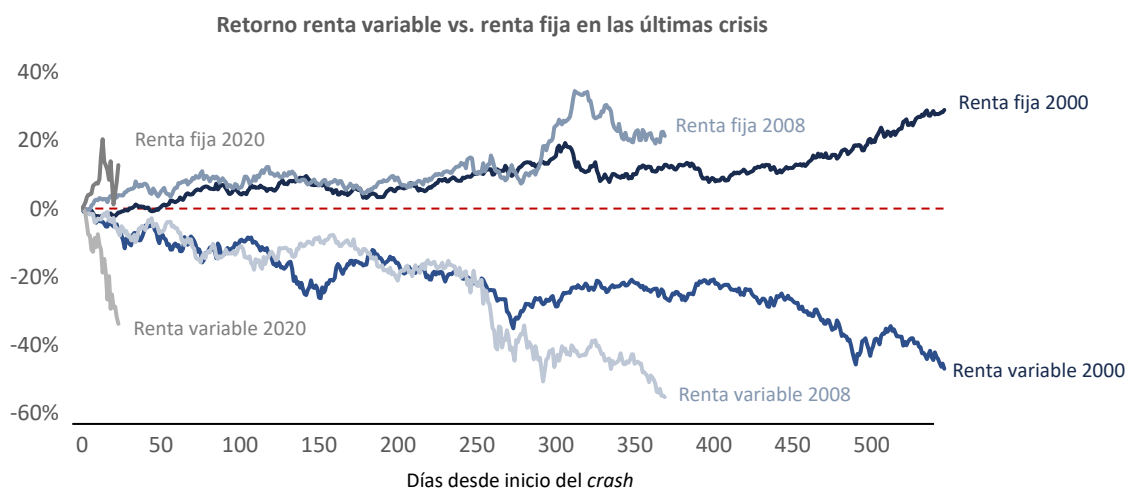
Christine Lagarde @Lagarde · 6m

Many of the higher prices we are currently seeing are temporary, I explained in an interview with @AnnetteCNBC. We @ecb think prices will become much more stable in the year to come. Read the full interview ecb.europa.eu/press/inter/da...



La Ligne Maginot

La experiencia del pasado nos ayuda a generar comportamientos que deberían ayudarnos en caso de repetirse una misma situación en el futuro. Así pues, los gestores financieros saben que, ante cualquier riesgo de mercado, proteger las carteras de sus clientes con un peso en renta fija debería ser suficiente para abortar cualquier calamidad.



Las crisis de los últimos 30 años han demostrado que los fondos mixtos (aquellos que poseen una parte en renta variable y otra en renta fija) capean muy bien los temporales debido a la correlación negativa que existe entre los dos activos. Es decir, cuando baja la bolsa, suben los bonos. Pero ¿ha sido siempre así?, ¿está escrito en algún lado que esta manera de protegerse ante el enemigo seguirá sirviendo en el futuro?

André Maginot, soldado y político francés del siglo XX, luchó en el frente de Lorena durante la Primera Guerra Mundial. En noviembre de 1914, en Verdún, fue herido en la pierna, quedando cojo el resto de su vida. Pero André Maginot es mayormente conocido por dar nombre y ser el impulsor de la famosa línea Maginot.

En 1929, Maginot fue nombrado ministro de Guerra de Francia. La creciente amenaza del Tercer Reich de Hitler y el temor a que Francia sufriera un nuevo baño de sangre como en la anterior guerra impulsaron a Maginot, basándose en la experiencia del pasado, a trazar lo que él creería una genial idea.



La línea Maginot era una muralla fortificada de más de 500km que se extendía por toda la frontera francesa con Italia y Alemania desde el Mediterráneo hasta el Canal de la Mancha. Contaba con 108 fuertes siendo la mayor línea de defensa militar construida en el mundo moderno, y de una gran complejidad tecnológica y militar. Basándose en la guerra de trincheras de la Primera Guerra Mundial, la fortificación contaría con todo tipo de instalaciones para resistir un largo asedio: comedores, sala de comunicación, enfermería, quirófanos y hasta habitaciones confortables.

Según su promotor, la línea Maginot reduciría enormemente las bajas de la primera gran guerra. Frenaría a tiempo un posible ataque alemán, protegería las cuencas industriales y las minas de Alsacia y Lorena, que en anteriores conflictos habían sido un apetecible botín para el enemigo, y convertiría a Francia en un bastión impenetrable.

A pesar de sus detractores, como el entonces general Charles de Gaulle que tachó el proyecto de anticuado e inflexible, Maginot obtuvo el apoyo de los mariscales Joseph Joffre y Phillipe Pétain, ambos casi octogenarios y aferrados al arcaico concepto de la rígida guerra de trincheras. La construcción se inició en 1929 y acabó en 1938, pero André Maginot murió en el cargo en 1932 y nunca vería acabado su largo y ambicioso sueño, que acabó con un amargo despertar.

Cuando estalló la guerra, habían pasado 25 años desde el inicio de la primera y la Alemania nazi inauguró su novedoso y atroz mecanismo, la *Blitzkrieg* (guerra relámpago). Quedó claro desde un inicio que esta Segunda Guerra Mundial nada tendría que ver con la primera, y que la guerra de trincheras y la defensa estática habían pasado a mejor vida.

En mayo de 1940 las tropas alemanas de Hitler invadieron Holanda, Bélgica y Luxemburgo en apenas 18 días, y la inexpugnable línea Maginot cayó en menos de un mes. Las nuevas técnicas de guerra y principalmente los aviones constataron la inutilidad de esa defensa anticuada que no sirvió para nada y la convirtieron en el símbolo de la derrota francesa en la Segunda Guerra Mundial.

Francia cayó en manos de Hitler y su Tercer Reich hasta 1944. Fue tan breve la vida de la línea, que cuando los soldados ingleses y norteamericanos la recorrieron, se asombraron de ver que los fusiles lucían nuevos, sin haber disparado jamás. La línea Maginot se desplomó antes de derribar a un solo soldado enemigo. *Sic transit gloria mundi*.

Algunos gestores de patrimonio pueden terminar corriendo la misma suerte que André Maginot, y estar ignorando que las técnicas de combate han cambiado. Comprar renta fija para protegerse ante posibles caídas de renta variable supone en la práctica estar luchando con las técnicas de la guerra pasada.

La guerra civil americana (1861), la guerra rusojaponesa (1904) y la Primera Guerra Mundial (1914) fueron guerras de trincheras, y las defensas estáticas triunfaron. La crisis puntocom (2000), la crisis financiera (2008) y las crisis del covid (2020) fueron crisis deflacionarias, y la renta fija fue la mejor defensa. Pero debemos preguntarnos, ¿funcionará igual de bien nuestra trinchera de bonos soberanos, si el enemigo nos ataca con subidas de precios a la velocidad del relámpago?

Crisis energética global

A pesar de que los efectos de la pandemia en el ámbito sanitario parece que empiezan a atenuarse, el COVID-19 sigue generando daños colaterales. Si la pandemia provocó que el precio del barril de petróleo entrara en terreno negativo en abril del año pasado por la falta de demanda, este invierno la pandemia amenaza con generar una crisis energética global por falta de suministros.

Desde tiempos remotos, las civilizaciones han entendido la llegada del frío como uno de esos momentos del año en los que conviene estar preparados. Eso se traduce hoy en día en que gobiernos y grandes corporaciones intentan que las reservas estratégicas de energía se encuentren llenas al comenzar el invierno. Sin embargo, este año la Agencia Internacional de Energía ha advertido de que las reservas de gas natural en Europa se encuentran un 20% por debajo de lo que es habitual para esta época.

La Unión Europea es el tercer consumidor de energía del mundo, pero es altamente dependiente del exterior. Al menos una quinta parte de la electricidad la producimos con gas natural, que importamos en un 90% de Rusia y Argelia. Eso nos deja en una situación muy vulnerable a escenarios como el actual, donde la rotura de cadenas de suministros ha desatado una batalla a nivel global por intentar acumular el máximo gas posible para encarar el invierno.

Esto a su vez ha provocado que el precio del gas en Europa se haya disparado a máximos históricos, arrastrando consigo el precio de la luz. Más allá del evidente impacto social que supondrá para las familias, también está provocando el parón de plantas industriales que acabará traducéndose en una ralentización económica.

El encarecimiento del gas está también aumentando el atractivo económico de generar energía utilizando otras fuentes mucho más contaminantes, como quemar petróleo o carbón. En Hanway Capital creemos que la verdadera solución a este problema pasa por acelerar la transición a energías renovables para dejar de depender de combustibles fósiles contaminantes y de estrategias geopolíticas de regímenes autoritarios.

Nuestra posición en derechos de emisión de CO₂ supone la mejor manera de expresar esta creencia. El precio al que cotizan los derechos de emisión de CO₂ indica el precio que las grandes empresas y energéticas tendrán que pagar por contaminar. [Ante los ataques de la prensa](#) contra la especulación

en el mercado de derechos de emisión por el impacto en la factura de la luz, queremos destacar dos datos:

1. El incremento del precio de la luz en Europa durante 2021 se explica en un 90% por la subida del precio del gas natural (394% este año) y solamente en un 10% por el incremento de los derechos de emisión de CO₂ (80% este año).
2. Con el auge de la Inversión Socialmente Responsable (*ESG* por sus siglas en inglés, *Environmental, Social and Governance*) no se nos ocurre inversión más sostenible que los derechos de emisiones. Comprando dicho activo, incentivamos a las empresas a que lleven a cabo las inversiones necesarias para dejar de emitir gases contaminantes.

Informe de gestión

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

- 1. Posición en renta variable:** Por sexto trimestre consecutivo, la renta variable americana se ha apreciado, si bien sus subidas se han limitado al 0,2%. Durante las últimas semanas, la prudencia y el pesimismo parecen haberse apoderado del mercado. El pasado 20 septiembre, por ejemplo, el índice de volatilidad VIX alcanzó los 29 puntos mientras el S&P 500 apenas estaba un 5% por debajo de sus máximos históricos. Este comportamiento nos incita a pensar que la renta variable podría tener un gran último trimestre este año, lo que ha llevado al fondo a aumentar tímidamente su exposición. Durante este periodo, la renta variable ha restado un -0,4% a la rentabilidad.
- 2. Posición en metales preciosos:** La fortaleza del dólar americano ha pesado con fuerza en la cotización del oro y la plata, que han descendido un 1% y un 15% respectivamente. Históricamente la correlación negativa entre los metales preciosos y el dólar ha sido muy fuerte, así que muchos agentes del mercado se verán sorprendidos si ambos son capaces de subir a la vez en un contexto inflacionista. La posición del fondo en este activo ha restado otro -0,6% al resultado.
- 3. Posición en materias primas:** La crisis energética que estamos viviendo tiene su origen en la fuerte subida de algunas materias primas como el gas natural y el petróleo. Los gobiernos harán cuanto esté en su mano para tratar de frenar su escalada antes de que el frío llegue a los hogares, pero serán los países exportadores de dichas materias los que tendrán la sartén por el mango. Mientras tanto, esta escalada ha beneficiado al fondo en un +0,4% este trimestre.
- 4. Posición corta en renta fija:** La renta fija continúa imperturbable ante los datos de inflación que siguen sorprendiendo al alza. El rendimiento del bono americano (1,5%) y el IPC de dicho país (5,4%) nunca habían estado tan alejados. Será interesante ver si esta divergencia se termina cerrando al alza con subidas de tipos o la baja con una inflación más controlada. Este trimestre, la rentabilidad se ha visto mermada en un -0,3% por esta posición.
- 5. Posición en derechos de emisiones de CO₂:** La escalada del CO₂ ha continuado este trimestre, con los precios subiendo desde los 56€ hasta los 62€. La Unión Europea ha recomendado esta semana a sus países miembros que aprovechen esta subida, y usen los beneficios extraordinarios que obtendrán vendiendo derechos de emisiones a precios elevados para subvencionar la factura de la luz a los colectivos más vulnerables. Esta medida tan acertada demuestra la fe que Bruselas tiene en este instrumento, que este trimestre ha aportado un +0,5% al fondo.

“Por muy sofisticado que sea tu análisis, nada cambiará el hecho que todos tus conocimientos son acerca del pasado y todas tus decisiones son acerca del futuro”

- Ian E. Wilson

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%	-0.8%	1.5%	-1.1%				6.4%

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