

6 abril de 2022

Informe de gestión Q1 2022

Estimados inversores,

Hanway Capital Fund ha obtenido un **retorno del +0,3% este trimestre** alcanzando un precio por acción de **146,2€** neto de comisiones. Tras casi dos años de subidas ininterrumpidas, este trimestre las caídas han regresado con fuerza. Nuestra firme apuesta por activos pro-inflación nos ha permitido navegar este convulso escenario sin sufrir como lo ha hecho la bolsa europea, que acumula bajadas cercanas al 10%. Aun así, creemos que algunas de las temáticas por las que ha apostado el fondo aún tienen que despertarse a la nueva realidad y podrían dar un muy buen resultado en lo que queda de año.

Los políticos han encontrado su chivo expiatorio

Durante el segundo trimestre de 2020, a raíz de la histórica inyección de liquidez que se llevó a cabo para que la economía fuera capaz de subsistir durante la pandemia, advertimos de que el retorno de la inflación era inminente. El 2021 fue el año en el que los bancos centrales lograron mantener el relato de que la inflación era transitoria y que disminuiría rápidamente. Sin embargo, en 2022 las subidas de precios se han escapado de su control. Estamos en el cuarto mes de 2022 y la inflación en Estados Unidos se sitúa en el 7,9%, la de la Eurozona en el 7,5% y la de España en el 9,8%. Son los datos más altos en 40 años.

Ante la evidencia de que el problema ignorado durante meses les ha explotado en las manos, nuestros líderes se han visto obligados a elegir entre asumir la culpa o buscar un chivo expiatorio de todos nuestros males. Es en este contexto en el que entra en escena Vladimir Putin y su orden de invadir Ucrania el 24 de febrero: el Kremlin ha dado a nuestros dirigentes una excusa ante la inflación que les permite esquivar cualquier atisbo de culpa.

Es evidente que la invasión de Ucrania ordenada por Vladimir Putin ha tenido un efecto inmediato en la inflación, encareciendo para Europa el acceso a muchas materias primas sobre todo del sector energético. Pero los problemas empezaron mucho antes, pues como nos recuerda Milton Friedman “la inflación es siempre y en todos partes un fenómeno monetario”. Era de una ingenuidad absoluta pensar que todos los programas de expansión cuantitativa de los bancos centrales, unidos a los ICOs, ERTEs e incluso cheques a los ciudadanos nos saldría gratis.



Ahora empezamos a sufrir las consecuencias, y es el momento de hacerse los sorprendidos. Tanto los banqueros centrales como los legisladores se mostrarán muy preocupados y negarán haber deseado esta inflación. Pero la realidad es que ¿cómo sino iba a repagarse la espectacular montaña de deuda acumulada durante los últimos 20 años? Recordemos que la deuda está denominada en una cantidad nominal fija. 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% sin hacer ningún esfuerzo “aparente”.

¿Pero quién está pagando entonces todo este gasto? En primer lugar, los ahorradores. Un ciudadano que tenga 10.000€ ahorrados en su cuenta bancaria perderá en el periodo 2021-22 unos 1.585€, o lo que es lo mismo, un 16% de su patrimonio. También saldrán damnificados todos aquellos trabajadores que no sean capaces de negociar una subida salarial del 10% este 2022. Y, por último, sufrirán los inversores “conservadores” en productos de renta fija al no ser capaces de encontrar bonos que les paguen un interés cercano a la inflación.

Por todo ello ha resultado tan oportuna la aparición de Vladimir Putin como centro de todas las dianas. El presidente americano Joe Biden se refiere a las subidas de petróleo como “el impuesto de Putin”, y su vicepresidenta Kamala Harris recordaba a los americanos que “hay que pagar un precio por la democracia, y este implica pagar más por la gasolina”. Igualmente, en Europa se nos pide que apoyemos a nuestros compatriotas ucranianos soportando las subidas del precio de la luz y gas.

Uno de los periódicos más influyentes de nuestro país, La Vanguardia, ejemplifica a la perfección en su [editorial](#) del 31 de marzo esta mentalidad. Titulado “Sube el impuesto de la guerra”, el artículo obvia que la inflación en España ya se situaba en el 6,5% antes de la invasión. Además, también insta al Banco Central Europeo a saltarse su mandato de estabilidad de precios y reanudar precisamente los mismos estímulos monetarios que nos han traído hasta aquí.

En nuestra opinión, la inflación persistirá durante muchos meses a medida que empiece a afectar las decisiones de consumo e inversión de los ciudadanos. Por ese motivo, el fondo mantiene intactas sus apuestas por esos activos que protejan de la inflación a nuestros inversores. Conviene no olvidar que el shock actual de inflación viene provocado por el lado de la demanda y no de la oferta, y por lo tanto persistirá más allá del conflicto en Ucrania. La única manera de detener la espiral consiste en aplicar políticas monetarias restrictivas que provoquen una recesión económica que frene el consumo. Nunca antes se ha frenado una inflación superior al 5% sin provocar una recesión.

La renta fija despierta de un dulce sueño de 40 años

Llevamos tiempo avisando del riesgo que supone la inversión en renta fija y de la bomba de relojería que representa. En concreto en nuestra [carta](#) de hace dos trimestres hicimos el símil con la *Ligne Maginot* y en un informe de 2019 advertimos sobre [los riesgos ocultos de la renta fija](#). Durante este inicio de 2022, creemos que ha empezado a explotar: este ha sido el peor trimestre para la renta fija en 40 años con una caída del 6%. Las caídas acumuladas desde enero de 2021 superan ya el 11%, su mayor caída desde los años 80. Aunque si lo medimos en términos reales, tras descontar una inflación del 7% la caída real ha sido del 18%.

A pesar del histórico descenso, creemos que aún tiene mucho recorrido para seguir cayendo. La renta fija se ha aprovechado de un largo ciclo macroeconómico de 40 años que le ha sido muy favorable: las expectativas de inflación a la baja, la constante bajada de tipos de interés y un crecimiento moderado le han servido de vientos de cola.

La gráfica del interés del bono americano muestra un fuerte sesgo a la baja desde 1985. Esto ha generado una dinámica en la que, cuando un mínimo repunte de los intereses pone en riesgo la tendencia, ocurre un accidente financiero. Basándonos pues en la historia, sería imprudente ignorar lo que el actual repunte de tipos puede provocar.



Todo esto afecta indirectamente a la renta variable y a sus valoraciones. Cuantos más beneficios de una empresa se hallen atrapados en el futuro, más sensible será el precio de la acción a una subida de tipos de interés. Gracias al valor del dinero en el tiempo, un mayor interés implicará menor valor de esos beneficios futuros. Solo así se explican las brutales caídas que hemos presenciado en los últimos meses de empresas que aún no generan beneficios. Premiadas por el mercado durante años de intereses bajos, los inversores están ahora nerviosos y ya no toleran que los ejecutivos de dichas empresas menosprecien la importancia de ser rentables cuanto antes.

El hombre que cambió el curso de la guerra

Cuando se inició la invasión en Ucrania el día 24, las bolsas mundiales reaccionaron en un primer momento con subidas, y el petróleo sufrió descensos. La explicación es sencilla: el mundo entero creía que el conflicto iba a durar apenas unos días, y que el ejército ucraniano iba a correr la misma suerte que el afgano a manos de los talibanes en 2021. Sus gobernantes huirían al exilio, los soldados se rendirían rápidamente y Putin obtendría una rápida victoria con la que seguir expandiendo su zona de influencia.

Sin embargo, el pueblo ucraniano inspirado por su líder Volodímir Zelenski ha demostrado una resistencia férrea en la defensa por su libertad. Fueron su ejemplo y sus constantes arengas televisadas a los líderes occidentales las que provocaron que no pudieran mirar hacia otro lado y lanzaran el mayor ataque financiero que se ha visto jamás. Las sanciones económicas contra Rusia han hecho del sistema financiero mundial la punta de lanza del armamento occidental.

Rusia, que llevaba años preparándose para el conflicto, había prácticamente dobrado sus reservas internacionales de divisas desde 2015 y contaba con utilizarlas para sostener el rublo y su sistema económico ante las previsibles sanciones. El único problema es que esas divisas estaban en su mayoría en dólares americanos y euros, y por tanto dentro del alcance de los bancos centrales que regulan esas monedas.

El 28 de febrero, en un movimiento sin precedentes, Occidente no solo cortaba el acceso SWIFT a los bancos rusos (sistema de pagos internacionales), sino que también congelaba todos los activos que su banco central tenía depositados en euros y dólares. El efecto fue el mismo que si Rusia hubiera olvidado la clave de acceso a sus cuentas corrientes.

Esta acción tendrá una relevancia trascendental en el orden mundial y sobre los flujos internacionales de capital de las próximas décadas, siendo China el actor más relevante. Cabe esperar que el bloque de países no alineados con Occidente buscará desvincularse paulatinamente de un sistema financiero que no controlan, y guardarán sus reservas de divisas en monedas que no estén bajo la influencia de Occidente.

En la práctica estamos hablando de un repliegue de la globalización, de una reducción del comercio internacional entre bloques y quizás incluso de una pérdida del peso del dólar en el comercio mundial. Si China quiere desbancar a Estados Unidos en las próximas décadas como líder mundial, ha aprendido de este conflicto que no puede depender de un sistema financiero controlado por los EE.UU.

Por otra parte, y por terminar con un tono positivo, la guerra ha arrastrado al Viejo Continente a una crisis energética de la que saldrá reforzada. La Unión Europea es siempre reactiva a la hora de afrontar los retos: no fue hasta la crisis financiera que decidió completar la unión bancaria, y no ha sido hasta la invasión de Ucrania que se ha planteado seriamente una política energética común.

Es esencial que como hizo Estados Unidos a partir de 2014, la Unión Europea alcance la soberanía energética. Esta transición costará muchos recursos y no veremos sus frutos hasta de aquí unos años, pero es de vital importancia. La apuesta de Hanway Capital por las empresas dedicadas a la producción de energías renovables sigue intacta y creemos que estamos ante una oportunidad única para que Europa se convierta en un polo de innovación en esta industria.

Informe de gestión

Pasemos ahora a analizar las posiciones del fondo este trimestre:

- Posición en renta variable:** Las subidas que empezaron en marzo de 2020 se han visto frenadas en este inicio de 2022. En un primer momento los descensos se centraron en los rincones más especulativos del mercado (el índice tecnológico Nasdaq llegó a caer un 21%) pero tras la invasión el pánico se extendió hasta la bolsa europea. El fondo sigue con un sesgo muy conservador en renta variable, pero aun así este trimestre no ha podido escapar de las caídas y este activo ha restado un **-1,9%** a la rentabilidad.
- Posición en volatilidad:** Tras más de un año sin mantener posiciones en volatilidad, el fondo ha vuelto este trimestre a comprar protección ante movimientos bruscos en el mercado. Sin embargo, y a pesar de la incertidumbre que ha habido este trimestre, la volatilidad no ha funcionado como cabría esperar. Nuestra teoría al respecto es que esta protección funciona una de cada dos crisis (en verde cuando funciona, en rojo cuando no). Su buen comportamiento en 2020 ha hecho que muchos gestores la hayan usado como protección desde entonces, irónicamente limitando su potencial. Mientras esperamos a que vuelva a funcionar en el siguiente pánico, este trimestre ha mermado al fondo en un **-0,8%**.



- Posición en metales preciosos:** Siguiendo la tónica alcista con la que terminó 2021, el oro tocó máximos históricos por encima de los 2.000\$ el 8 de marzo para después moderar sus subidas. Sin duda su papel como activo refugio se ha visto reivindicado este trimestre, pues mientras Rusia vio cómo les cortaban el acceso a sus divisas, nadie pudo impedirle que usara sus reservas de oro. La posición del fondo en este activo ha sumado un **+1,7%** al resultado.
- Posición en materias primas:** Cuando en nuestra última comunicación anunciábamos que habíamos bajado nuestro peso en este activo, no esperábamos lo que vendría después. Las materias primas han vivido su mejor trimestre desde 1990. La expulsión del sistema financiero de uno de los mayores exportadores de materias primas del mundo ha generado un caos sin precedentes en el mercado de *commodities*, cuyas consecuencias se irán definiendo en los próximos años. La aportación de este activo al fondo solo ha sido del **+1,0%** en este periodo dado su menor peso.

5. **Posición corta en renta fija:** Parece que la discrepancia entre inflación y tipos de interés por fin se ha empezado a cerrar al alza en este 2022. El cambio de discurso de la Reserva Federal, que se espera suba tipos de interés 7 veces este año, ha despertado a muchos inversores de su letargo y les ha hecho abandonar sus posiciones en renta fija. El fondo se ha beneficiado de esta tendencia, que creemos que aún tiene mucho recorrido, en un **+1,0%**.
6. **Posición en derechos de emisiones de CO₂:** Nuestra mejor inversión de 2021 ha tenido un principio de año convulso. El aumento de los costes de la electricidad en los hogares hizo temer a algunos inversores que la Unión Europea suspendería temporalmente su mercado de emisiones mientras durara la guerra. Así, entre el 23 de febrero y el 2 de marzo, en apenas 5 días, el precio del CO₂ se derrumbó un 42%. Desde entonces, y ante las garantías por parte de la Unión de que no iba a intervenir, el precio ha recuperado más de la mitad de su bajada. Su evolución ha afectado negativamente al fondo en un **-0,7%**.

*“Combatiremos en las playas, en los lugares de desembarco, en los campos y en las calles;
combatiremos en las montañas: no nos rendiremos jamás.”*

- Winston Churchill

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%	2.4%	1.3%	3.1%	13.7%
2022	-1.7%	0.0%	2.1%										0.3%

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