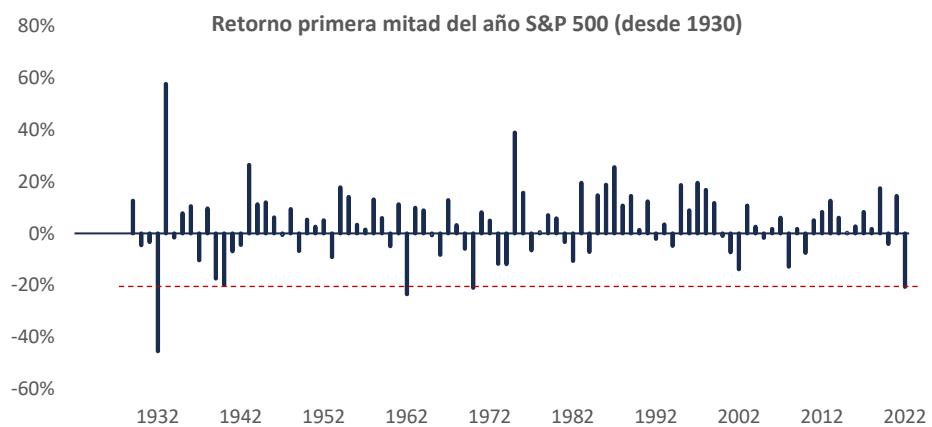


8 julio de 2022

Informe de gestión Q2 2022

Estimados inversores,

Hanway Capital Fund ha obtenido **un retorno del -3,7% este trimestre** obteniendo un precio por acción de **140,7€** neto de comisiones, lo que sitúa la rentabilidad acumulada en el año 2022 en **-3,4%**. En otro convulso trimestre para la renta variable, que ha sufrido su peor arranque en los últimos 50 años, únicamente nuestra apuesta por las subidas de intereses nos ha protegido de las caídas. Los mercados parecen dar por hecho que nos abocamos a una recesión que devolverá la inflación a niveles cercanos al 2%, pero el fondo mantiene su apuesta de que nos hallamos ante un cambio de paradigma que no tiene marcha atrás.



Una inflación descontrolada

Lejos de moderarse, los últimos datos de inflación publicados por las grandes economías han seguido marcando máximos. En España, el índice de precios al consumo interanual ascendió en junio al 10,2%, su mayor subida desde abril de 1985. En Estados Unidos se espera que el dato del mes de junio que se publicara la semana que viene se aproxime peligrosamente al 9% por primera vez desde 1981.

Incapaces de seguir ignorando el problema por más tiempo, los bancos centrales han cambiado radicalmente su discurso este trimestre. Hace menos de un año, concretamente el 9 de septiembre, la presidenta del Banco Central Europeo, Christine Lagarde, señalaba que ni se planteaba retirar los estímulos. En su última reunión, en cambio, anunció el fin de su programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP) y la primera subida de tipos en julio tras 11 años sin subidas. Ambas medidas están destinadas a detener la espiral inflacionista por la vía de frenar la demanda.

Según la teoría económica clásica, las subidas de tipos de interés afectan a la economía real aumentando la remuneración que reciben los depósitos de los ahorradores. Un ciudadano será menos propenso a gastar su dinero si obtiene una rentabilidad libre de riesgo por tenerlo depositado en el banco.

El fin de los programas de compra de deuda infiere en el ciclo económico aumentando el coste de financiación de las empresas y gobiernos. Si el gasto en intereses aumenta, las empresas frenaran las inversiones. Por otra parte, los Estados se verán obligados a reequilibrar sus balanzas fiscales al ver cómo les aumenta el gasto en intereses por su deuda, es decir, recortaran el gasto público.

Estas dos herramientas difícilmente van a reducir la inflación de una forma significativa, sobre todo en Europa. En el viejo continente seguimos con los tipos de interés en negativo (aún se cobra a los clientes por tener depositados sus ahorros en los bancos); incluso después de las subidas planeadas, las cuentas corrientes no se empezarán a remunerar hasta más allá de 2023. Así que difícilmente los ahorradores tendrán un incentivo para frenar su consumo y apurar sus ahorros en los bancos.

En cuanto al freno en la compra de deuda, en la práctica será casi imposible de llevar a cabo. Las ingentes cantidades de deuda que han acumulado muchos países desarrollados en los últimos años les ha dejado en una situación de completa dependencia de los bancos centrales, y no podrían sobrevivir sin su apoyo directo o tácito. De hecho, 6 días después de que su cambio de discurso disparara la prima de riesgo de Italia hasta los 240 puntos básicos, la presidenta del BCE, Christine Lagarde, anunció que trabajaría en un nuevo instrumento de compra de deuda que mantendría las primas de riesgo en niveles aceptables. Con esta promesa, el incentivo de los países a reducir déficits desaparece y, por tanto, no parece que vayan a ser ellos ni las empresas las que vayan a frenar el gasto y las inversiones para reducir la inflación.



Inservibles por tanto los dos instrumentos clásicos de política monetaria, los bancos centrales han decidido acudir este 2022 a una tercera herramienta menos conocida pero igualmente efectiva: el efecto riqueza.

El efecto riqueza en 2008 y 2020

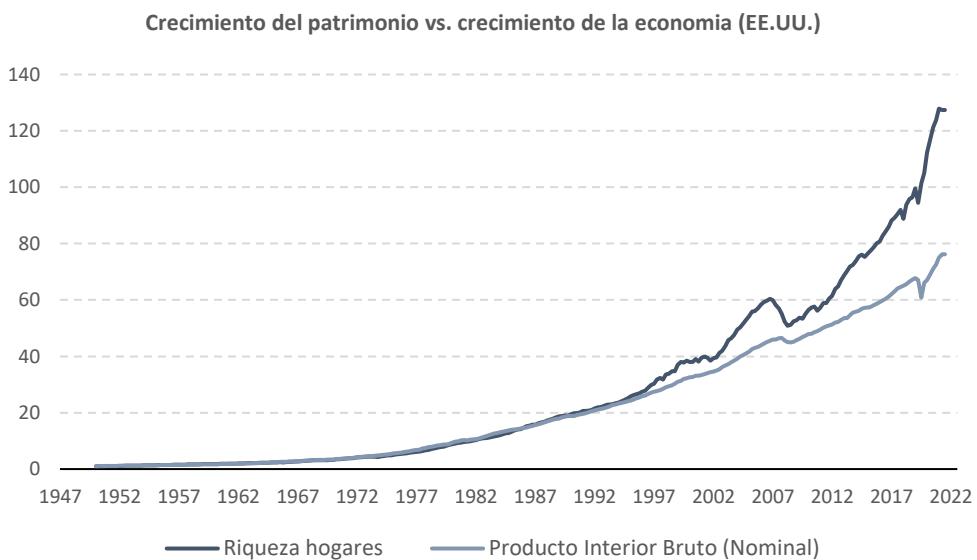
En la crisis financiera de 2008, la confianza que sostiene nuestro sistema económico estuvo a punto de romperse. Cuando la economía entró en recesión en el primer trimestre de 2008, la Reserva Federal americana rápidamente bajó los tipos de interés desde el 5% al 0% para tratar de reactivar la actividad. Sin embargo, pronto se dieron cuenta de que los tipos de interés no tenían ningún impacto en los consumidores: la incertidumbre era tal que dejar de remunerar los depósitos no hacía que el consumo regresara a la normalidad.

Buscando otras maneras de promover el consumo, Ben Bernanke, entonces presidente de la Fed, señaló en un discurso que *“si la gente siente que su situación financiera es mejor porque su portfolio de acciones ha subido o su casa vale más, tendrán más ganas de salir y gastar, y eso proveerá a las empresas de la demanda que necesitan para contratar e invertir”*.

En la teoría económica, el mercado financiero debería reflejar el estado de la economía y del tejido empresarial. Si la economía estaba en una situación precaria, lo natural era que las bolsas y los mercados también estuvieran deprimidos. La genial idea de Bernanke pasaba por darle la vuelta a esta lógica y en lugar de mejorar la economía y esperar que las bolsas le siguieran, optó por mejorar artificialmente las bolsas con la esperanza de que la economía se contagiaría de ese optimismo.

Dicho y hecho. A través de sus inyecciones de capital, la Reserva Federal compró bonos estatales para reducir el coste de financiación del gobierno, pero, sobre todo, para dotar de liquidez a los inversores a medida que compraba sus activos. Estos inversores a su vez usaban el dinero obtenido para invertir en activos de más riesgo, haciendo que en apariencia la riqueza de los agentes económicos aumentara.

Aunque arriesgado, el experimento funcionó en 2009, y una vez más en 2020. Durante los meses más duros del confinamiento causado por la pandemia, los bancos centrales se esforzaron en inundar de liquidez el sistema, haciendo subir indirectamente el precio de los inmuebles, las acciones e incluso las valoraciones privadas de las empresas. De esta forma, a pesar de que la situación económica era dantesca, las familias mantuvieron la confianza en su situación económica y siguieron consumiendo con naturalidad.



Como frenar la inflación en el siglo XXI

Para lograr frenar el actual episodio de inflación, los bancos centrales este año han tratado de hacer exactamente lo que hicieron en 2008, pero a la inversa: hacer que los consumidores se sientan menos ricos y a consecuencia de eso frenen su consumo.

El primer paso es relativamente sencillo: las subidas de tipos de interés que están llevando a cabo no afectarán a la remuneración de los ahorradores, pero sí a la tasa de descuento que se usa para valorar las empresas en bolsa. A consecuencia de eso, las expectativas de subidas de tipos han provocado caídas en la renta variable, haciendo a los inversores de este activo menos propensos a gastar.

Por otra parte, las subidas de tipos de interés también afectarán al apalancamiento que pueden permitirse las familias para comprarse una vivienda. Con las subidas de las hipotecas a 30 años que se han producido en lo que va de año, el precio de la vivienda que uno se puede permitir con un pago mensual de 1,500€ ha bajado desde los 535.000€ hasta los 435.000€; una caída de casi el 19%. Es cuestión de tiempo que este efecto se empiece a notar en el precio de la vivienda, haciendo que los dueños de inmuebles se sientan una vez más, menos ricos.

El efecto también se ha notado en la valoración de las empresas privadas. Cuando los bancos centrales imprimieron enormes cantidades de dinero para sobrevivir la pandemia, los fondos de capital riesgo pasaron a disponer de una gran cantidad de capital, lo que inició una carrera para invertir que desembocó en múltiples desorbitados para muchas rondas de inversión. Eso a su vez hizo sentir más ricos a inversores de rondas previas y a los propios trabajadores. Con la retirada de liquidez, muchas de esas ganancias teóricas nunca se llegarán a realizar, y con ello los afectados tenderán a gastar menos.

¿Serán suficientes estas actuaciones?

Aunque durante los primeros meses del año las expectativas de inflación siguieron subiendo, durante el mes de junio el foco del mercado ha cambiado radicalmente. El temor a la inflación ha dado paso al temor a una recesión económica causada por las políticas monetarias restrictivas. Durante las últimas semanas, el precio del petróleo ha caído un 19%, el de las materias primas un 18%, la renta variable ha bajado un 13% y los bonos han subido un 6%.

Todo ello ha provocado que las expectativas de inflación en EE.UU. para los próximos 5 años hayan bajado del 3,6% al 2,5%. Este cambio de relato ha golpeado a las posiciones de Hanway, que teniendo un sesgo inflacionista, habían funcionado muy bien durante los primeros meses del año.

Ante nosotros se abren ahora tres posibles escenarios, a los cuales hemos asignado nuestra previsión de probabilidad:

1. **Inflación persistente y recesión suave** (60% de probabilidad): Todas las temáticas que nos han protegido durante el año deberían volver a hacerlo. Las materias primas volverán a repuntar, los tipos de interés seguirán subiendo y tanto la renta variable como la renta fija seguirán cayendo. La mayoría de los inversores no están acostumbrados a una recesión inflacionista como la de 1970 (conocida como estanflación) y de ahí la gran trampa de apostar en estos momentos por la renta fija.
2. **Recesión profunda, inflación a la baja** (30% de probabilidad): Los activos se comportarán de forma opuesta al escenario anterior. La renta variable sufrirá por la contracción de beneficios, pero la renta fija volverá a comportarse como en las anteriores recesiones deflacionistas (2008, 2020) actuando como inmejorable protección.
3. **Inflación se modera, evitamos recesión** (10% de probabilidad): Fuerte subida de la renta variable, acompañada de un buen comportamiento de la renta fija. Las materias primas y otros activos alternativos obtendrán peores rendimientos.

El consenso del mercado pronostica que en los próximos meses sufriremos una recesión global que frenará el consumo y la actividad y volveremos al contexto macroeconómico que teníamos antes del COVID-19: inflación controlada, bajos tipos de interés y crecimiento económico débil. Es decir, el segundo escenario.

Hanway Capital se resiste a aceptar este diagnóstico, ya que creemos que va a ser imposible volver al viejo status quo. Creemos que nos dirigimos hacia un mundo con la inflación cómodamente instalada por encima del 4% durante un largo periodo, con crecimientos superiores a los que estábamos acostumbrados y, sobre todo, con tipos de interés más altos.

A pesar de que este es nuestro escenario base, nuestro trabajo no consiste en predecir el futuro, sino en ponderar los posibles escenarios y estar preparados para cualquiera de ellos. Por eso, en los últimos días y a raíz de las caídas de junio, el fondo ha reducido su exposición a los activos de riesgo para navegar los inciertos meses que quedan del año.

Informe de gestión

Pasemos ahora a analizar las posiciones del fondo este trimestre:

- 1. Posición en renta variable:** Para contextualizar la magnitud de las caídas de este trimestre, las pérdidas de los principales índices solo son comparables a las de 2020, 2008 y 2000. El índice tecnológico Nasdaq ha sufrido una caída del 23% en tres meses mientras se sigue desinflando la burbuja tecnológica y el mundo de las criptomonedas. Incluso aquellos sectores beneficiados por la inflación como el energético, que disfrutaban de buenos retornos, han soportado un fuerte revés en junio por el temor a una recesión. El fondo mantiene una visión pesimista en la renta variable. La caída de estos primeros seis meses se debe exclusivamente a una reducción de múltiplos, por lo que creemos que si acaba llegando la contracción de beneficios las caídas pueden acelerarse. Este trimestre, y en especial el mes de junio, no hemos podido escapar de las caídas y este activo ha restado un **-4,4%** a la rentabilidad.

- 2. Posición en metales preciosos:** El oro sigue sorprendiendo a propios y extraños. A pesar de que el manual económico nos dice que debería comportarse especialmente bien en períodos inflacionistas, este año cae alrededor de un -5%. La única explicación plausible es que la desconfianza en el sistema económico y financiero no es suficiente para arrastrar a los inversores a abandonar el dólar (que sí está comportándose como valor refugio) y cobijarse en el oro. Aunque la posibilidad es remota, creemos prudente mantener una pequeña posición en el metal precioso por si la rotura de confianza en los bancos centrales se consuma. La posición del fondo en este activo ha restado un **-2,6%** al resultado.

- 3. Posición en materias primas:** A pesar del rally iniciado por la invasión de Rusia a Ucrania y por el riesgo que suponía la expulsión del sistema financiero de uno de los mayores exportadores de materias primas del mundo, el miedo a una recesión inminente está deshaciendo todas las ganancias de principios de año. Como hemos indicado en uno de nuestros posibles escenarios, si la inflación persiste y el crecimiento económico resulta más robusto de lo que se espera, podrían volver a repuntar. Mantenemos una posición prudente pero mientras tanto, este activo ha restado un **-0,6%** en este periodo.

- 4. Posición corta en renta fija:** Nuestra fuerte apuesta por una subida de tipos de interés para proteger a nuestros inversores ha funcionado perfectamente. Es el único activo que ha generado retorno y nos ha ayudado a evitar las fuertes caídas que están sufriendo otros fondos. Sin embargo, en los últimos 15 días ha girado en nuestra contra por el miedo a una recesión. Hanway es de la opinión que la mayoría de inversores no están acostumbrados a una recesión inflacionista y por lo tanto están buscando refugio en la renta fija como han hecho siempre. Opinamos que se trata de un grave error. El fondo mantiene su convicción en que nos dirigimos hacia un mundo de tipos de interés altos y por ello mantiene la posición como protección a la inflación. El fondo se ha beneficiado de esta tendencia en un **+3,8%**.

- 5. Posición en derechos de emisiones de CO₂:** En un cambio radical de guion, el fondo ha decidido abandonar esta posición completamente. Como mercado regulado, siempre hemos tenido muy presente que el riesgo político en este activo era más relevante que el de las fuerzas del mercado. La Comisión Europea ha decidido corromper el activo y monetizar parte de su *Reserva de Estabilidad del Mercado* (MSR) para financiar sus proyectos. En la práctica esto implica aumentar la oferta de permisos de contaminación, que creemos reducirá su precio. Este comportamiento daña seriamente la credibilidad de una excelente herramienta

para combatir el cambio climático. A pesar de nuestra convicción en este activo a largo plazo, será intocable hasta que vuelva a presentar seguridad jurídica. Ha aportado un **+0,1%** al trimestre antes de abandonar el fondo.

“En tiempos de cambios, la experiencia puede ser tu peor enemigo”

- Jean Paul Getty

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%	1.8%	0.8%	-6.1%							-3.4%

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