

17 octubre de 2022

Informe de gestión Q3 2022

Estimados inversores,

Hanway Capital Fund ha obtenido **un retorno del 7,8% este trimestre** alcanzando un precio por acción de **151,6€** neto de comisiones, lo que sitúa la **rentabilidad acumulada en el año 2022 en el 4,1%**. El descalabro sin precedentes de la renta fija está afectando especialmente a las carteras mixtas, que están sufriendo su peor año desde 1931. En un trimestre donde pocos activos han servido de refugio, Hanway Capital ha demostrado una vez más ser un verdadero diversificador del riesgo. Es difícil ser optimista ante el panorama actual: la inflación sigue descontrolada, el invierno se acerca en Europa y las subidas de tipos de interés siguen su curso. En un mundo demasiado endeudado, no debería sorprendernos que estas subidas provocaran un accidente financiero en los próximos meses.

Se acerca el invierno a Europa

La situación del continente europeo se asemeja a la trama de la aclamada serie Juego de Tronos, adaptación de las novelas *A Song of Ice and Fire* del escritor George R. R. Martin. Ned Stark, protagonista y patriarca de la Casa Stark, aparece en la primera escena pronunciando la famosa frase que dará sentido a toda la serie: *"Winter is coming"*. La mayoría de los habitantes del imaginario mundo de *Westeros* ignoran el aviso y están más preocupados por sus batallas internas que por la verdadera amenaza que podría llegar del exterior y arrasar con todos ellos.



Durante años, las élites europeas se han comportado como las clases acomodadas de *King's Landing*, ciudad sureña y capital de *Westeros* cuyos habitantes residían demasiado lejos de la amenaza invernal como para importarles. La Unión Europea rechazó hace años una política energética común que la hiciese soberana, aumentando cada vez más su dependencia de gobiernos autócratas como el de Vladimir Putin. La premisa sobre la que se basaba la prosperidad de la industria europea ha sido la disponibilidad permanente de gas ruso barato.

Pero Vladimir Putin, siguiendo la analogía, se convertía en febrero de este año en el Rey de la Noche, dispuesto a hacer llegar el duro invierno a Europa con su invasión a Ucrania. Desde principios de septiembre prácticamente todo el flujo de gas ruso hacia Europa ha desaparecido, cuando antes

suponía el 45% del total importado. Todo ello magnificado por la explosión que se produjo la madrugada del 26 de septiembre cerca de la isla danesa de Bornholm, que dejó inoperantes tanto el Nord Stream 1 como el 2, los principales gaseoductos que conectan Rusia con Alemania.

Este acto de sabotaje en territorio de la OTAN junto al avance de las tropas ucranianas recuperando el terreno perdido han elevado un escalón la peligrosidad del conflicto. A diferencia de la crisis de los misiles de Cuba en 1962 donde ni JFK ni Khrushchev deseaban la destrucción mutua asegurada, esta vez el presidente ruso ha ligado su destino al desenlace del conflicto. Cuando uno de los beligerantes no puede volver a casa con una derrota, el uso de armamento nuclear táctico no puede descartarse.

Existen tres posibles escenarios en su uso. Rusia podría hacer un ataque de demostración sin ninguna baja civil ni militar. El ataque consistiría en hacer detonar una bomba nuclear a gran altitud que generase un ataque de pulso electromagnético, que destruiría todo equipamiento electrónico dentro de su radio de acción. Evitaría la muerte inmediata de civiles, pero en la práctica devolvería a Ucrania a la Edad Media. El segundo escenario sería el uso directo contra instalaciones militares como aeródromos, centros logísticos o arsenales, buscando un avance estratégico debido a la falta de recursos en el terreno del ejército ruso. Por último, el Kremlin podría decidir atacar directamente civiles bombardeando una ciudad ucraniana para forzar su capitulación.

La probabilidad de cualquier de estos escenarios es muy baja, pero no descartable. Por ello, resulta conveniente analizar cuál sería la posible respuesta de la OTAN. Una opción sería doblar la presión económica sobre Rusia, por ejemplo, con sanciones secundarias que prohibirían comerciar con cualquiera que lo hiciese con Rusia. Occidente intentaría así que tanto China como India le girasen la espalda a Putin; las consecuencias económicas y financieras serían incalculables. La otra opción sería la confrontación militar directa, una posibilidad también remota pero que nos llevaría de lleno a una guerra mundial. La OTAN nunca ha manifestado explícitamente cuál sería su respuesta, pero un ataque contra la Flota del Báltico o contra instalaciones militares en suelo ruso serían una posibilidad antes de una respuesta nuclear.

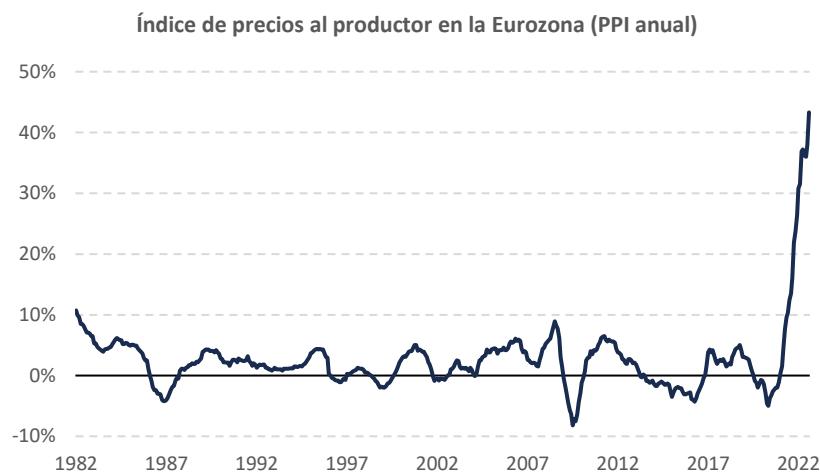
La meteorología, inesperada protagonista

La importancia de seguir la evolución del conflicto en Ucrania radica en que marcará la profundidad del shock energético que amenaza al viejo continente. Desafortunadamente, la meteorología también jugará un papel relevante: si este invierno se presenta más frío de lo normal, el corte selectivo del suministro energético tanto en industrias como en hogares está garantizado. La buena noticia es que las reservas estratégicas de gas europeas están llenas prácticamente al 90%. La mala es que solo representan el 20% del consumo invernal de gas y los cálculos apuntan a que los depósitos se agotarán a principios de marzo.

El gas no solo es esencial por su uso directo en muchas industrias como la química, sino que es imprescindible para producir electricidad. Alrededor del 25% de la electricidad consumida en la Unión Europea proviene del gas, que además fija el precio final que paga el consumidor debido al sistema marginalista de precios. Actualmente el precio del gas europeo es diez veces más caro que la media de la última década, lo que ha disparado las facturas de electricidad tanto en los hogares como en las industrias.

Aunque las diferentes políticas adoptadas por los Estados miembros están suavizando temporalmente el choque en los hogares, la industria se está llevando la peor parte. El índice de precios al productor (que mide el aumento de costes para las empresas como lo hace el IPC para los consumidores) está

desbocado y marcando máximos históricos por encima del 40%. Es evidente que no pudiendo trasladar al consumidor este aumento de costes, muchas de estas empresas se encuentran en una situación al límite de la insolvencia.



La Comisión Europea está intentando consensuar unas directrices con todos los miembros para reducir el consumo energético entre un 10 y un 15% durante el invierno, evitando así un desastre en el corto plazo. Aun así, el problema se trasladaría al año siguiente, ya que presumiblemente durante el verano no podremos volver a llenar las reservas con gas proveniente de Rusia.

Sin embargo, la mayoría de los estados, lejos de entender que la única manera de sobrevivir al invierno es destruyendo parte de la demanda, siguen obcecados en subvencionarla. Las ayudas públicas deberían ir dirigidas específicamente a las familias más vulnerables y no a limitar de forma generalizada el precio del gas, a subvencionar el precio del carburante o a hacer gratuito el transporte público. Dichas medidas regresivas benefician por igual a quien tiene recursos y a quien no los tiene, por lo que no se incentiva el ahorro energético.

Remando en direcciones opuestas

Esta obsesión con aplacar cualquier aumento de precios con subvenciones o diferiendo los pagos se está extendiendo por todos los países desarrollados. Pero con una inflación que no da señales de remitir, estas medidas están dinamitando los esfuerzos de los bancos centrales. Mientras estos intentan frenar el consumo subiendo tipos de interés y retirando liquidez, los gobiernos se han embarcado en una política fiscal expansiva en forma de aumento del gasto público e incluso bajadas de impuestos que dejan inservibles las herramientas de la política monetaria.

Es lógico que los estados quieran ayudar a sus ciudadanos ante el mayor shock energético de la historia y la inflación más alta de los últimos 40 años, pero no deberían tirar por la ventana la prudencia y la lógica económica. Limitar el precio de ciertos productos puede resultar electoralmente popular pero no ayudará a reducir la demanda y en algún caso extremo, podría llegar a causar desabastecimientos. En cambio, las ayudas y subvenciones focalizadas resultan más efectivas protegiendo la calidad de vida de los más vulnerables, mientras dejan que el mercado establezca el incentivo para frenar la demanda por los altos precios.

Estas políticas en el ámbito de la energía esconden un cambio más profundo en la manera de gobernar de los últimos años. Desde la crisis financiera de 2008, los gobiernos no están dispuestos a dejar caer a algunos sectores de la economía que consideran estratégicos: cuando una gran empresa se mete en problemas, rápidamente llegan las ayudas fiscales del erario público. Todos los contribuyentes acabamos rescatando al banco que prestó a quien no debía, a la aerolínea que no contempló una pandemia entre sus riesgos o a la energética con problemas de liquidez. Se privatizan las ganancias pero se socializan las pérdidas.

A nadie le gusta ver quebrar un negocio y que se destruyan cientos de puestos de trabajo; que ocurra menos a menudo es sin duda una buena señal. Sin embargo, no viene exento de contraindicaciones: el capitalismo incentiva la innovación y mejora la calidad de vida a través del proceso de destrucción creativa. Lo que deja de funcionar desaparece y deja paso a aquello que funciona mejor. En una economía constantemente rescatada esa regeneración tan necesaria simplemente no puede existir.

El *Inside Job* británico

A juzgar por las actuaciones de los principales gobiernos, nadie parece acordarse de que los estados están más endeudados que nunca y que las subidas de tipos hacen que esa deuda cada vez sea más cara de mantener. Alemania movilizará cerca del 5% de su PIB en ayudas a empresas y familias para paliar los efectos del shock energético. Francia ha nacionalizado EDF, la mayor energética del país, con millones en pérdidas acumuladas. España ha limitado el precio del gas, que posteriormente debe compensar a las energéticas vía presupuesto público. Pero sin duda la palma se la lleva el Reino Unido: el nuevo gabinete de la primera ministra Liz Truss anunció que movilizaría ayudas por valor del 6,5% de su PIB, mientras a su vez comunicó una bajada de impuestos masiva a las clases altas.

En el argot financiero, desde la crisis del 2008 se recurre a la expresión “momento Lehman” para referirse a un evento sistémico que puede tumbar al sistema financiero en su conjunto. Pues bien, a pesar de que es un término del que muchas veces se abusa, lo que pasó en el Reino Unido días después de enterrar a su monarca más longeva fue exactamente eso.

Todo empezó el 23 de septiembre, cuando el recién cesado ministro de finanzas británico hacía público un plan presupuestario que incluía un aumento considerable del gasto y una rebaja de impuestos. Con la inflación en el Reino Unido instalada cómodamente en el 10% y con previsiones de que pueda llegar hasta el 20%, los mercados no dudaron sobre cómo debían reaccionar ante la noticia. La libra empezó a desplomarse y el precio de los bonos estatales también se derrumbó en medio de una vorágine vendedora.



Tan solo seis días después, el 28 de septiembre, los teléfonos del Banco de Inglaterra sacaban humo. Todos los gestores de fondos británicos buscaban cualquier contacto en el banco para pedir una intervención inmediata en los mercados. Esa mañana los bonos gubernamentales perdían valor por minutos y amenazaban con llevarse por delante la solvencia de los mayores fondos de pensiones del país.

Finalmente, el Banco de Inglaterra acabó interviniendo ese mismo día a las 11 de la mañana, prometiendo comprar bonos estatales de forma ilimitada hasta que volviera la estabilidad. Un movimiento inusual para un banco central, que normalmente esperaría al fin de semana para meditar su decisión o por lo menos la anunciaría cuando el mercado no estuviese abierto. Algo muy grave debía estar pasando para hacerlo a pleno día.

¿Cómo puede ser que los fondos de pensiones, que se supone que son vehículos financieros de escaso riesgo, estuvieran a las puertas de la insolvencia? La respuesta la encontramos una vez más en la política monetaria que han llevado a cabo los bancos centrales desde 2008, manteniendo los tipos de interés artificialmente bajos o incluso en negativo. Como hemos explicado en otros informes, muchos fondos de pensiones se vieron obligados a asumir mucho más riesgo si se quería seguir obteniendo las mismas rentabilidades que antaño.

Sigilosamente, se ha ido erigiendo un monstruo de ingeniería financiera dentro de los fondos de pensiones. La estrategia más sencilla consistía en usar instrumentos derivados para acentuar los movimientos de la renta fija. Usando como modelo los últimos 40 años, los fondos de pensiones creían que en ningún caso las pérdidas derivadas de esos instrumentos podrían poner en jaque su solvencia: solo tendrían que aguantar las caídas con calma.

Por desgracia, los movimientos del último mes no se habían contemplado en ningún escenario, y pronto las contrapartidas de los fondos de pensiones empezaron a demandar garantías adicionales a medida que las posiciones de renta fija se volvían en su contra (*margin calls*). Esto desató una estampida aún mayor de ventas de bonos británicos por parte de los fondos de pensiones, que vendían todo lo que tenían a mano para atender sus obligaciones de liquidez. Si el Banco de Inglaterra no hubiese intervenido, un gran número de fondos de pensiones británicos no hubiesen llegado al final de la semana.

El caos británico debería servir de aviso a navegantes. Por ahora se ha evitado el “momento Lehman”, pero cuando la estructura financiera se ve sacudida de esta manera, en algún rincón del mercado algo acaba rompiéndose. Los gobiernos deben actuar con extrema cautela al anunciar rebajas de impuestos o aumentos del gasto; el dinero gratis también se ha acabado para ellos.

Informe de gestión

Pasemos ahora a analizar las posiciones del fondo este trimestre:

- 1. Posición en renta variable:** Las bolsas globales siguen sin levantar cabeza y han vuelto a caer este trimestre. De hecho, el mes de septiembre ha sido el peor desde marzo de 2020, con caídas en el S&P 500 que han rozado el doble dígito. Este mes de octubre debería ser clave en el devenir del resto de año, puesto que los analistas estarán muy atentos a la temporada de resultados que ahora empieza. ¿Serán las empresas capaces de trasladar el aumento de costes a los consumidores, o por el contrario verán cómo se reducen sus márgenes? Mientras se despejan estas incógnitas, mantenemos nuestra baja presencia en renta variable, que este trimestre ha vuelto a restar un **-1,0%** a la rentabilidad.
- 2. Posición en volatilidad:** Sin duda este está siendo un año muy complicado para los fondos especializados en volatilidad. El índice de referencia del sector (VIX) lleva todo el año incapaz de salir del rango que va desde los 20 hasta los 35 puntos. Está siendo muy difícil tanto comprarlo a niveles atractivos para protegerse, como venderlo alto cuando llegan las caídas. Por nuestra parte, conseguimos establecer una estrategia defensiva durante las subidas de mercado de julio y agosto que nos benefició enormemente durante las caídas de septiembre. Así, esta ha sido nuestra mejor posición, sumando un **+6,0%** al periodo.
- 3. Posición en metales preciosos:** Las subidas de tipos de interés han continuado pesando en la cotización del oro, que recordemos que no paga ningún cupón. Este 2022 cae prácticamente un 10%, camino de su peor año desde 2015. Sin embargo, creemos que complementa muy bien el resto del posicionamiento del fondo. No creemos que los bancos centrales vayan a cambiar su discurso y abandonen su lucha contra la inflación; pero si lo hicieran, el oro sería el gran beneficiario. Este activo ni ha sumado ni ha restado al resultado este trimestre.
- 4. Posición en materias primas:** Los tambores de recesión no han dejado de retumbar y eso ha afectado a la cotización de las principales materias primas. El petróleo, por ejemplo, que estaba cotizando por encima de los 120\$ en junio, llegó a caer por debajo de los 80\$. Será interesante ver como tolera estas caídas la OPEP, que liderada por Arabia Saudí parece dispuesta a hacer inútiles los esfuerzos de Joe Biden de mantener la gasolina barata hasta al menos después de las elecciones al Congreso de noviembre. Hace apenas unos días, el cartel anunciaba un recorte a su producción de 2 millones de barriles diarios para defender los precios. Durante los últimos 3 meses, esta posición ha sumado un **+0,1%** a la rentabilidad.
- 5. Posición corta en renta fija:** Nuestro gran acierto de este año ha seguido funcionando este periodo. La Reserva Federal sigue imperturbable en su lucha contra la inflación: los tipos oficiales que empezaron el año en el 0% ya están en el 3,25% y se espera que alcancen el 4,5% antes de final de año. Por su parte, el Banco Central Europeo sorprendió al mercado con una subida de 75 puntos básicos en su reunión del 8 de septiembre. Muchos economistas y académicos están subiendo el tono de sus críticas a estas políticas que consideran excesivamente restrictivas, pero con la inflación incapaz de descender del 8% en Occidente, nos parece poco probable que cambien de estrategia. Esta posición ha añadido un **+2,7%**.

“No se puede ganar una guerra nuclear, por lo que nunca se debe librar”

- Ronald Reagan

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%	3.0%	2.6%	2.1%				4.1%

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