

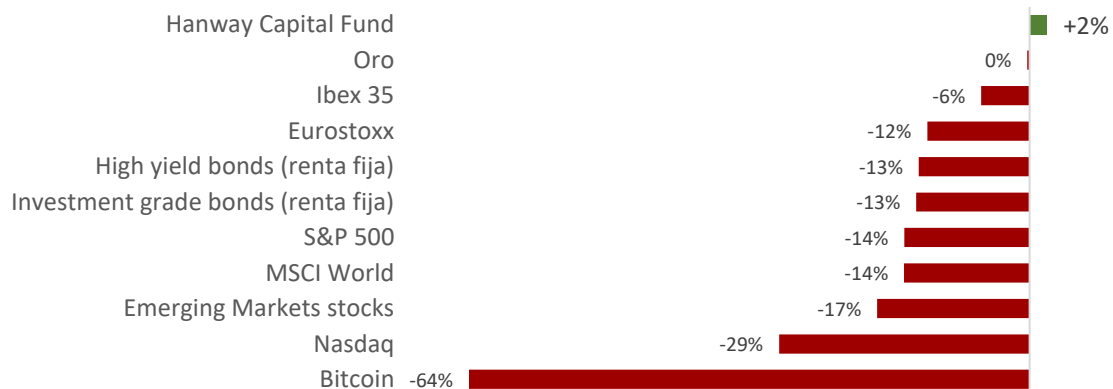
17 enero de 2023

Informe de gestión Q4 2022

Estimados inversores,

Hanway Capital Fund ha obtenido **un retorno del -2,0% este trimestre** obteniendo un precio por acción de **148,6€** neto de comisiones, **finalizando el año 2022 con una rentabilidad del +2,0%**. En un año generalmente complicado, este ha sido un trimestre particularmente difícil de navegar: nuestro posicionamiento excesivamente defensivo nos ha pasado factura. A pesar de no haber generado un gran retorno este año, estamos satisfechos de haber salvaguardado el capital de nuestros inversores cuando la mayoría de las alternativas han sufrido fuertes varapalos.

Retorno por tipo de activo (2022 en euros)



El año en que los tulipanes se marchitaron



El 2022 pasará a formar parte de la distinguida lista de años en los que la tozuda realidad se impone al exceso de optimismo y se terminan las burbujas especulativas. Si bien en el ámbito científico el conocimiento es acumulativo, en el ámbito financiero parece que los aprendizajes se olvidan con el tiempo. A pesar de que vivimos una enorme burbuja tecnológica hace poco más de 20 años, a raíz del exceso de liquidez creado para hacer frente a la pandemia hemos visto como se repetía la historia.

Pero las burbujas financieras no son exclusivas del siglo XXI: siempre que el precio de un activo lo decidamos el consenso colectivo de muchos seres humanos con comportamiento gregario se seguirán llenando páginas sobre las carencias de la teoría del mercado eficiente.

A comienzos del siglo XVII, las Provincias Unidas de los Países Bajos se habían independizado recientemente de la España de los Habsburgo y empezaban a caminar como una nueva república que se convertiría rápidamente en la primera potencia mundial del momento. Empezaba el Siglo de Oro Neerlandés donde floreció el comercio, la ciencia y la cultura. Cuna del capitalismo moderno, se fundó la Compañía Neerlandesa de las Indias Orientales y el Banco de Ámsterdam, considerado por algunos como el primer banco central.

El fuerte progreso rápidamente enriqueció a la sociedad neerlandesa y apareció una nueva clase burguesa de comerciantes. Con los bolsillos llenos y las necesidades cubiertas, el arte y la cultura pasaron a ser coleccionables de moda. Así fue como los neerlandeses cayeron fascinados por la belleza de los tulipanes, una exótica flor que provenía del Imperio Otomano.

Se le atribuye a Carolus Clusius, un destacado botánico que trabajaba en los Jardines Imperiales de Viena, la introducción del tulipán en los Países Bajos. Trajo consigo una colección de bulbos que generaron un gran resultado por la fertilidad del suelo arenoso ganado al mar. Rápidamente el interés por ostentar dicha flor exótica como símbolo de riqueza se extendió entre las clases acomodadas.

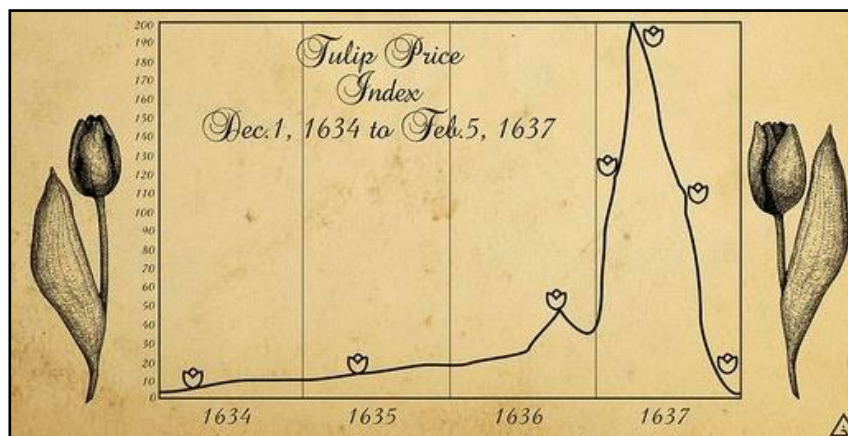


Todo el mundo quería tener tulipanes en casa y cuanto más exóticos mejor. Los efectos multicolores de líneas intrincadas en los pétalos eran vívidos y espectaculares, lo que hizo que los bulbos que producían estas plantas de aspecto aún más extraño fueran muy buscados. Las variedades más raras eran incluso bautizadas con nombres de personajes ilustres.

Como inventores del primer mercado de intercambio de acciones y padres de las finanzas modernas, los neerlandeses no tardaron en crear un mercado de bulbos de tulipán, con un mercado de futuros en el que el comprador se aseguraba recibir los bulbos a tiempo para que floreciesen en abril. Pronto empezó la especulación: los contratos de futuros de tulipanes iban cambiando múltiples veces de manos sin ni si quiera intercambiar los bulbos.

En la década de 1620 los precios de los tulipanes empezaron a ascender a gran velocidad. Todo el mundo quería participar en la especulación, ya que no hay nada más insoportable que escuchar a conocidos jactándose de sus ganancias financieras si uno no comparte esa suerte. En 1634 empezó la fase final de la manía: lujosas mansiones intercambiadas por un único bulbo o flores vendidas a cambio del salario de seis años.

“¿Cómo que no has invertido en tulipanes? ¿no sabes que todo el mundo está ganando mucho dinero con ellos?” – este tipo de conversaciones se volvieron habituales en el Ámsterdam de 1636. ¿Quién querría quedarse fuera? Los neerlandeses empezaron también a pedir préstamos para seguir comprando bulbos, especulando más allá de sus posibilidades. El precio seguía escalando. Probablemente algunos empezaron a preguntarse qué utilidad en la vida real tendrían los tulipanes, pero incluso las mentes más racionales sucumbieron al miedo a quedarse fuera.

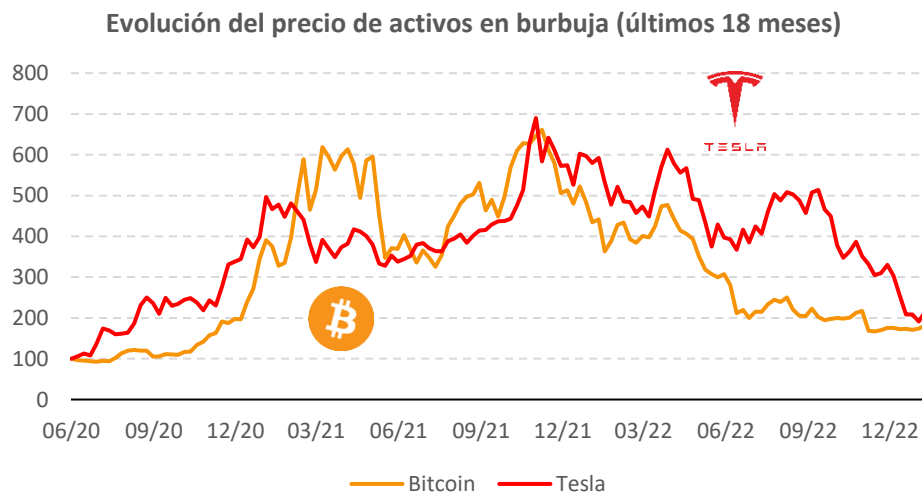


Aunque si la euforia se extendió rápidamente, la confianza se desvaneció incluso más rápido. El 3 de febrero de 1637 se puso a la venta un lote de medio kilo de tulipanes sin encontrar comprador. El precio de los tulipanes empezó a caer a la misma velocidad que se marchitan sus pétalos. Muchos inversores entraron en quiebra por las deudas contraídas, lo cual precipitó aún más el descenso de los precios. Lo que se había llegado a intercambiar por el precio de una mansión en el Gran Canal de Ámsterdam, hoy se puede encontrar en una floristería por poco más de 20€.

Hoy en día a esa burbuja la conocemos como la tulipomanía; la primera gran burbuja financiera documentada, pero desde luego no la última. Como reza el dicho, el ser humano es el único animal capaz de tropezar varias veces con la misma piedra; 400 años más tarde podríamos leer la misma historia intercambiando la palabra “tulipán”, por “criptomoneda”, o cualquier otro activo que haya brillado irracionalmente en esta época de exceso de liquidez.

La tulipomanía sirve de ejemplo para exponer el ciclo general de una burbuja. Desde los sesgos irracionales y el miedo a quedarse fuera, las mentalidades grupales que elevan los precios de un activo hasta un nivel insostenible, hasta el eventual colapso de esos precios inflados. Tarde o temprano la realidad se acaba imponiendo.

Como explicamos anteriormente, Hanway Capital renunció a beneficiarse del colapso de esta burbuja especulativa a pesar de [avisar de ella hace un año](#). Advertimos que el retorno de la inflación obligaría a los bancos centrales a subir los tipos de interés de forma agresiva, y ese drenaje de liquidez se llevaría por delante la valoración de los activos más especulativos. Sin embargo, nunca es buena idea intentar luchar contra una burbuja: la ingenuidad de creerse capaz de saber cuándo reventará siempre es una imprudencia. La irracionalidad humana es infinita y apostar en contra de cualquier activo en fase de euforia es tan o más peligroso que comprarlo.



Europa esquiva (por ahora) al General Invierno

La bolsa europea ha vivido unos de los trimestres más dulces en muchos años cuando la comparamos con los demás índices. Mientras que la bolsa americana ha caído más de un 2% en euros, la europea se ha apreciado un 14%. Este diferencial entre las dos no se veía desde el estallido de la burbuja puntocom hace veinte años.

Como no nos cansamos de recordar, el mercado es un mecanismo de descuento. El precio de los activos no refleja el estado actual ni el futuro sino la evolución de las expectativas de los inversores. Si pensamos en las expectativas del continente hace solo tres meses, nos encontrábamos ante la posibilidad de una inminente recesión, una crisis energética sin precedentes, una inflación desbocada y una guerra en plena escalada de tensión.

Pues bien, sin que sirva de precedente, el cambio climático ha jugado esta vez a favor de la Unión Europea. El inexistente otoño junto a un invierno suave han hecho fracasar al General Invierno (término empleado en la retórica belicista rusa para referirse al invierno como su aliado de guerra). Este invierno no habrá apagones ni racionamiento energético en el viejo continente. El exitoso plan llevado a cabo por la Comisión logró llenar los depósitos de gas al 95% antes de la llegada del frío, y el clima suave ha hecho que el precio del gas en Europa se haya desplomado un 60% desde septiembre.

Así es como la aleatoriedad de la madre naturaleza ha impactado a las bolsas. Si no hace frío y tenemos reservas de gas el precio de la energía cae en picado, la industria puede producir sin cortes energéticos y a un precio más barato, lo cual hace que la inflación se modere. Donde hace tres meses se daba por sentado una recesión profunda en Europa, ahora la mayoría de los analistas creen que es evitable. Esto ha provocado una rotación de capital hacia Europa y el euro.

Esta batalla contra Rusia y el frío ha sido ganada por la Unión por su rápida reacción y planificación, pero no debe cometer el error de pensar que ya ha ganado la guerra. Los depósitos de gas empezarán a vaciarse a medida que llegue el frío y para el invierno siguiente deberemos rellenarlos por primera vez sin contar con el gas ruso. Debemos seguir acelerando hacia la soberanía energética y desplegando una buena agenda diplomática con aquellos países que puedan subministrarnos gas natural licuado para el próximo invierno.

La reapertura de China

Las protestas de la población china contras las políticas de COVID cero de Xi Jinping el pasado noviembre han resultado efectivas contra todo pronóstico. El gobierno de China ha sucumbido a la presión y en un giro de 180 grados ha decidido reabrir el país después de tres años de aislamiento. Por ahora supone el evento macroeconómico más importante del 2023.

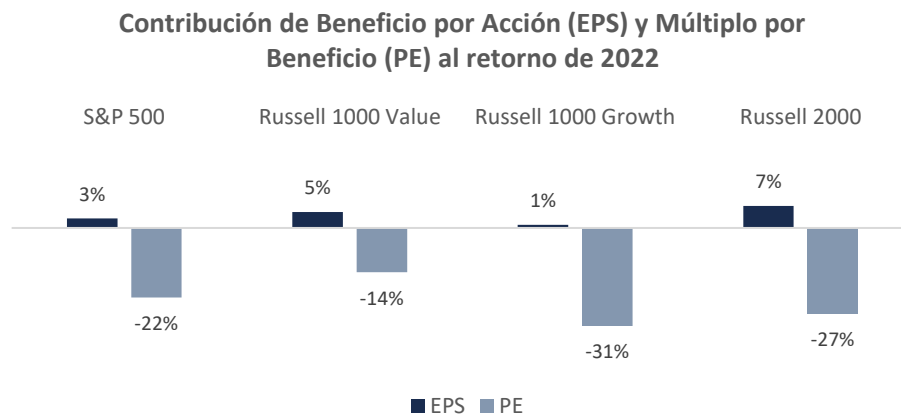
En un momento en que se prevé que las economías occidentales se ralenticen o incluso entren en recesión, el gigante asiático contribuirá a mantener el crecimiento mundial en positivo. La realidad macroeconómica china es muy diferente a la occidental, y con la baja inflación del 1,3% pueden permitirse estimular la economía con ayudas y créditos como ya ha anunciado el gobierno.

Lo que sin lugar a duda es una buena noticia para el crecimiento económico global y la mejora de las cadenas de suministro, también supone un reto. China es el mayor consumidor de materias primas del mundo: supone una quinta parte de todo el consumo global de petróleo y la mitad de todo el de cobre y acero. Si su reactivación económica es fuerte, cabría esperar un repunte del precio de las materias primas energéticas e industriales. En un momento en que parece que la inflación empieza a remitir lentamente en Occidente, podríamos vivir un repunte que entorpeciese el trabajo de los Bancos Centrales.

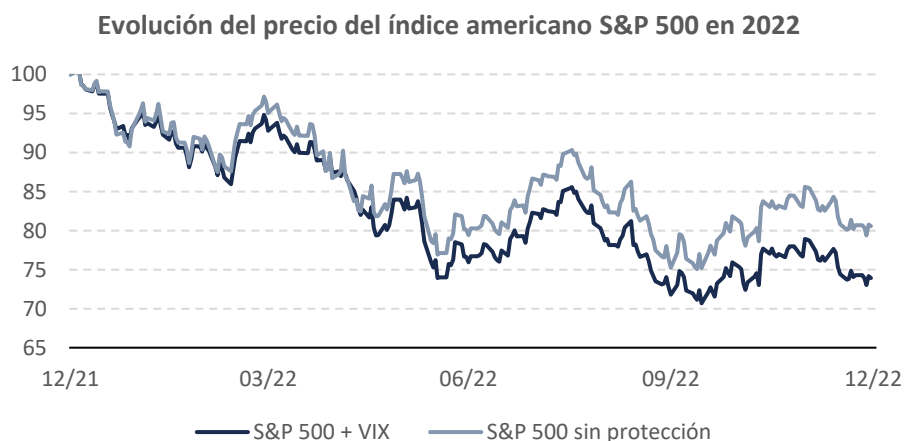
Informe de gestión

Pasemos ahora a analizar las posiciones del fondo este trimestre:

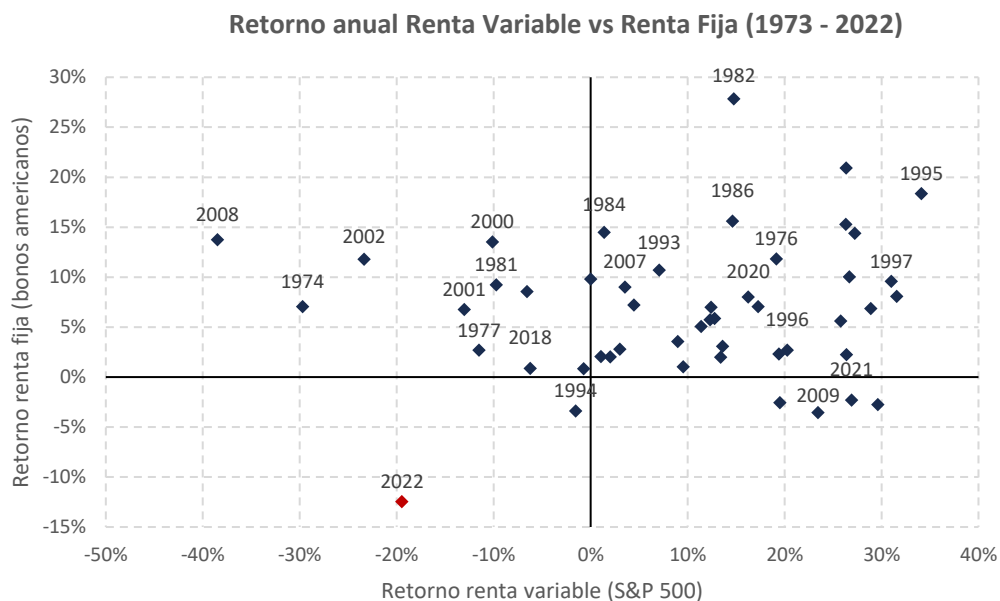
1. **Posición en renta variable:** Por cuarto año consecutivo y como en 13 de los últimos 14 años, las bolsas mundiales han vuelto a cerrar el año con un buen último trimestre. Esto ha ayudado a maquillar las rentabilidades negativas particularmente en los índices europeos, que han visto como sus pérdidas en el año se reducían a la mitad. Los índices americanos, por su parte, apenas han visto subidas si descontamos el efecto de la caída del dólar. Resulta interesante observar que toda la bajada de la renta variable en 2022 se debe a una reducción de múltiplos, puesto que los beneficios por acción han aumentado. Si finalmente llega una ralentización de la economía, por tanto, las acciones aún tienen margen para más descensos. Nuestra presencia en el activo nos ha restado un **-1.3%** a la rentabilidad.



2. **Posición en volatilidad:** El rebote de la renta variable ha llevado a la volatilidad a cerrar 2022 en su nivel más bajo en 12 meses. Resulta curioso que el índice VIX haya cerrado el año donde lo empezó con las importantes caídas que hemos presenciado en las bolsas. Si durante la crisis del COVID este activo fue la protección perfecta, ante la guerra y la inflación su desempeño ha resultado nefasto. Increíblemente, si un fondo ha usado la volatilidad como protección este año lo ha hecho peor que uno que no se protegió; ha sido como si en un choque frontal el airbag del coche acentuara el golpe en vez de amortiguarlo. Esta posición nos ha mermado el resultado del trimestre un **-2.3%**.



3. **Posición en metales preciosos:** La caída del dólar este trimestre ha ayudado enormemente al oro, que ha logrado borrar toda la caída acumulada en el año. Los últimos datos de inflación, por debajo de la expectativa del mercado, han hecho que los inversores asuman que el fin de las subidas de tipos de interés está cerca. Nos parece que el mercado está subestimando el empeño de los bancos centrales, que no frenarán hasta estar convencidos de que las subidas de precios se han frenado del todo. Sin embargo, los metales preciosos nos ayudarían si nos equivocamos o si la inflación remite más rápido de lo que esperamos. Este activo ha sumado un **+0.8%** al resultado.
4. **Posición en materias primas:** A la espera de qué impacto tendrá la reapertura de China, las materias primas han tenido un trimestre intrascendente. Recientemente hemos aumentado ligeramente nuestra exposición a este activo, en línea con nuestra convicción de que la economía real se comportará mejor de lo esperado en 2023. Durante estos meses, esta posición nos ha pesado en la rentabilidad un **-0.5%**.
5. **Posición corta en renta fija:** Si hubo una advertencia que lanzamos en 2021, era que ante una crisis de inflación, la renta fija iba a caer en paralelo a la renta variable. Mirando atrás a los últimos 50 años, este ha sido el primero en que tanto el S&P 500 como el índice de bonos gubernamentales han caído más de un 10%. A pesar de eso, creemos que la renta fija tiene margen para seguir cayendo, puesto que creemos que la Reserva Federal americana subirá los tipos como mínimos hasta el 5% y no los bajará como pronto hasta 2024. Nuestra convicción por tanto en esta posición sigue intacta, y este trimestre ha añadido un **+1.3%** al resultado global.



“Puedo calcular los movimientos de los cuerpos celestes, pero no la locura de la gente”

- Sir Isaac Newton

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%	1.9%	-2.2%	-1.7%	2.0%

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