

15 julio de 2024

## Informe de gestión Q2 2024

Estimados inversores,

Hanway Capital Fund ha obtenido un **retorno del +1,6% este trimestre** obteniendo un precio por acción de **137,4€** neto de comisiones, lo que sitúa la rentabilidad acumulada en el año 2024 en **-2,2%**. Nuestro cambio de posicionamiento anunciado en la última carta empieza a dar sus frutos: mientras escribimos estas líneas, el fondo ya ha entrado en positivo en el año. Los procesos electorales y sus consecuencias en el mercado financiero seguirán marcando el devenir del 2024: en el Reino Unido se ha consumado el naufragio de los conservadores; la Unión Europea ha logrado mantener el centro, y Francia entra en un periodo de incertidumbre tras unos resultados inconcluyentes. Pero sin duda, el mercado financiero tiene el radar puesto en el evento más importante del año: las elecciones americanas de noviembre.

### Un duelo entre octogenarios manirroto

Estados Unidos se encuentra ante una profunda crisis de representación política. Si nada cambia, el próximo 5 de noviembre los estadounidenses se verán obligados a escoger entre un candidato demócrata (Joe Biden) con claros síntomas seniles e incapaz de ejercer el cargo, y un candidato republicano (Donald Trump) condenado por la justicia e imprevisible para el equilibrio mundial.

La polarización en la sociedad americana sigue su imparable ascenso<sup>1</sup>, y debe preocuparnos dado su papel de superpotencia económica y arbitro del orden mundial. Ante la amenaza observada los últimos años por parte de los regímenes de China, Rusia e Irán al orden liberal establecido tras la Segunda Guerra Mundial, un liderazgo americano débil será utilizado por sus adversarios para socavarlo.

El incómodo debate televisado por la CNN ha sido un punto de inflexión en la campaña. Como en el clásico cuento *El traje nuevo del emperador*, el mandatario es engañado para desfilarse completamente desnudo haciéndole creer que únicamente los estúpidos no pueden ver su nuevo traje. Ningún ciudadano se atreve a señalar la evidencia hasta que un niño inocente rompe el hechizo al exclamar: “¡El emperador va desnudo!” y todos empiezan a reír.

De la misma manera, en los últimos años todos hemos ignorado episodios que demostraban que el presidente americano estaba demasiado mayor para seguir al mando. Pero el hechizo se rompió el día 27 de junio, cuando los americanos vieron atónitos desde sus casas como su presidente era incapaz de recordar argumentos o terminar sus frases. Las encuestas dieron un vuelco: a día de hoy apuntan que es más probable que la próxima presidenta sea la vicepresidenta Kamala Harris que el candidato oficial, Joe Biden. La ventaja de Donald Trump parece insuperable: el mundo entero ha visto que el emperador iba efectivamente desnudo.

---

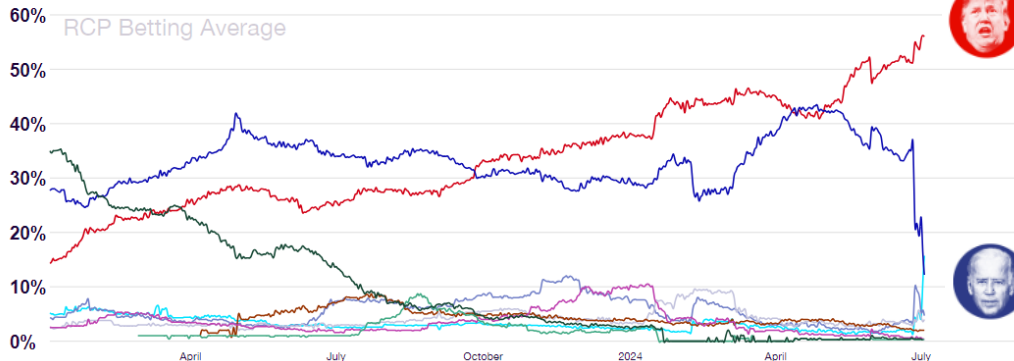
<sup>1</sup> Esta carta fue redactada antes del intento de asesinato del candidato a la presidencia y expresidente Donald Trump el sábado 13 de julio en Pensilvania, que confirma la alta polarización política de esta campaña.



RealClearPolitics Betting Average

56.0 Trump	15.7 Harris	12.2 Biden	4.7 Newsom
4.0 Obama	2.0 Kennedy	0.4 Haley	0.3 Ramaswamy

## 2024 U.S. President



Sin embargo, aunque la situación a nivel político sea desalentadora, nos atañe analizar el impacto que tendrán las elecciones en la economía y los mercados. Una administración Trump 2.0 traería un proteccionismo más exacerbado que en su primera etapa. El candidato propone unos aranceles del 10% a todas las importaciones y del 60% a los productos chinos, lo que podría desatar una guerra comercial inflacionista. Pero lo que es más importante: ninguno de los dos candidatos, ni Biden ni Trump, aportan un plan realista para estabilizar el creciente e ingente déficit público americano.

La deuda americana está fuera de control: a finales de 2019 era de 22 billones de dólares y en solo cinco años ha alcanzado los 35 billones, a un ritmo actual de 1 billón cada cien días. La deuda aumenta año tras año por los astronómicos déficits anuales en que incurren los gobiernos americanos. En los últimos doce meses, han gastado 2 billones más de lo que han ingresado vía impuestos (un déficit del 7,2% del PIB). Este déficit representa el triple de la media del 2% de otras economías avanzadas, y es un número supuestamente impensable fuera de una recesión económica o una guerra.

Ambos candidatos han adaptado políticas fiscales irresponsables cuando han estado en la Casa Blanca. Parece que su edad les empuja a importarles bien poco lo que pueda pasar en las próximas décadas cuando ellos ya no estén.



### Après moi, le déluge

En realidad, la situación fiscal y económica de Estados Unidos guarda similitudes a la de la Francia del siglo XVIII. En esa época reinaba el monarca Luis XV, que dilapidó ingentes cantidades del tesoro público en guerras innecesarias y extravagancias personales que generaron un gran malestar entre la población. Preguntado por su legado y la crisis que podría llegar después de su reinado, se dice que Luis XV dijo “cuando ya no esté, que caiga el diluvio”. Desde luego una frase premonitrice dado que su sucesor en el trono, Luis XVI, que heredó todos los problemas, terminó en la guillotina.

De la misma forma, Biden parece decidido a sobrecalentar la economía para que llegue a máxima velocidad a las elecciones. Sabe

que sus ínfimas posibilidades en las urnas subirán si el paro llega a noviembre en mínimos, la bolsa en máximos, los trabajadores siguen consiguiendo subidas salariales y además los costes de las hipotecas empiezan a bajar. Lo que ocurra después, como pensaba el monarca de Francia, ya no será su problema.

Desde luego, Joe Biden no será ni el primero ni el último político con tentaciones de gastar del tesoro público para ganarse el favor de los votantes. Donald Trump tiene exactamente los mismos planes si logra la presidencia. Mientras el demócrata pretende seguir aumentando el dispendio condonando la deuda estudiantil o con su programa de subvenciones a la industria americana, el candidato republicano pretende reducir aún más los impuestos.

Claramente Biden no tiene ningún plan real para hacer frente al creciente déficit de Estados Unidos. Pero siendo justos, tampoco lo tiene Trump. Y no es difícil entender por qué: equilibrar las finanzas del gobierno federal es doloroso a corto plazo y sus ganancias solo se verían a largo plazo. Por desgracia, la mayoría de los políticos priorizan las victorias inmediatas, sobre todo si tienen 80 años.

### ¿El retorno de los *bond vigilantes*?

El abultado déficit de Estados Unidos no puede ignorarse eternamente. En una pared de Manhattan, no lejos de Times Square, el reloj de la deuda de Estados Unidos recuerda a los transeúntes a la velocidad a la que aumenta: desde los 3 billones de dólares que marcaba cuando se inauguró en 1989 a los 35 billones en la actualidad. Pero no solo se trata de Estados Unidos; en total, la deuda pública de los países desarrollados es ahora mayor, en porcentaje del PIB, que en cualquier otro momento desde las guerras napoleónicas.

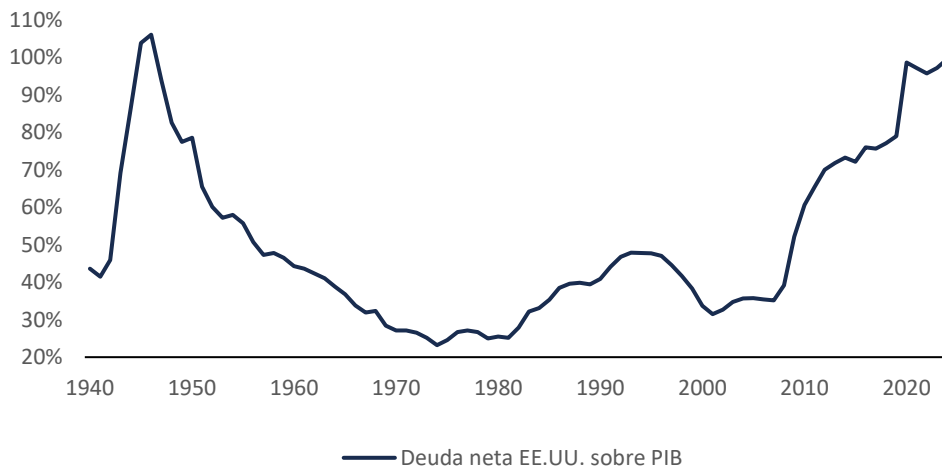


Por alarmante que suene, es difícil saber cuándo podría estallar una crisis de deuda. En Japón, la deuda neta ronda el 160% del PIB, y no tienen problemas para emitir nuevos bonos. Estados Unidos podría tener algo de margen dado que el dólar es la divisa reserva mundial, asegurándose apetito extranjero por su deuda. Sin embargo, Japón ha podido hacer frente a sus obligaciones gracias a que la mayoría de su deuda está en manos de los propios japoneses y que sus tipos de interés son extremadamente bajos. Ese ya no es el caso americano: en porcentaje del PIB, los intereses de la deuda de Estados Unidos ya duplican a los de Japón. De hecho, por primera vez en la historia, el coste de dichos intereses supera el gasto en defensa, un tema muy sensible para los americanos.

Pero el futuro no es muy esperanzador. Para reducir los déficits anuales y empezar a disminuir la deuda, no bastaría con voluntad política, ya que un conjunto de fuerzas estructurales juega en contra. El envejecimiento de la población y el aumento de esperanza de vida supone pagar pensiones por más tiempo, y disponer de menos trabajadores por pensionista para financiarlas. A la vez, el aumento de los tipos de interés, que aún sigue vertebrándose por el sistema financiero, aumentará el coste de financiar esa deuda, y todo esto sin contar con la posibilidad de que llegue una recesión disminuyendo los ingresos del gobierno, o peor aún, que explote un conflicto bélico de grandes dimensiones que dispare el gasto en defensa.

No hace tanto tiempo, la preocupación por la creciente deuda federal era un tema candente de la política americana. Durante el primer mandato de Bill Clinton en 1993, el presidente intentó crear un sistema de cobertura sanitaria universal. Pero el mercado de deuda empezó a protestar ante lo que percibía era un gasto público desmesurado. Nacieron así los apodados “*bond vigilantes*”, inversores descontentos que vendían sus bonos del gobierno haciendo subir así su tipo de interés. En aquel entonces, la deuda neta americana ascendía al 46% del PIB; hoy está llegando al 100%.

#### La deuda americana vuelve a marcar máximos históricos no vistos desde la Segunda Guerra Mundial

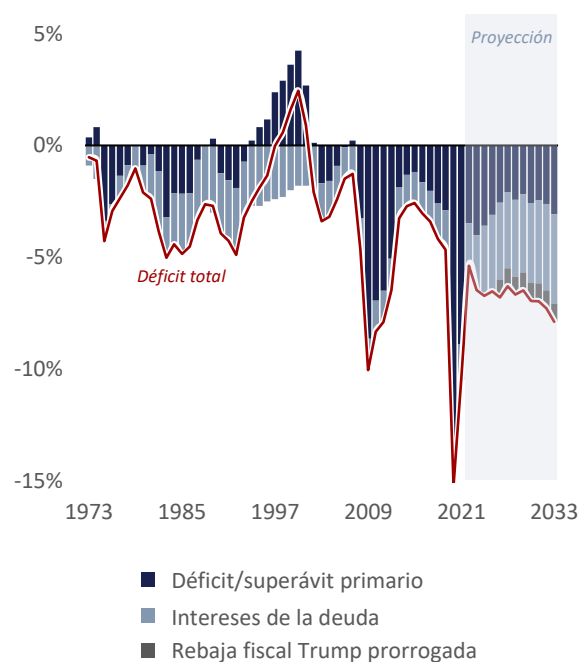


Los vigilantes de bonos dispararon los intereses de la deuda americana desde el 5,2% hasta el 8,0% en apenas doce meses. El partido Republicano, que llevaba 40 años en la oposición en el Congreso, centró su campaña en equilibrar el presupuesto público. Logró entonces una histórica mayoría en las *midterm* que obligó a Clinton a sentarse en la mesa de negociación para pactar el presupuesto, calmando así a los mercados de deuda.

Clinton ganó la reelección dos años después, gracias a que, obligado por los Republicanos, promovió recortes de gasto que condujeron a los primeros superávits en una generación. Pero las circunstancias de entonces facilitaron la disciplina fiscal: la productividad aumentaba gracias a la difusión de los ordenadores y la llegada de internet, y a su vez el mayor crecimiento elevó los ingresos fiscales. Al mismo tiempo, el final de la Guerra Fría facilitó el recorte en defensa, una forma indolora de apretarse el cinturón, gracias a los dividendos de la paz.

Hoy en día, en cambio, la creciente tensión con China y Rusia hará aumentar el gasto en defensa, no reducirlo. La transición energética para reducir las emisiones de gases invernadero y la atención a una población más envejecida también ejercerán presión sobre el presupuesto.

#### Déficit público EE.UU. como % del PIB



¿Cómo podría acabar todo esto? Es muy difícil predecir cuándo podría estallar una crisis de deuda, sin embargo, cuando llegan, llegan muy rápido. Puede dar buena cuenta de ello la ex primera ministra del Reino Unido, Liz Truss, que duró menos de cincuenta días en el cargo.

Un impago soberano es imposible porque todas las deudas de Estados Unidos están denominadas en dólares, y el gobierno siempre podría crear dinero para pagarlas. Pero existen otros escenarios extremos. Uno es la "dominancia fiscal", en la que un banco central se ve obligado a imprimir dinero para financiar los déficits, provocando una inflación tan alta que erosiona el valor de los ahorros de los ciudadanos. Se trataría, en efecto, de una forma encubierta de imposición fiscal. Afortunadamente, sigue siendo una posibilidad remota en Estados Unidos aunque Donald Trump flirtee con la idea de controlar políticamente las decisiones de la Reserva Federal.

Otra posibilidad es la "represión financiera" a través de controlar la curva de intereses, donde se obliga a los agentes del mercado a prestar al gobierno a un tipo fijo para mantener bajos sus costes de endeudamiento. Esto en esencia implicaría que la Reserva Federal fijase un tipo de interés artificial de los bonos americanos, y permitiría que la inflación fuese más elevada que ese tipo de interés. De nuevo, esto suena descabellado en un país como Estados Unidos, pero no debemos olvidar que esto fue exactamente lo que hicieron la última vez que se llegó a estos niveles de deuda justo después de la Segunda Guerra Mundial.

Un escenario más optimista es que Estados Unidos controle su deuda antes de que sea demasiado tarde. Tal vez, como en la década de los 90, pueda beneficiarse de un crecimiento económico extraordinario provocado por el aumento de productividad, esta vez debido a la difusión de la inteligencia artificial. No ponemos en duda el extraordinario potencial de la tecnología. Pero más allá de componer canciones y hacer la vida imposible a los profesores, aún está por ver si logra dicho milagro económico.

### **Hasta entonces, no hay que dejar de bailar**

Como hemos mencionado, son escenarios muy difíciles de predecir ya que la situación puede alargarse durante años, pero debemos estar atentos y preparados, ya que una pequeña chispa puede hacerlo descarrilar todo. Las valoraciones de los activos de riesgo que habían corregido ligeramente en 2022 vuelven a situarse al borde de máximos históricos, lo que genera más gasolina para una corrección.

Observamos como punto de inflexión el 2025. De media, la deuda americana se beneficia de un tipo de interés bajo hasta mitades de ese año. Si los tipos se mantienen altos hasta entonces, se notará un rápido incremento de los intereses. Eso coincidirá con otro evento trascendental: a finales de 2025 expiran las rebajas de impuestos que Trump aprobó en 2017. Prorrogarlas costaría unos 3 billones de dólares adicionales durante la próxima década. El mercado podría tomárselo mal, si eso coincidiera con una victoria de Donald Trump que desatase una guerra arancelaria y una mayor intromisión política en la Reserva Federal.

Hasta entonces, y por lo menos hasta que se sepa quién será el próximo inquilino de la Casa Blanca, esperamos un mercado alcista aunque no sea en línea recta. Aunque parezca imposible, sigue siendo la voluntad de las élites de Washington evitar que Donald Trump se haga con la presidencia. *Mais après nous, le déluge!*

## Informe de gestión

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

- 1. Posición en renta variable:** Como explicamos en nuestra última misiva, creemos que la renta variable tiene recorrido hasta noviembre. Este ha sido un trimestre con dos mitades para las acciones americanas: primero corrigieron un 6% a raíz de la escalada de tensión en Oriente Medio para luego rebotar un 10% hasta nuevos máximos. La renta variable europea, en cambio, se ha dejado casi un 4% en el periodo. Nuestra apuesta ganadora del trimestre han sido las farmacéuticas centradas en suprimir el apetito; en cambio nuestras posiciones en empresas de defensa europea nos han perjudicado. En conjunto, la renta variable nos ha aportado un **+0,7%** al resultado del fondo.
- 2. Posición en volatilidad:** A pesar de que los meses de mayo y junio han sido tranquilos, el fondo supo beneficiarse del aumento de la volatilidad durante el mes de abril. El VIX alcanzó los 20 puntos el 19 de abril desde el nivel de 13 en el que terminó marzo; desde entonces ha deshecho todo ese camino. El fondo estaba bien posicionado para esa corrección; por eso la contribución de la volatilidad estos meses ha sido del **+1,6%**.
- 3. Posición en divisas:** Nada parece frenar la caída del yen, que ha cruzado la línea de los ¥160/\$ por primera vez desde 1986. Las intervenciones del gobierno japonés para aguantar su divisa han resultado inútiles, dado que el diferencial con los tipos de interés americanos sigue siendo abismal. Aún así, mantenemos nuestra inversión como protección ante eventos inesperados, ya que creemos que en la próxima crisis el Banco de Japón será el único banco central que no baje los tipos de interés. Este trimestre nuestras posiciones en divisas nos han restado un **-1,3%** al resultado global.
- 4. Posición en oro:** El metal precioso ha vuelto a tener un gran trimestre, subiendo un 4% hasta nuevos máximos. Como explicamos en el trimestre anterior, la combinación de gasto público excesivo y bajadas de tipos de interés son la combinación perfecta para este activo, que ha aportado un **+0,3%** a la rentabilidad.
- 5. Posición corta en renta fija:** Los tipos de interés han repuntado ligeramente este trimestre, pero aún se sitúan muy lejos de los niveles que podrían llegar a incomodar al gobierno americano. Nuestra posición bajista ha sumado un **+0,6%** al fondo.
- 6. Posición en materias primas:** El uranio ha tenido una mala primera mitad de año. Tras subir casi un 85% el año pasado, este 2024 corrige más de un 12%. Seguimos pensando que la transición ecológica va a provocar un fuerte aumento en la demanda de esta materia prima como explicamos en nuestra anterior carta. Este periodo nos ha restado un **-0,3%**.

*“Antes pensaba que, si me reencarnara, querría volver como el presidente o el Papa. Pero ahora pienso que prefería ser el mercado de bonos: así todo el mundo me temería”*

- James Carville (asesor de Bill Clinton)

Un saludo,  
Hanway Capital



## Apéndice: Rentabilidad neta histórica de Hanway Capital Fund

	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic	Año
<b>2019</b>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-0.4%	1.2%	<b>+0.8%</b>
<b>2020</b>	-2.9%	-3.0%	18.3%	4.6%	-0.4%	3.2%	-2.3%	0.5%	-2.7%	-1.9%	9.1%	3.8%	<b>+27.0%</b>
<b>2021</b>	-1.9%	2.8%	3.0%	1.2%	0.6%	0.9%	-0.8%	1.5%	-1.1%	2.4%	1.3%	3.1%	<b>+13.7%</b>
<b>2022</b>	-1.7%	0.0%	2.1%	1.8%	0.8%	-6.1%	3.0%	2.6%	2.1%	1.9%	-2.2%	-1.7%	<b>+2.0%</b>
<b>2023</b>	1.1%	0.5%	-3.1%	-1.0%	-1.2%	-3.7%	-0.1%	1.2%	1.6%	0.2%	-1.0%	0.2%	<b>-5.4%</b>
<b>2024</b>	-2.5%	0.2%	-1.5%	-3.8%	4.3%	1.3%	3.3%						<b>+1.0%</b>

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