

8 julio de 2020

Informe de gestión Q2 2020

Estimados inversores,

Hanway Capital Fund ha obtenido un retorno del **7,5%** este trimestre alcanzando un precio por acción de **120,8€** neto de comisiones, lo que sitúa la rentabilidad acumulada en el año 2020 en el **19,8%**. Durante estos tres meses el fondo ha participado en la recuperación de las bolsas globales que han dejado atrás los mínimos de marzo. La segunda mitad del año exige extrema cautela, puesto que los activos baratos que identificamos en abril ya no lo están tanto y sin embargo la volatilidad sigue en niveles elevados respecto a donde empezó el año. Aun así, creemos conveniente mantener una posición defensiva sobre todo mirando a las elecciones americanas de noviembre.

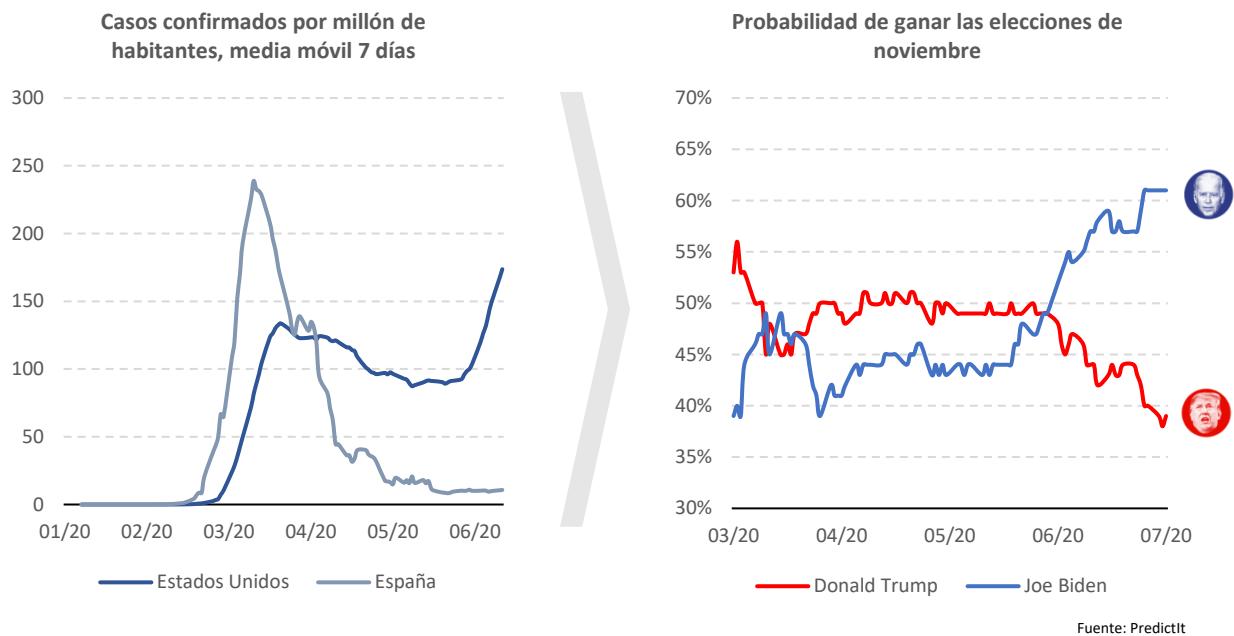
La nueva normalidad

Los mercados financieros, con la inestimable ayuda de los bancos centrales, frenaron las caídas antes de que la sangre llegase al río. La última semana de marzo, después de una de las bajadas más abruptas de la historia, el mercado marcó un suelo un 40% por debajo de sus máximos. A partir de entonces, casi con la misma virulencia con la que cayó, inició una rápida recuperación hasta principios de junio con una subida de casi el 50%. No obstante, el mercado ha sido más selectivo en su rebote, dejando atrás a los sectores y geografías más golpeados por la crisis como el turismo o el sur de Europa.

La situación en la que vivimos no se puede calificar de normal bajo ningún criterio. Las inyecciones de liquidez que sustentan los mercados no tienen precedentes, las economías están sufriendo su mayor contracción desde el crash del 29 y la tensión geopolítica sigue su lento pero constante ascenso. El coronavirus parece haber remitido en Europa después de un confinamiento estricto que ha tenido un efecto devastador para la economía, pero todo indica, escuchando a los expertos, que deberemos convivir con el virus una larga temporada.

Se presupone que eso será hasta que se descubra una vacuna, aunque preferimos puntualizar que será hasta que *llegue* una vacuna. El matiz es importante, porque el descubrimiento de una vacuna o tratamiento no soluciona el conflicto geopolítico que se generará por el control de las dosis. Prueba de ello es la compra que ha hecho EE.UU. de todas las dosis de remdesivir, el cotizado tratamiento sin resultados concluyentes de la farmacéutica Gilead.

Aunque el virus haya perdido fuerza en Europa por el buen trabajo del colectivo sanitario y la responsabilidad de los ciudadanos durante el confinamiento, no es cierta la percepción de que lo peor ya ha pasado. Actualmente se siguen marcando récords de contagios diarios a nivel mundial y el foco de la pandemia ha pasado a países menos desarrollados y a EE.UU. Desde un punto de vista sanitario, se puede considerar que la gestión norteamericana está siendo nefasta. El virus lejos de estar reduciéndose se encuentra en plena segunda oleada. La gestión de la crisis está empezando a pesar en la popularidad del presidente Trump y podría entorpecer su continuidad en la Casa Blanca en las elecciones de noviembre.



Los todopoderosos bancos centrales y la inflación

Aunque durante los peores días de marzo parecía que los bancos centrales perdían el control de la situación – el S&P 500 cayó un 12% el día que la Reserva Federal bajó los tipos de interés a 0 – lo cierto es que han retomado las riendas del mercado. Han conseguido desmontar todas las teorías de que la política monetaria tenía un límite y que estábamos cerca de él incluso antes de la crisis del coronavirus. Los tipos de interés se han bajado aún más y se han reactivado y expandido todos los programas de compra de deuda para inundar de liquidez al mercado.

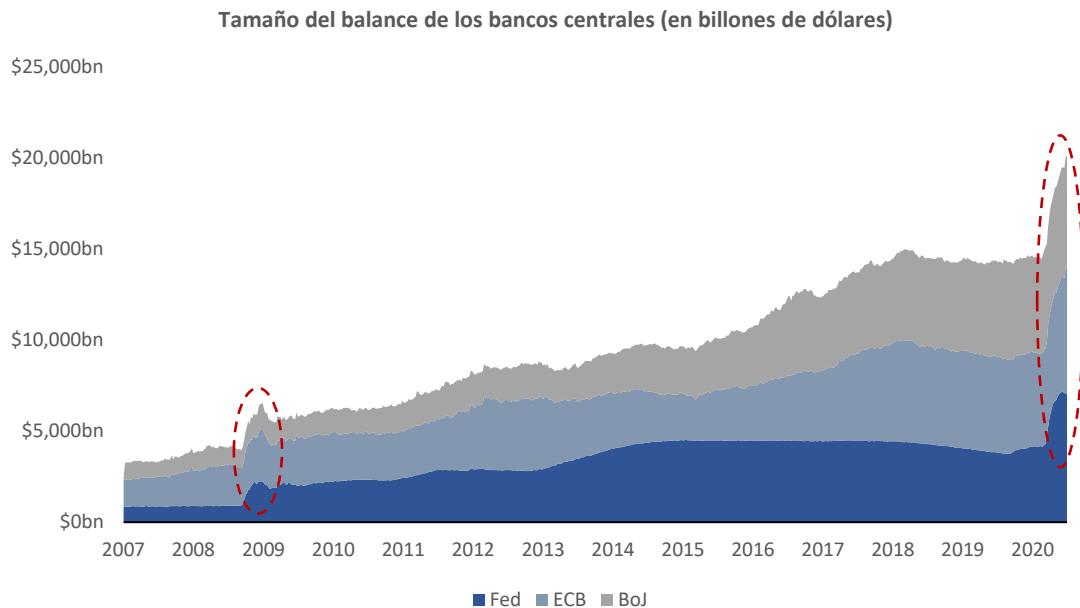
Solo así se explica que mientras la economía se encuentra ante el mayor frenazo de los últimos 100 años, las bolsas y en concreto el mercado americano (con mayor peso en el sector tecnológico) vuelve a situarse a un paso de sus máximos históricos.

En nuestra opinión, los recientes programas de compra de deuda para rebajar el coste de financiación de las empresas son un error por varias razones. En primer lugar, aumenta la desigualdad en la sociedad beneficiando solo a aquellos que tienen activos financieros. Por otra parte, imposibilita la destrucción creativa de Schumpeter que necesita la economía, alargando artificialmente la vida de empresas que han quedado desfasadas. Por último, desincentiva a los gobiernos a nivelar ingresos y gastos, cuando muchos de ellos ya tenían importantes déficits antes de la crisis. Todo ello hipoteca injustamente a las generaciones del futuro.

Por otra parte, creemos que hay otro riesgo que debe monitorizarse muy de cerca por sus posibles consecuencias a largo plazo. El aumento de la deuda global y sobre todo soberana alcanzará niveles en los que podría llegar a considerarse la monetización de esta, es decir, la cancelación de la deuda soberana en manos de bancos centrales. A pesar de que siempre se ha tratado de un tema tabú por sus consecuencias, no vemos motivos para que los bancos centrales no sigan ahondando en medidas extraordinarias.

Si ocurriera, la consecuencia sería sin duda que nos veríamos abocados a un escenario de alta inflación. Tal vez este sea el resultado deseado por los bancos centrales, puesto que la inflación es la única manera de hacer sostenible la enorme deuda de los países. Pero en el otro lado de la balanza estarían

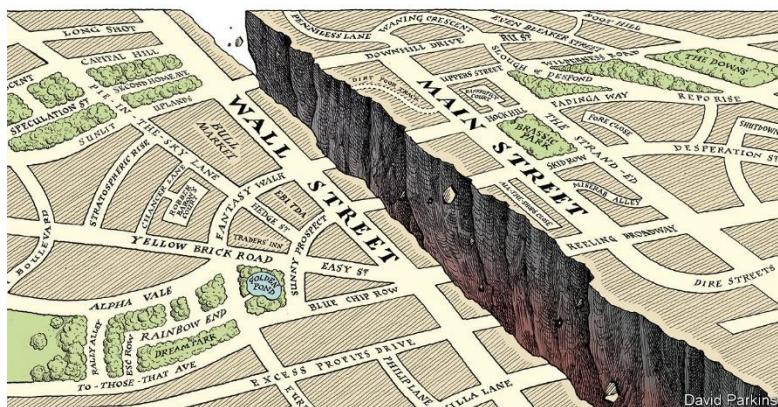
los ahorradores, que serían los grandes perdedores al ver como disminuye su poder adquisitivo. El temor a este escenario es el que justifica tener una posición relevante del fondo en oro y otros metales preciosos, ya que su cantidad en circulación no puede ser aumentada artificialmente como el papel moneda y conserva su valor en momentos de inflación.



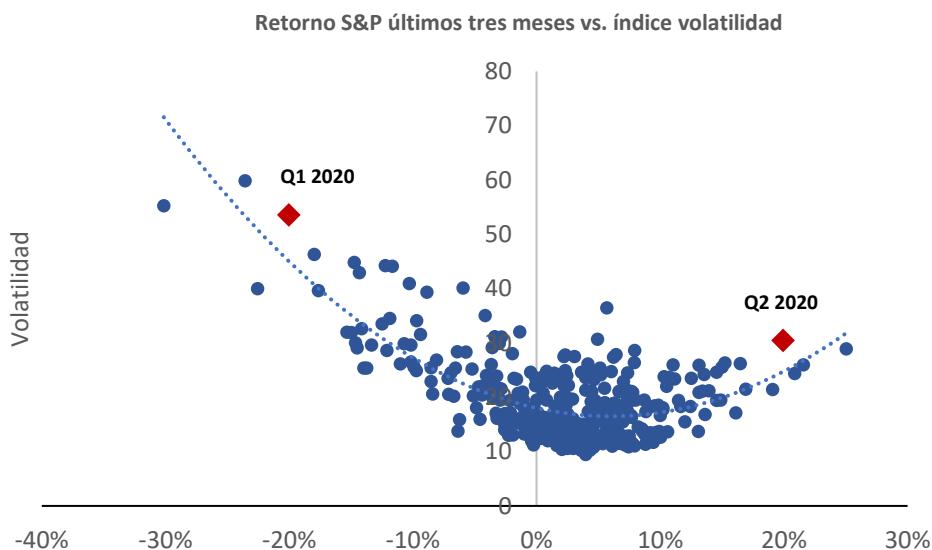
Informe de gestión

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

- Posición en renta variable:** El rebote de las bolsas mundiales nos ha sorprendido, como a casi todo el mundo. Como reflejaba la portada del “The Economist” para el mes de mayo, la brecha entre los mercados y la economía real nunca había sido tan grande. Durante estos meses, ha sido habitual ver como las bolsas reaccionaban con subidas ante la publicación de los peores datos económicos que se recuerdan. Es cierto que la renta variable siempre se adelanta al ciclo, pero la voracidad de la recuperación ha dejado al mercado vulnerable a malas noticias que pongan en duda una rápida reapertura de los países. La posición del fondo en renta variable, que ha bajado del 40% hasta el 30%, se centra en activos defensivos – salud, alimentación y empresas con un largo historial de pago de dividendos. En el trimestre, estas posiciones han aportado un 2,1% de rentabilidad.



2. **Posición en volatilidad:** A pesar de que típicamente asociamos volatilidad con caídas, lo cierto es que las subidas de este trimestre han sido tan fuertes que la volatilidad se mantiene elevada. Los vencimientos de abril, mayo y junio fueron en 42, 28 y 33 respectivamente, reflejando la alta incertidumbre en la que vivimos. Sin embargo, no fueron tan extremos como insinuaban los futuros a final del primer trimestre, por lo que las posiciones en volatilidad restaron un 0,8% a la rentabilidad del trimestre.



3. **Posición en petróleo:** El 20 de abril a mediodía, cuando el petróleo cotizaba alrededor de los 15\$, el Chicago Mercantile Exchange pidió a sus miembros que se prepararan ante la posibilidad de que el precio del barril entrara en precios negativos. Creyendo que podíamos estar a las puertas de una profecía autocumplida (si el operador anuncia que podía ocurrir, ocurriría), recomendamos vender la posición y comprar volatilidad de petróleo. La decisión resultó ser la acertada cuando esa misma noche el petróleo entró en negativo, lo que hizo que en su conjunto las posiciones de petróleo sumaran un 0,4% de rentabilidad.
4. **Posición en dividendos:** Sin duda esta fue la gran apuesta del trimestre y la que mejor se ha comportado (*ver informe publicado el 30 de abril*). A medida que se aclaraba la incertidumbre provocada por el virus y regresábamos a la actividad, algunas empresas del Eurostoxx cancelaron el dividendo, pero muchas otras lo han mantenido para los próximos años. Gracias a eso los futuros de dividendos han rebotado desde niveles muy deprimidos, y esta operación aporta un 2,7% de rentabilidad.
5. **Posición en bancos europeos:** Los bancos europeos entraron en una espiral bajista a partir de la crisis de 2008. Primero golpeados por una burbuja inmobiliaria y un aumento de la morosidad, seguido por una política monetaria de tipos cero que perjudicaban gravemente su rentabilidad. Si ya cotizaban a valoraciones irrisorias, la pandemia ha sido la gota que ha colmado el vaso. En 2009 se rompió la barrera psicológica de cotizar por debajo de su valor contable, pero con la pandemia han llegado a cotizar por debajo de 0,4x su valor en libros. Llegados a este extremo y sin apostar por la industria bancaria a largo plazo por sus grandes amenazas, creímos oportuno recomendar una posición en un sector que creímos había sido

excesivamente castigado. Mientras las bolsas mundiales y los sectores más golpeados habían iniciado su recuperación, la banca europea quedó injustamente retrasada. La posición en bancos europeos ha contribuido un 2,2% al resultado del trimestre.

6. **Posición EUR vs. USD:** El eurodólar sigue atrapado en el rango donde lleva desde finales de 2018, entre 1,08 y 1,15. Creyendo que nuevos episodios de pánico podían provocar que ese rango se rompiera a la baja, recomendamos convertir la posición alcista en el euro en una posición de volatilidad que se verá beneficiada si la resistencia se rompe en cualquiera de las dos direcciones. Sin embargo, esto aún no ha ocurrido, con lo que esta posición ni ha aportado ni ha restado a la rentabilidad trimestral.
7. **Posición en metales preciosos:** Durante estos meses la impresión de dinero y las inyecciones de liquidez han seguido apoyando a los mercados. Además, en el plan de Macron y Merkel para reavivar la economía europea, hemos visto por primera vez como se plantea que los gobiernos reciban liquidez que no deberán devolver. Por el momento estos subsidios no los concede un banco central directamente, pero esa barrera podría caer también algún día. Este tipo de medidas harán perder valor al dinero fiduciario en favor de otros activos cuya oferta no puede ser manipulada artificialmente. Por ello el fondo ha añadido a la posición en oro otra en plata, y entre las dos han aportado un 0,9% al retorno del fondo.

Actualmente dos fuerzas muy potentes quieren controlar el relato del mercado financiero. Por un lado, tenemos una situación macroeconómica dantesca con caídas del PIB sin precedentes y con una constante amenaza de rebrote que llevaría a paralizar la economía de nuevo. Por el otro, una intervención masiva por parte de los bancos centrales que están regando de liquidez todos los rincones del mercado y permiten sostenerlo de manera artificial. La caída de beneficios empresariales es ya una evidencia palpable que provoca que los inversores tengan que pagar cada vez más a cambio de menos. Las preguntas pertinentes son las siguientes, ¿es el 2020 un bache excepcional en la economía?, ¿habremos vuelto a la absoluta normalidad en el 2021?, sino es así ¿está justificado pagar los múltiplos actuales? La situación del mercado sigue siendo de extrema fragilidad, pero los bancos centrales han dejado claro que llegarán hasta las últimas consecuencias para sostenerlo.

“Puedes engañar a todo el mundo algún tiempo. Puedes engañar a algunos todo el tiempo. Pero no puedes engañar a todo el mundo todo el tiempo.”

- Abraham Lincoln

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%							19.8%

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