

6 abril de 2023

Informe de gestión Q1 2023

Estimados inversores,

Hanway Capital Fund ha obtenido **un retorno del -1,6% este trimestre**, retrocediendo hasta un precio por acción de **146,2€** neto de comisiones. Las subidas de tipos de interés que empezaron hace exactamente doce meses se han cobrado sus primeras víctimas relevantes: Silicon Valley Bank y Credit Suisse. El primero ha protagonizado la tercera mayor quiebra de la historia de EE.UU. y el segundo ha sido absorbido por su mayor competidor tras 166 años de actividad. Paradójicamente, estos accidentes han convencido a los inversores de que los intereses han tocado techo y pronto empezarán su desescalada. Este cambio en el consenso del mercado ha perjudicado a muchas posiciones de Hanway, pero nosotros mantenemos intacta nuestra estrategia ya que creemos que la inflación no ha dicho su última palabra.

La Reserva Federal se crea para no depender de J.P. Morgan

Para entender las turbulencias de las últimas semanas en el sistema bancario, resulta útil repasar primero el funcionamiento de los bancos y en particular del sistema de reserva fraccional, que es el modelo que usan las economías capitalistas desde hace siglos. En este, los bancos sólo están obligados a mantener una fracción de los depósitos de sus clientes en efectivo, mientras que el resto del dinero lo utilizan para hacer préstamos e inversiones. Por ejemplo, si un banco tiene una tasa de reserva del 10%, sólo tiene que mantener el 10% de los depósitos de sus clientes en efectivo y puede prestar el 90% restante.

Este sistema permite que los bancos aumenten enormemente la velocidad de circulación del dinero, puesto que el mismo euro puede prestarse varias veces a diferentes clientes y eso impulsa el crecimiento económico. Aunque este sistema no está exento de riesgos: si se produce una retirada masiva de depósitos por parte de los clientes, hasta el banco más solvente del mundo no dispondría de la liquidez necesaria para cumplir con sus obligaciones. Es lo que se denomina pánico bancario, que en sus casos más extremos puede provocar un efecto dominó en todo el sistema financiero global y generar una profunda crisis con consecuencias sociales incalculables.

Fue precisamente el pánico bancario de 1907 el que llevó a la creación de la Reserva Federal como banco central de los Estados Unidos. El pánico comenzó cuando el tercer mayor banco de Nueva York (el Knickerbocker Trust) prestó una gran cantidad de dinero a especuladores en las acciones de United Copper. Cuando el precio de las acciones se derrumbó en bolsa, los prestatarios no fueron capaces de repagar su deuda, trasladando sus pérdidas al banco. A medida que se corría la voz sobre esta operación ruinosa, los depositantes de este y otros bancos empezaron a retirar sus fondos, lo que a su vez provocó que muchas entidades suspendieran sus operaciones.

Llegados a este punto entró en escena J.P. Morgan. Si bien hoy ese nombre lo asociamos al banco más grande del mundo, en 1907 era mucho más conocido el hombre detrás de la institución: John Pierpont Morgan. Tras fundar el banco en 1871, Morgan era uno de los hombres más ricos y poderosos de América cuando estalló la crisis. Había construido un imperio bancario que dominaba todo Wall Street, y no estaba dispuesto a permitir que esta crisis acabara con todo.

En un esfuerzo por restaurar la confianza en el sistema financiero, Morgan reunió a los principales banqueros y multimillonarios de Nueva York y les convenció de que invirtieran para salvar a los bancos en peligro de la quiebra. Además, utilizó su propia fortuna para respaldar los préstamos de emergencia, lo que ayudó a restaurar la confianza de los ciudadanos y detuvo de inmediato la fuga de depósitos, estabilizando el sistema financiero.



Los legisladores americanos entendieron la imperiosa necesidad de una mayor regulación y supervisión del sistema bancario. Era una locura depender de la voluntad de un único individuo para contener las crisis financieras: convenía por tanto mejorar la coordinación entre los bancos y el gobierno para ayudar a prevenir y mitigar futuros pánicos. En 1913 se promulgó la Ley de la Reserva Federal, que creó un prestamista de última instancia que proveyese de liquidez a los bancos en dificultades. Gracias a eso, si hoy en día un banco tiene un problema de liquidez puntual por un pánico sin fundamentos, no debería verse arrastrado a la quiebra ya que la Fed acudirá en su ayuda prestando cuanta liquidez necesite.

El fin de Silicon Valley Bank

Hace tan solo un mes, nadie hubiese dudado de la robustez del sistema bancario después de la estricta regulación creada a raíz de la crisis financiera del 2008. Es más, la apuesta por invertir en acciones de bancos europeos y americanos ha sido una de las estrategias más populares a raíz del resurgir de la inflación.

Pero como hemos comentado en anteriores informes, cuando los bancos centrales suben los tipos de interés abruptamente, en algún rincón del mercado algo acaba rompiéndose. O como dijo Warren Buffet, “es cuando baja la marea que se descubre quien ha estado nadando desnudo”. Pues bien, los directivos de Silicon Valley Bank (SVB) no llevaban ni los manguitos. La velocidad del colapso se aceleró sin duda por ser este el primer pánico bancario de la era Twitter y por la rapidez con la que hoy podemos retirar nuestros depósitos a través de una aplicación. El 9 de marzo, el SVB vio cómo se retiraban 42MM\$ en tan solo un día (el 25% de todos sus depósitos). Ningún banco puede sobrevivir a algo así, pero ¿por qué se desencadenó el pánico? ¿qué ocultaba el SVB?

El balance de un banco funciona a la inversa que el de una empresa normal. De manera muy simplificada, los ahorradores depositan sus ahorros en cuentas bancarias: eso forma parte del pasivo del banco ya que es dinero que “deben”. Por el sistema de reserva fraccional que hemos explicado anteriormente, el banco debe tener una parte de ese dinero en efectivo (llamado coeficiente de caja). Otra parte la utiliza para su negocio bancario, es decir, conceder préstamos a particulares y empresas, para por ejemplo comprar una casa, abrir un negocio o incluso irse de compras. Y finalmente el último componente de sus activos son inversiones que hacen para intentar rentabilizar al máximo los depósitos.



La regulación es muy estricta en cuanto al tipo de activos en los que un banco puede invertir; a raíz de la crisis del 2008 se les alentó para que lo hicieran casi exclusivamente en bonos soberanos. Al fin y al cabo, nadie es más solvente que el gobierno americano. El problema está en que cuando la Reserva Federal sube los tipos de interés, el valor de esos bonos soberanos cae (la razón de por qué pasa esto es técnica y compleja, quien quiera profundizar puede consultar el informe [“Los Riesgos Ocultos de la Renta Fija”](#) que escribimos hace cuatro años).

La cúpula del SVB optó por invertir casi todo el dinero del banco en bonos soberanos a muy largo plazo, que ofrecen algo más rentabilidad que los que tienen un plazo más corto. Además, y ese fue su error fatal, decidieron no cubrir el riesgo tipo de interés en el mercado de derivados: estaban convencidos de que los tipos se iban a mantener bajos para siempre. Para su desgracia, cuando empezaron las subidas de la Fed el banco californiano vio caer el precio de sus bonos en picado y empezó a acumular pérdidas.

Pero el SVB creía contar con un as en la manga. De acuerdo con las normas contables americanas, los bancos no deben reportar como pérdidas las caídas de valor de los bonos gubernamentales que prevén mantener hasta vencimiento. La razón es que, al llegar el vencimiento, el valor del bono volverá a su precio de salida por lo que no supondrá ninguna pérdida. ¿Pero qué pasa si te ves obligado a vender el bono *antes* de su vencimiento debido a que los clientes están retirando sus depósitos y necesitas liquidez? Qué las pérdidas dejan de ser teóricas y caen como una losa de realidad.

El 8 de marzo el banco comunicó que pretendía levantar capital por valor de 2MM\$ para poder cubrir parte de sus pérdidas. Se desató entonces el pánico que llevó al banco fundado hace 40 años al colapso en apenas 40 horas; los depositantes empezaron a retirar el dinero en estampida. Otra de las particularidades que aceleró la quiebra del SVB es que la mayoría de sus clientes eran empresas tecnológicas y fondos de inversión con saldos altos en sus cuentas corrientes. Los fondos de garantía de depósitos se crearon precisamente para evitar pánicos bancarios ya que por ley el gobierno americano cubre hasta 250.000\$ por titular en caso de que un banco quiebre (100.000€ en el caso

español). La mayoría de estas empresas tenían saldos muy superiores a 250.000\$, lo que las dejaba vulnerables ante una quiebra.

El SVB se declaró insolvente y el gobierno americano tomó el control provisionalmente. La quiebra empezó a contagiar a otros bancos regionales; caber recordar que en Estados Unidos hay más de 4.000 bancos. Muchos ahorradores sucumbieron al pánico, pues no tenían ningún incentivo para mantener sus ahorros en un banco pequeño si podían transferir su dinero a uno de los cuatro gigantes bancarios sin coste alguno y desde la comodidad de sus móviles. Las acciones de estos bancos regionales empezaron a caer estrepitosamente en bolsa y la Fed no tuvo otra opción que tomar medidas drásticas para contener la sangría.

Por un lado, comunicó que los depósitos del SVB estarían asegurados al 100% aunque superaran el límite de los 250.000\$; esto irónicamente convertía al SVB en el banco más seguro del mundo. Por otra parte, anunció que los préstamos que concede el banco central respaldados por bonos soberanos no tendrían en cuenta el valor de mercado de dichos bonos si no su valor nominal. En otras palabras, los bancos recibirán liquidez por esas inversiones como si nunca hubiesen caído de valor.

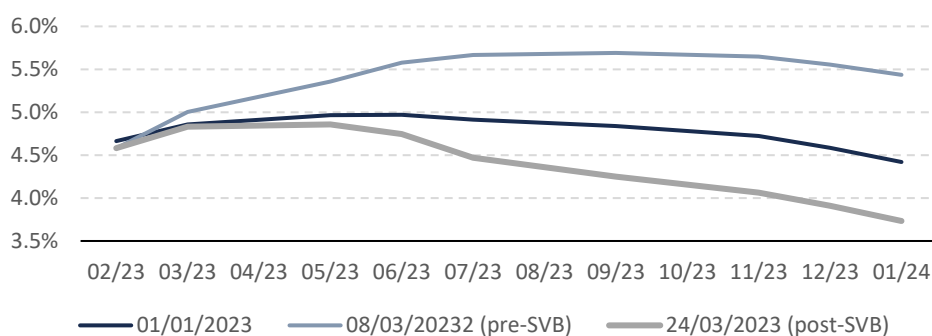
Todas estas medidas de emergencia representan un paso atrás en la lucha de la Fed por controlar la inflación. De hecho, estas inyecciones de liquidez han supuesto deshacer los últimos seis meses de restricción monetaria. Jerome Powell, presidente de la Reserva Federal, se halla ante un dilema de muy difícil solución: caos financiero o inflación persistente.

Hanway Capital de nuevo a contracorriente

El pánico bancario de este último mes ha llevado al mercado a replantearse el devenir de la situación macroeconómica, lo cual ha afectado a diversas posiciones de Hanway. Como hemos explicado en numerosas ocasiones, nosotros prevemos un crecimiento del PIB global mayor del esperado (evitando por tanto una recesión) pero también una inflación persistente, que no logre bajar hasta el objetivo del 2% y por tanto obligue a los bancos centrales a seguir subiendo tipos.

Sin embargo, las turbulencias de las últimas semanas han llevado a los inversores a prepararse para una bajada de tipos ante una recesión que prevén inminente. Esto se ve reflejado de forma muy clara en la curva de tipos de interés implícitos a futuro. El 7 de marzo, dos días antes del colapso de SVB, se esperaba que los tipos de interés siguiesen subiendo y acabaran el año alrededor del 5,6%. Hoy el panorama ha cambiado radicalmente: los inversores creen que la subida de 25 puntos de la reunión de marzo de la Fed fue la última, y que a partir de junio empezarán a bajar tipos rápidamente para acabar el año en el 3,7%.

Tipos de interés esperados (Reserva Federal)



Este diferencial de casi 2 puntos porcentuales ha hecho que nuestra apuesta por aquellos activos que se desempeñan mejor en un entorno de tipos altos haya sufrido fuertes caídas. El mercado está usando el manual de instrucciones de 2008, pero no compartimos esa visión. En primer lugar, en 2008 el sistema financiero colapsó por un problema de solvencia, es decir, los bancos ocultaban en sus balances todo tipo de activos tóxicos sin valor alguno. Las pérdidas fueron multimillonarias, provocando un parón en la economía real y una reducción de la demanda que generó un círculo vicioso de mayor desempleo y menor actividad económica. Lo que hemos vivido estos días ha sido un problema de liquidez, y nada parece indicar que exista un problema de solvencia en el sistema bancario.

Por otro lado, la economía sigue con una salud de hierro. A pesar de que algunos indicadores apuntan a una ralentización, en ningún caso se observa un frenazo. El mercado laboral sigue ajustadísimo: en la Eurozona el desempleo está en mínimos desde la creación del euro y en Estados Unidos actualmente existen el doble de vacantes laborales que de desempleados. El consumo sigue fuerte a pesar de la inflación, gracias a los ahorros generados durante la pandemia y el aumento paulatino de los sueldos.

Por eso pensamos que la inflación sigue siendo el mayor reto que debemos proteger. Los próximos meses veremos como la inflación interanual se modera por el efecto base (empezaremos a compararnos con los precios posteriores al inicio de la guerra). Pero a partir de verano podremos apreciar si la inflación realmente remite o si repunta y demuestra ser estructural como nosotros pronosticamos.

Gracias a la diversificación y al rigor en el control de riesgos que Hanway tiene como puntal, la situación ha quedado contenida a una caída del -1,5%. Es imposible estar satisfechos con el resultado, aunque invertir obliga a posicionarse y a tomar partido, muchas veces equivocándose. Lo más importante para nosotros es que los inversores entiendan el porqué de nuestras decisiones y confíen en nuestro proceso de análisis y toma de decisiones que tiene un único objetivo: preservar vuestro capital en momentos inciertos y revalorizarlo sin asumir riesgos excesivos.

Informe de gestión

Pasemos ahora a analizar las posiciones del fondo este trimestre:

- 1. Posición en renta variable:** Las bolsas mundiales han arrancado 2023 con optimismo. Las perspectivas de un cambio de discurso de los bancos centrales han provocado fuertes subidas especialmente en aquellos índices que más sufrieron el año pasado. El tecnológico Nasdaq, por ejemplo, sube un 20% tras caer un 33% el año pasado. Tampoco se ha quedado atrás el Eurostoxx, que está un 14% por encima de donde terminó 2022. En cambio, nuestras inversiones en renta variable se han quedado atrás por culpa de nuestro sesgo hacia empresas y sectores a los que resulta favorable la inflación. En un trimestre tan positivo para las acciones, este activo únicamente nos ha sumado un **+0.3%** a la rentabilidad.
- 2. Posición en volatilidad:** Una vez más, los problemas en el sector bancario no han sido suficientes para despertar a la volatilidad de su letargo. Incluso el día de máximo pánico, el 13 de marzo cuando las acciones de los bancos regionales americanos caían un 15%, el VIX apenas fue capaz de cerrar por encima de los 26 puntos. Protegerse ante la adversidad está resultando frustrante en este mercado, pero seguimos creyendo que es lo correcto ante los numerosos riesgos que nos acechan. Durante estos meses, esta posición nos ha mermado el resultado un **-0.2%**.
- 3. Posición en metales preciosos:** Al igual que las acciones, el oro y la plata también se han beneficiado de la caída en los intereses de la deuda. La percepción de que las bajadas de tipos son inminentes han llevado al oro a acercarse mucho a los máximos históricos que marcó poco después de iniciarse la invasión de Ucrania, en los 2.070\$. Sin ser nuestra apuesta principal, esta posición de aproximadamente el 10% nos aporta descorrelación con respecto a otros activos del fondo. Este trimestre, ha aportado un **+0.7%** al resultado.
- 4. Posición en materias primas:** Siguiendo la misma línea de razonamiento, el mercado prevé que lo que obligará a la Reserva Federal a bajar tipos de interés será una ralentización de la economía. Esa proyección, que no compartimos, sería muy negativa para las materias primas, que han tenido su peor trimestre desde el inicio de 2020. Por fortuna, el tamaño de esta posición no es muy relevante para el fondo, por lo que su impacto en la rentabilidad se ha limitado al **-0.3%**.
- 5. Posición corta en renta fija:** Nuestro gran acierto del año pasado este trimestre ha girado en nuestra contra. La renta fija ha tenido su mejor trimestre desde la pandemia impulsada por las expectativas de un giro de 180º en las políticas de los bancos centrales. En nuestra opinión, es poco probable que se produzcan bajadas de tipos este año en Europa, donde la inflación sigue a niveles 3 veces por encima del objetivo del BCE. Este trimestre esta ha sido nuestra peor posición, restando un **-2.1%** al resultado global.

“No se puede resolver ningún problema hasta que se reduce a una forma simple. Transformar una dificultad compleja en una forma específica y concreta es un elemento esencial en el pensamiento”

- J.P. Morgan

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%
2023	1.1%	0.5%	-3.1%										-1.6%

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