

13 julio de 2023

Informe de gestión Q2 2023

Estimados inversores,

Hanway Capital Fund ha obtenido **un retorno del -5,8% este trimestre**, retrocediendo hasta un precio por acción de **137,7€** neto de comisiones, lo que sitúa la rentabilidad acumulada en el año 2023 en un **-7,3%**. Este ha sido nuestro peor trimestre desde que arrancamos en 2019 y supone nuestra mayor caída histórica desde los máximos que marcamos en octubre del año pasado. Muchas veces nos habréis oído decir que, a diferencia de otros gestores, somos agnósticos a la dirección de los mercados y que nuestro resultado depende de si acertamos o no en el diagnóstico macroeconómico y en la selección de activos. Claramente no ha sido el caso estos últimos meses, y dedicaremos esta carta a explicar cuáles han sido nuestros errores y como planeamos revertir la situación en la segunda mitad del año.

El posicionamiento de Hanway Capital

Desde finales de 2021 y de manera aún más acusada con el inicio de la guerra en Ucrania, los medios de comunicación y los agentes económicos han venido pronosticando que una recesión económica estaba a la vuelta de la esquina. La subida de tipos de interés más rápida de los últimos 40 años ha añadido más leña al fuego, convenciendo al mercado de que la inflación terminaría con un frenazo en la actividad. Por nuestra parte, descartábamos rotundamente ese escenario e insistíamos en que el foco debía estar en (i) una economía más resistente de lo esperado y (ii) una inflación persistente. Nuestro seguimiento del ahorro generado por los ciudadanos durante la pandemia y el mercado laboral más ajustado de las últimas décadas nos llevó a discrepar del consenso catastrofista.

Nuestro posicionamiento reflejaba esta convicción: debíamos tener una cartera que nos permitiese capear satisfactoriamente la tormenta inflacionista. La estrategia se basó principalmente en apostar por una fuerte subida de los tipos de interés, mantener una posición considerable en metales preciosos (oro y plata), apostar por las materias primas, y ser muy selectivos con la renta variable. Evitamos los sectores más caros como el tecnológico y apostamos por aquellos más beneficiados por la inflación: bancos, energéticas, y todas aquellas empresas con una fuerte generación de caja.

Esta cartera nos permitió cerrar satisfactoriamente un 2022 muy complejo, generando un +2% de retorno mientras los principales índices de renta variable sufrían fuertes caídas y la renta fija, el activo clásico para los más conservadores, sufría su mayor caída desde que hay registros.

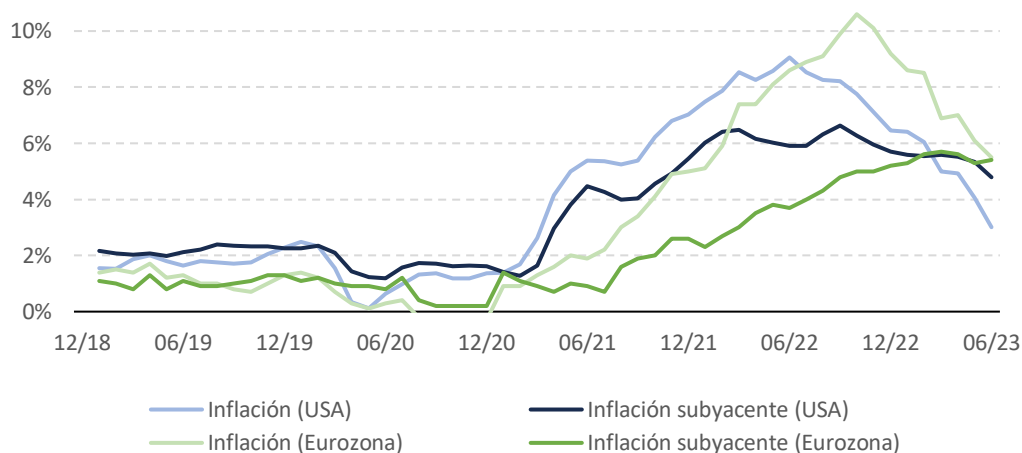
Sin embargo, todo aquello que funcionó durante el 2022 ha dejado de hacerlo este 2023. Se han invertido las dinámicas y han sido las empresas tecnológicas las que han liderado las subidas. De hecho, si restásemos el impacto de este sector en los principales índices, casi no habrían subido en estos seis meses. Sin duda, el miedo a quedarse fuera de la revolución que supondrá la Inteligencia Artificial ha vuelto a inflar las valoraciones de las empresas más impactadas por esta tecnología.

¿Dónde nos hemos equivocado?

La realidad es que la tan anunciada recesión nunca llegó. Estados Unidos mantiene un crecimiento robusto y a pesar de que la Eurozona técnicamente ha decrecido un -0,1% en términos reales los últimos dos trimestres, lo ha hecho con un deflactor del PIB del 6,5%, lo que significa que en términos nominales ha crecido más de un 6%. De manera simplificada, podríamos decir que las empresas en su conjunto han visto aumentar sus ingresos un 6%. Una recesión es un frenazo de la demanda de bienes y servicios que genera un círculo vicioso de mayor desempleo y menor actividad económica; esto no es lo que ha sucedido los últimos dos años.

Donde sí nos hemos equivocado es con la inflación. No creíamos que se fuera a mantener en unas tasas tan elevadas como las que vimos el año pasado, pero tampoco esperábamos que bajase de forma tan pronunciada. Seguimos manteniendo que esta década estará marcada por una inflación media elevada y que ello tendrá un impacto relevante en los activos financieros, pero algunos años el efecto base nos hará creer que el problema ha desaparecido. A medida que desaparecen del cálculo los precios energéticos previos a la invasión, la inflación general tiende a la baja. Ahora bien, la inflación subyacente, que no tiene en cuenta los componentes más volátiles como la energía y la alimentación, se mantiene muy alta. Recordemos que en la década de los '70 en tres ocasiones la inflación regresó a niveles normales para luego volver a dispararse.

La inflación general ha caído bruscamente por el efecto base, pero la subyacente se mantiene tozudamente alta



El siguiente error fue asumir que aquellos activos que estaban funcionando con inflación, también lo harían con tipos de interés altos, pues son dos caras de la misma moneda. Cuando la Reserva Federal empezó a subir los tipos en febrero de 2022, pensamos que eran buenas noticias para nuestros activos, puesto que los bancos centrales reconocían que la inflación no era un fenómeno transitorio. Sin embargo, ocurrió todo lo contrario.

A pesar de que la inflación sigue siendo elevada, las políticas monetarias restrictivas han convencido al mercado de que la inflación no será un problema en el largo plazo. Desde principios de 2022, las expectativas de inflación (las que realmente impactan las decisiones de los inversores) han descendido desde el 3,1% hasta el 2,2%. Irónicamente, cuando los bancos centrales reconocieron que estábamos en lo cierto, nuestros activos dejaron de funcionar. Veámoslo con algunos ejemplos más concretos:

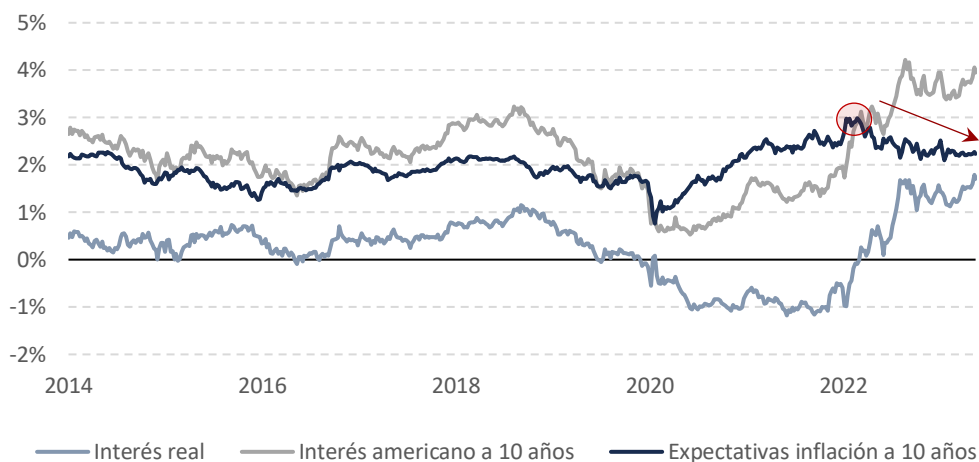
- **Apuesta por una subida de *yields*:** Para poder monetizar esta estrategia, debíamos ponernos cortos de bonos soberanos por el efecto inverso entre el precio de los bonos y el interés. Esta visión la expresamos a través de vender a corto bonos alemanes a 30 años. Escogimos un plazo tan largo porque los bonos con vencimientos cercanos apenas registran cambios en su precio. Pues bien, mientras el tipo de interés oficial fijado por el Banco Central Europeo (BCE) ha pasado del 0% al 4% (el tipo oficial es el de menor plazo), el bono alemán a 30 años apenas paga un 2,4% a cierre de este trimestre. La lógica financiera impone que, a mayor plazo, mayor interés para el inversor por la mayor incertidumbre. Pero esta lógica ha saltado en pedazos debido a que los inversores están convencidos de que en cuanto llegue la recesión que esperan, los bancos centrales bajarán los tipos de nuevo al 0%. En ese escenario, recibir un 2,4% durante 30 años parecerá sin duda un gran negocio. A nosotros, que esperábamos que este bono alcanzase el 4-5%, esta visión nos ha perjudicado.

El diferencial entre el bono a 30 años y el tipo oficial (BCE) ha pasado a ser negativo perjudicando nuestra estrategia



- **Metales preciosos (oro y plata):** El activo por excelencia para hacer frente a la inflación tampoco ha funcionado como esperábamos. La teoría económica nos dice que el oro es capaz de mantener su poder adquisitivo a lo largo de los siglos, pero cuando empezaron las subidas de tipos dejó de funcionar. El oro compite con las demás opciones de inversión y tiene la desventaja de que no devenga ninguna renta (ni dividendo ni cupón). Cuando los fondos monetarios empezaron a ofrecer rentabilidades interesantes sin riesgo, el oro perdió su brillo. El oro tiene una gran correlación con el tipo de interés real, que resulta de descontar la inflación del tipo de interés oficial. Si a principios de 2022 se situaba en el -1,1%, a cierre de trimestre se ha disparado hasta el +1,8%. Se ha demostrado que buscar protección en el oro solo funciona si el mercado pierde la confianza en que los bancos centrales sean capaces de mantener a raya la inflación, y eso no ha sucedido. El oro lleva plano los últimos tres años y no ha subido desde que empezó la crisis de la inflación en 2021.

La inflación esperada a futuro tocó máximos en abril de 2022 y los activos correlacionados con la inflación dejaron de funcionar



- **Empresas con fuerte generación de caja:** De forma simplificada, el valor de una empresa no es más que la suma de sus futuros flujos de caja descontados al valor actual del dinero. Si nuestra teoría con respecto a la inflación se cumplía y los tipos de interés subían, las empresas cuyos beneficios estaban más cercanos en el tiempo serían las preferidas por los inversores. Por otra parte, huirían de las acciones más especulativas cuyos beneficios lejanos en el tiempo valdrían mucho menos. De nuevo, esto funcionó durante 2022, pero en 2023 las acciones que elegimos han sido las que peor evolución han tenido. En nuestro análisis pasamos por alto que las empresas que más caja generan suelen ser también las más ligadas al ciclo económico, y el mercado, obsesionado como está por la recesión que no llega, las ha penalizado.

Nuestro último gran error del trimestre ha sido comprar volatilidad para proteger el fondo. Con el buen principio de año que tuvo la renta variable y el índice de volatilidad por debajo de 20, creímos que era un buen momento para posicionarnos para una corrección. Es muy frecuente durante los mercados bajistas experimentar fuertes remontadas seguidas de caídas a niveles inferiores: la volatilidad nos ofrecía una oportunidad si estábamos en lo cierto.

El índice tecnológico americano vivió grandes subidas a pesar de caer un 83% durante 3 años



El problema de usar este activo como protección, es que ex ante es imposible saber cómo se comportará ante una caída del mercado. En 2020, por ejemplo, un descenso del 34% del S&P 500 provocó una subida del VIX del 580%. En 2022, en cambio, con una caída del 25% el VIX únicamente subió un 105%.

Por eso, es imposible saber a ciencia cierta si una posición de volatilidad se corresponde en tamaño con el portfolio que tiene que proteger: la única manera de comprobarlo es ir viendo cada día su evolución con respecto al resto del fondo. En este sentido, recibíamos señales contradictorias: en los días en los que el mercado bajaba, perdíamos más con el portfolio de lo que ganábamos con la volatilidad, lo que nos indicaba que no estábamos lo bastante protegidos. Pero en los días en los que el mercado subía, no ganábamos suficiente con el portfolio para compensar lo que perdíamos con la volatilidad, lo que nos decía que estábamos demasiado protegidos.

Así, desde finales de mayo la locura desatada por el boom de la Inteligencia Artificial nos generó el coctel perfecto: nuestras posiciones cíclicas no generaban ninguna rentabilidad, pero las empresas tecnológicas con mayor peso en los índices empujaban al mercado a una lenta pero segura subida que hizo que la volatilidad marcara en 13 su nivel más bajo desde el COVID.

Como abordamos la segunda mitad del año

En primer lugar, compartimos vuestra frustración. Como sabéis, nuestros intereses están totalmente alineados con los vuestros y no hay nadie más interesado que nosotros en que el fondo genere una rentabilidad positiva. No obstante, invertir requiere asumir riesgos y tomar decisiones que a veces son equivocadas. Tan importante es cambiar de opinión cuando nos equivocamos, como mantener nuestra convicción cuando seguimos creyendo en nuestra tesis.

Ante el inicio de la segunda mitad del año, mantenemos nuestra confianza en que la inflación seguirá siendo un problema, y afectará negativamente a los mercados. Sin embargo, hemos reestructurado totalmente un posicionamiento que no estaba funcionando desde hace nueve meses.

En primer lugar, hemos reducido a la mínima expresión nuestra exposición a renta variable. Nuestra exposición a empresas cíclicas, que no han funcionado en plena expansión, nos preocupa el día que finalmente llegue una recesión. Nos parece más sensato aceptar que hemos perdido el tren de la renta variable este año que subirnos al carro de las empresas tecnológicas a estas alturas. De hecho, vemos más riesgo de corrección en la segunda mitad del año que recorrido alcista en los principales índices.

Liquidar las posiciones de renta variable nos permite apostar por una corrección usando la volatilidad sin condicionantes. Si no hay portfolio que proteger, las apuestas tendrán un tamaño menor con el que estaremos más cómodos, y difícilmente perjudicarán al fondo como lo han hecho este trimestre.

Por otra parte, tener una gran parte de nuestros activos en liquidez nos permitirá ser mucho más flexibles a la hora de aprovechar las oportunidades que esperamos se presenten esta segunda mitad del año. Esperamos estar especialmente activos en la compra de opciones en los principales activos, pues los bajos niveles de volatilidad implícita las hacen muy atractivas. Los movimientos requeridos para generar rentabilidad con opciones son mucho menores que hace apenas unos meses.

Ante unos resultados tan lejos de lo esperado, solo nos queda pedirnos paciencia. El fondo sube un 37% desde que arrancó hace casi cuatro años, y con suerte este bache pronto quedará atrás. Nosotros seguimos trabajando con el único objetivo de proteger y hacer crecer vuestra inversión a largo plazo.

Informe de gestión

Pasemos ahora a analizar las posiciones del fondo este trimestre:

- 1. Posición en renta variable:** Las bolsas mundiales han vivido una repetición de lo que ocurrió en los 3 primeros meses del año: el tecnológico Nasdaq ha subido un 15%, el S&P 500 un 8% mientras el Dow Jones Industrial, mucho más cercano a nuestras posiciones, apenas ha subido un 3%. Con el Eurostoxx 50 cerrando el trimestre en su máximo histórico y la bolsa americana solo un 4% por debajo del suyo, apenas le vemos recorrido a este activo en la segunda mitad del año. Sus exigentes valoraciones y las perspectivas de más subidas de tipos nos han llevado a abandonar temporalmente del todo este activo, que en este periodo únicamente ha sumado un **+0.1%** a la rentabilidad.
- 2. Posición en volatilidad:** Como hemos explicado, esta posición ha sido la que más nos ha perjudicado este trimestre. Cuando en el mes de abril el VIX rompió definitivamente la barrera de 20, creímos que era un buen momento para posicionarnos ante una corrección. En lugar de eso, la crisis del techo de la deuda se resolvió el 27 de mayo, y partir de ahí la volatilidad empezó a marcar mínimo tras mínimo hasta alcanzar los 12,9 puntos. Sin duda, este cambio de paradigma nos ha encontrado en el lado equivocado, pero irónicamente las bajadas de volatilidad suelen preceder episodios de pánico. Su evolución este trimestre ha tenido un impacto exagerado en el fondo, mermando el resultado un **-5.7%**.
- 3. Posición en metales preciosos:** La subida de los intereses reales, consecuencia de las subidas de tipos y de la moderación de la inflación, han afectado negativamente a la cotización del oro. Hemos reducido ligeramente nuestra exposición al activo pues creemos que con los fondos monetarios pagando rentabilidades sin riesgo por encima del 3%, el coste de oportunidad para los inversores en oro ha aumentado. Durante estos meses, ha restado un **-0.8%** a la rentabilidad del fondo.
- 4. Posición en materias primas:** Al igual que ha ocurrido con las empresas cíclicas, nuestra exposición a materias primas no ha dado sus frutos durante un periodo de expansión económica. La posición que mantenemos sigue siendo muy pequeña pues nos preocupa su desempeño ante una ralentización. Su impacto dentro del fondo se ha limitado al **+0.1%** este trimestre.
- 5. Posición corta en renta fija:** Una vez más, nuestra posición en renta fija lo ha hecho peor de lo esperado. Con otras dos subidas de tipos de interés por parte del BCE este trimestre, los tipos a largo plazo apenas han subido 25 puntos básicos. Mientras los bonos a corto plazo sigan rentando mucho más que los de largo plazo será difícil rentabilizar esta posición, que ha ayudado un **+0.5%** al resultado global.

"Requiere de un carácter fuerte actuar de manera opuesta a la multitud y hace falta paciencia para esperar oportunidades que pueden tardar años en materializarse"

- Benjamin Graham

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%	-1.0%	-1.2%	-3.7%							-7.3%

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