

17 octubre de 2023

Informe de gestión Q3 2023

Estimados inversores,

Hanway Capital Fund ha obtenido **un retorno del +2,7% este trimestre** alcanzando un precio por acción de **141,5€** neto de comisiones, lo que sitúa la rentabilidad acumulada en el año 2023 en un **-4,8%**. Durante la última década, la nula rentabilidad de la renta fija provocó que muchos analistas recomendaran invertir en renta variable ante la falta de alternativas atractivas. En el ciclo actual, sin embargo, el interés que se obtiene por invertir en deuda soberana ha alcanzado los niveles más altos desde la crisis de 2008. Ahora que existen otras opciones interesantes, cabe preguntarse si la renta variable será capaz de sostener los precios actuales o deberá corregir sus valoraciones.

La prima de riesgo de las acciones

Como ocurre con todos los activos financieros, la renta variable también tiene su propia prima de riesgo. Al tratarse de una inversión en la que nuestro capital está en riesgo, esperamos una rentabilidad mayor que la que obtendríamos invirtiendo en un activo seguro. Si restamos de la rentabilidad de invertir en acciones lo que podríamos obtener invirtiendo sin riesgo, obtenemos lo que se conoce como prima de riesgo de las acciones.

El activo libre de riesgo que se usa para este cálculo es, para inversiones en dólares, el bono del gobierno americano. Al tratarse del país del mundo con el ejército más poderoso, la mayor economía y los mercados de capitales más desarrollados, se considera que poseer bonos americanos y recibir el interés que pagan es la inversión más segura a nuestro alcance. Por lo que invertir en cualquier otro activo debería darnos mayor rendimiento, de no ser así, simplemente invertiríamos en dichos bonos. Tras una subida vertiginosa en las últimas semanas, la rentabilidad del bono americano a largo plazo se sitúa actualmente en el 4,6%.

La otra variable de la ecuación, la rentabilidad de la renta variable a futuro es imposible de calcular con exactitud, ya que nadie sabe ex-ante hacia dónde irán las bolsas. En el muy corto plazo, los precios se mueven dependiendo de factores imprevisibles como el momento del ciclo económico y el sentimiento de mercado. Pero en el largo plazo, la acción de una empresa suele seguir de forma bastante rigurosa la evolución de sus beneficios.

Veamos entonces a qué velocidad están acumulando beneficios las empresas americanas. Dividiendo los beneficios por acción de todas las empresas del S&P 500 (214\$) entre el precio al que cotiza (4.300\$), podemos saber que las mayores empresas americanas nos otorgan una rentabilidad por beneficio de casi el 5,0%. Si a este retorno le restamos el 4,6% que actualmente nos ofrece la inversión libre de riesgo, llegamos a que la prima de riesgo actual de la renta variable apenas es del 0,4%. Observando su evolución histórica, podemos ver que ha disminuido drásticamente durante el último año.

Este dato lo que nos indica es que los inversores apenas están siendo recompensados por el riesgo que están asumiendo: por una rentabilidad similar, podrían eliminar todo el riesgo de su cartera de inversiones. O dicho de otra manera: por ese 0,4% adicional que esperan obtener, están pagando un precio muy alto en forma de riesgo.

La prima de riesgo de la renta variable se encuentra en mínimos por el repunte de los tipos de interés



Estas métricas nos indican que estamos en un muy mal momento para estar invertido en renta variable. Una caída de estas magnitudes en la prima de riesgo de las acciones es muy inusual y solo ha ocurrido siete veces desde 1980 coincidiendo con momentos de euforia extrema o cambios radicales de política monetaria. Dado que se trata de una situación antinatural e insostenible, hemos recogido a continuación las diferentes formas como esta situación puede normalizarse asignando un grado de probabilidad a cada una:

- (i) **Recesión deflacionaria (15% de probabilidad):** En los próximos meses llegará a la economía global una recesión tan dura que permitirá a los bancos centrales bajar los tipos de interés sin temor a un resurgir de la inflación. Esto arrastrará a la baja las rentabilidades de la deuda soberana, y por tanto la prima de riesgo de las acciones volverá a niveles habituales gracias a que los activos libres de riesgo volverán a no ofrecer rentabilidad.
- (ii) **Boom empresarial (5% de probabilidad):** Los beneficios empresariales están a punto de realizar un giro radical al alza, y la prima de riesgo de las acciones volverá a sus niveles habituales (4,0%) gracias a que la rentabilidad por beneficio de las acciones se elevará hasta casi el 10%. Este escenario nos parece altamente improbable dada la presión al alza en los costes empresariales que esperamos continúe los próximos años.
- (iii) **Década perdida (60% de probabilidad):** Los tipos de interés se mantendrán a niveles parecidos a los actuales y los beneficios crecerán a un ritmo similar al que lo han venido haciendo en la última década. Las bolsas, sin embargo, apenas experimentarán subidas sostenidas y la prima de riesgo de las acciones se recuperará muy lentamente a medida que los precios de las acciones no sigan en su subida a los beneficios.
- (iv) **Crash bursátil (20% de probabilidad):** Los precios de las acciones experimentarán una fuerte corrección rápida que disparará de nuevo la prima de riesgo de las acciones a un nivel más sostenible. Aunque es poco habitual, la gran caída de las bolsas de 1987 ocurrió sin que EE.UU. estuviera en recesión; el mercado simplemente corrigió de un plumazo los excesos que se habían formado durante años.

Por otro lado, aún e ignorando el rendimiento de los bonos, las valoraciones de la renta variable están volviendo a ser difíciles de ignorar. Este año el S&P 500 lleva un retorno del 14%; el aumento de múltiplos representó el 12,6% y el aumento de beneficios representó únicamente el 1,4%. Así que las valoraciones han aumentado considerablemente.

Esto desafortunadamente no nos indica nada sobre si es el momento oportuno para entrar o salir de la renta variable, ya que cualquier valoración siempre puede volverse más extrema a corto plazo, pero sí nos dice mucho sobre los posibles rendimientos futuros. Las valoraciones actuales son más propias a la era posterior a la crisis financiera de condiciones monetarias extremadamente laxas donde el rendimiento de los activos libres de riesgo era prácticamente inexistente. Nada que ver con la situación actual donde el bono americano paga un apetitoso interés del 4,6% libre de riesgo.

Las valoraciones de las empresas americanas siguen altas en comparación a la media histórica



En resumen, el mercado financiero es un sistema de vasos comunicantes, donde siempre existen alternativas para invertir el capital. Ahora que los bonos soberanos han dejado atrás la era de intereses cero o incluso negativos y han pasado a pagar un tipo de interés atractivo, es de esperar que el dinero salga de la renta variable para refugiarse en la renta fija soberana. Si a esto le sumamos las valoraciones históricamente altas que conlleva invertir en renta variable, encontramos más motivos para ser escépticos.

Tipos más altos durante más tiempo

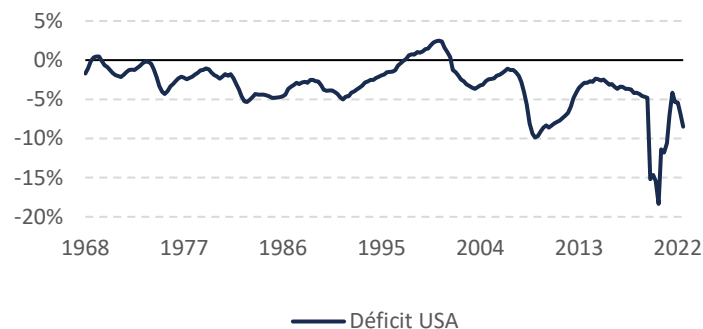
Para entender como hemos llegado hasta aquí, parece pertinente comentar las causas que han llevado al interés del bono americano a 10 años a situarse en el 4,6%, subiendo un punto entero en los últimos tres meses. La aparición inesperada de la inflación hace ya dos años provocó la subida más rápida de la historia de los tipos de interés en Estados Unidos y Europa. Recordemos que los bancos centrales son los encargados de mantener la inflación a raya a través de los tipos a corto plazo que ellos fijan.

Esto explica gran parte de la subida de los intereses de los bonos durante el año pasado y principios de este. No obstante, desde hace varios meses nos encontramos que los banqueros centrales han pausado sus subidas a la espera de tener más claridad del panorama macroeconómico. A su vez, la inflación parece haber tocado techo y se ha moderado durante todo este año. Por ello, debemos buscar otras razones fuera de la política monetaria que pueden haber provocado un movimiento tan fuerte en los intereses de los bonos a largo plazo.

Estados Unidos vive inmersa en una crisis política interna constante. La última víctima ha sido la tercera autoridad del país, el presidente del congreso americano Kevin McCarthy, obligado a dimitir traicionado por un reducto de congresistas de sus propias filas del ala más extremista del partido republicano. El motivo de la disputa ha sido la constante pelea sobre el gasto público del gobierno americano.

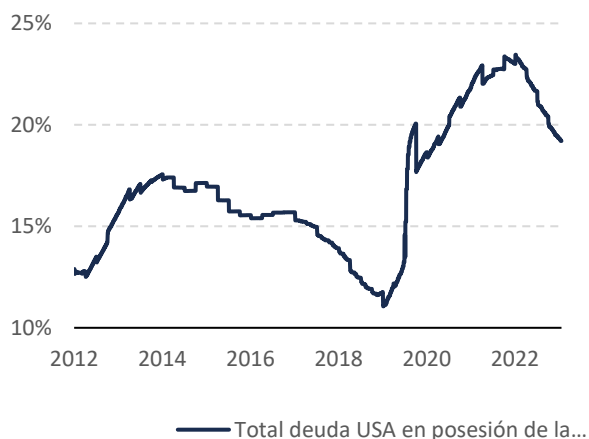
Es precisamente este gasto público el que podría estar detrás de la subida del interés del bono americano. La situación tiene ecos con la crisis británica del otoño pasado, cuando la ex primera ministra Liz Truss provocó un tsunami en el mercado de deuda británico. Anunciando un recorte de impuestos y un aumento del gasto público desmesurado, el mercado le giró la espalda y provocó que el tipo de interés de la deuda británica se disparase. Pues bien, mientras que el crecimiento económico de EE.UU. sigue robusto y la inflación se mantiene elevada, la administración Biden sigue aumentando el gasto público, emitiendo bonos en cantidades ingentes para financiarlo.

El déficit público americano sigue aumentando a pesar de haber dejado atrás las ayudas de la pandemia



Otra explicación a la subida de interés podría hallarse en los cambios de estrategia de los tradicionales mayores compradores de deuda americana: el gobierno chino y la Reserva Federal. Por un lado, la Reserva Federal, obligada a luchar contra la inflación, ha pasado de comprar bonos a venderlos dentro de su programa de reducción de balance. Por el otro, si el gobierno chino poseía el 10% del total de la deuda americana hace tan solo una década, ahora solo posee el 3%.

La Fed está en proceso de reducir su balance para controlar la inflación



El gobierno chino ha ido reduciendo su exposición a Estados Unidos



A pesar de no existir ninguna explicación oficial por parte del gobierno chino, se puede interpretar que esta estrategia está enmarcada en la creciente tensión geopolítica entre las dos potencias. El uso del dólar como arma financiera por parte de EE.UU. y Occidente desde la invasión de Ucrania está obligando a los países no alineados a reducir su exposición a activos americanos. Como descubrió Rusia el año pasado, tus activos denominados en una divisa que no controlas se pueden congelar en apenas unos segundos.

En definitiva, el mercado de deuda se comporta exactamente igual que cualquier otro mercado regido por la ley de la oferta y la demanda. Si dos de sus grandes compradores (la Fed y China) desaparecen del mercado, los tipos de interés tenderán a subir por menor demanda. Lo mismo pasa con la oferta, a mayor emisión de deuda pública más subirán los tipos de interés. Estas dinámicas creemos que se sostendrán los próximos meses y años, y por lo tanto deberían mantener los tipos de interés de los activos libres de riesgo (bonos soberanos) elevados. Todo ello tendrá un impacto en los activos de riesgo que deberían ver sus valoraciones afectadas.

Hacia un mundo extremadamente inestable

Forma parte de la estrategia de Hanway Capital prestar mucha atención a la situación geopolítica mundial. Entender los equilibrios de poder y los constantes cambios en la política internacional es cada vez más esencial para una correcta distribución de activos. Solo así podemos controlar y reducir el riesgo de nuestras inversiones en un mundo que parece haber acelerado hacia la inestabilidad por el vacío de poder que está dejando Estados Unidos.

La guerra entre Israel y Hamas tiene una especial importancia por lo que podría pasar en las próximas horas. Se prevé que Israel inicie una incursión terrestre en la Franja de Gaza como reacción a los atentados contra israelíes del pasado sábado. Si el conflicto escala al resto de la región existe la posibilidad de que Hezbolá abra un frente adicional desde el Líbano. Las capacidades de Hezbolá son muy superiores a las de Hamas, y una guerra en ambos frentes, con el posible respaldo de Irán, podría ser devastadora para la región.

Coincidiendo exactamente con el 50 aniversario de la guerra del Yom Kipur, el suministro mundial de petróleo podría volver a estar en jaque. Fue dicho conflicto en Oriente Medio el que provocó la primera crisis del petróleo, iniciando una prolongada recesión y un aumento de la inflación que perduró hasta principios de los años 80.

A pesar de que la situación actual dista mucho de la de hace 50 años, cobra relevancia por todo lo que hemos mencionado anteriormente. Si el precio del petróleo vuelve a dispararse, la inflación repuntará de nuevo y los tipos de interés se mantendrán elevados más tiempo. Esto tendrá consecuencias en todos los mercados de capitales.

El frente que se ha abierto en Israel se suma a los conflictos en curso que están obligando a los países a posicionarse en uno de los bloques mundiales. Occidente por un lado está liderado por Estados Unidos y la Unión Europea, pero cada vez les resulta más complicado atraer a países terceros que han sido cortejados por China económicamente estas últimas décadas. Por otro, el eje de potencias autocráticas parece cada vez más compacto alrededor de China, Rusia e Irán.

Estos dos bloques parecen avanzar irremediablemente hacia una desvinculación económica que tendrá consecuencias impredecibles para el comercio mundial, la inflación y la paz mundial.

Informe de gestión

Pasemos ahora a analizar las posiciones del fondo este trimestre:

- 1. Posición en mercados monetarios:** La inversión de las curvas de rentabilidad ha provocado un fenómeno curioso: se obtiene una mayor rentabilidad por depósitos que pueden retirarse en cualquier momento que por aquellas inversiones que bloquean tu dinero muchos años. En EE.UU., por ejemplo, los mercados monetarios retribuyen un 5,5% mientras los bonos soberanos a 30 años solo pagan un 4,8%. No es frecuente encontrar oportunidades de inversión que ofrezcan mayor rentabilidad por menor riesgo, así que la hemos aprovechado para aparcar nuestro exceso de tesorería y durante este periodo los mercados monetarios nos han aportado un **+0.4%** a la rentabilidad.
- 2. Posición en volatilidad:** A raíz de la reestructuración del trimestre pasado, estos meses hemos sido mucho más selectivos en nuestras apuestas en volatilidad, ya que no teníamos un portfolio de renta variable que proteger. Gracias a eso, hemos logrado un resultado positivo a pesar de que los movimientos de las bolsas han sido limitados y el VIX ha sido incapaz de romper la barrera de los 20 puntos. Este trimestre su contribución al fondo ha sido del **+1.3%**.
- 3. Posición en dividendos:** Como alternativa a la inversión en renta variable, los futuros de dividendos nos parecen interesantes: al tener una duración mucho más corta que las acciones, no se ven afectados por las subidas de las tasas de descuento. Además, tienen una protección implícita contra la inflación siempre y cuando las empresas sepan mantener los gastos en línea con los ingresos. Este trimestre, los dividendos han tenido una evolución muy superior a las bolsas, y han sumado un **+0.2%** al retorno trimestral.
- 4. Posición en divisas:** Las divergencias en política monetaria han seguido marcando la evolución de las divisas estos meses. En un primer momento el euro fue el gran beneficiado de la pausa de la Reserva Federal, pero pronto el mercado entendió que el BCE también está muy cerca de su tope en cuanto a tipos de interés se refiere. Nuestra apuesta por el dólar americano este trimestre ha dado sus frutos, ayudando a la rentabilidad en otro **+1.3%**.
- 5. Posición corta en renta variable:** Este trimestre también hemos abierto algunas posiciones cortas en renta variable, en aquellos sectores que creemos tienen más margen de caídas si, como esperamos, el dinero empieza a salir del activo. Únicamente obtendremos rentabilidad en estas posiciones si la renta variable gira decididamente a la baja, ya que su elevado coste de mantenimiento anula ligeras caídas como las que hemos visto desde los máximos de julio. Esta ha sido nuestra única contribución negativa al fondo, restando un **-0.5%** al resultado global.

"La triste verdad es que la mayor parte del mal lo cometen personas que no se plantean si están actuando correcta o incorrectamente"

- Hannah Arendt

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%	-0.1%	1.2%	1.6%				-4.8%

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