

12 enero de 2024

Informe de gestión Q4 2023

Estimados inversores,

Hanway Capital Fund ha obtenido un **retorno del -0,7% este trimestre** obteniendo un precio por acción de **140,5€** neto de comisiones, finalizando el **año 2023 con una rentabilidad del -5,4%**. En nuestro primer año con pérdidas, no hemos sido capaces de darle la vuelta a un mal primer semestre. A finales de octubre parecía que las dudas regresaban al mercado y nuestro posicionamiento defensivo volvía a funcionar, pero una serie de eventos concatenados desataron un *rally* histórico los dos últimos meses del año. Se cierra así un periodo de 24 meses donde tanto el mercado como el fondo hemos acabado en la casilla de salida después de dos caminos muy distintos: nosotros manteniéndonos casi planos durante dos años, y el mercado sufriendo fuertes caídas en 2022 que se han recuperado por completo en 2023.

En los últimos 24 meses, tanto Hanway como el mercado (MSCI World) no han generado retorno



Un ciclo que lo ha cambiado todo, aunque no ha pasado nada

En los dos últimos años hemos asistido a un camino de ida y vuelta para dejarlo todo como estaba. Todo empezó a cambiar a principios de 2022, cuando el dinero dejó de ser gratis. Tras más de una década de precios estables y tipos de interés cercanos al 0%, un repentino aumento de la inflación obligó a los bancos centrales a ejecutar una de las subidas de tipos de interés más rápidas de la historia. De pronto empezaban a aumentar el coste de las hipotecas, los precios de los productos y los intereses de los préstamos.

Como hemos explicado en el pasado, el tipo de interés de los activos libres de riesgo son la referencia sobre la que se pone precio a todos los demás activos financieros. Si de pronto pasábamos de no obtener nada por nuestro ahorro a poder obtener alrededor de un 4% sin asumir riesgo alguno, eso debería provocar un seísmo en las decisiones de inversión de los agentes económicos. La teoría económica nos indicaba que los inversores venderían sus activos más arriesgados (acciones, inmobiliaria, criptomonedas, start-ups) para invertirlo en fondos monetarios y ganar ese 4%.

Eso fue lo que ocurrió en cierta medida durante el 2022, sin llegar a ser el cambio de paradigma que esperábamos. La renta variable cayó un 20% en su conjunto en su mayor caída desde 2008, pero eso implicaba que apenas había corregido los excesos del año anterior. Hanway, por su parte, supo navegar acertadamente, evitando las caídas en bolsa y preservando el capital de sus inversores.

Con el cambio de calendario, nada nos hacía presagiar que iba a cambiar la tendencia: las valoraciones seguían siendo elevadas en muchos sectores y el exagerado gasto público nos hacía presagiar que la inflación iba a seguir alta, limitando los movimientos de los bancos centrales. Sin embargo, desde el mismo 1 de enero la dirección cambió por completo y 2023 ha sido uno de los mejores años para los activos de riesgo que se recuerdan. Mientras el índice tecnológico Nasdaq ha tenido su mejor año desde 1999, Hanway no ha participado de las subidas. ¿Qué se nos escapó? ¿Qué no supimos detectar y anticipar a tiempo?

Cambio de guion

El factor con el que no contábamos ha sido la inflación, o la ausencia de esta. Como sabéis, nuestra obsesión por proteger a nuestros inversores de los efectos de la inflación nos llevó a predecir correctamente su llegada, pero no hemos sido igual de hábiles en predecir su partida. Nuestro análisis nos indicaba que los aumentos de precios serían más pegadizos de lo que realmente han sido; y de no ser así, sería por una fuerte recesión para la que también estábamos preparados. Lo que no contemplábamos era que la inflación podría moderarse tan fácilmente sin que la actividad económica se resintiera. En toda la historia reciente, siempre que la inflación había superado el 5%, nunca se había reducido hasta el objetivo del 2% sin provocar una recesión.

La dinámica por la cual una inflación alta mantenía los tipos de interés altos, lo que a su vez provocaba caídas en las bolsas, desapareció cuando la inflación empezó a caer rápidamente tras tocar techo cerca del 10%. El siguiente dominó en caer fueron los intereses de los bonos soberanos, que tras alcanzar máximos de 17 años en octubre empezaron su desescalada. Y el colofón lo puso Jerome Powell, presidente de la Reserva Federal, en su reunión del 13 de diciembre. En un cambio de guion totalmente imprevisto, abandonó el discurso de lucha contra la inflación y aplanó el camino hacia las bajadas de tipos de interés. Un giro que sorprendió a propios y extraños, sobre todo cuando la inflación subyacente en Estados Unidos sigue en el 4%, y el paro ha alcanzado mínimos históricos.

Después de violentos vaivenes, el bono americano ha acabado donde empezó el año



La Reserva Federal confirmó lo que el mercado llevaba adelantando todo el año: que la lucha contra la inflación había terminado sin cobrarse apenas víctimas. La recesión económica más anticipada de la historia nunca llegó: todo el exceso de ahorro que generaron los ciudadanos durante la pandemia, y que contribuyó a generar los primeros síntomas de inflación, han durado más de lo previsto. Muchos analistas calcularon que cuando ese exceso desapareciese, una ralentización económica sería inevitable, pero sorprendentemente parte de ese ahorro continúa en los bolsillos de la gente.

Como era lógico, también se preveía que la subida de tipos de interés ralentizaría la economía ya que las empresas perderían su capacidad de endeudamiento y se verían obligadas a posponer inversiones. Sin embargo, las gigantescas emisiones de deuda que se llevaron a cabo cuando los tipos de interés estaban en mínimos dejaron a las empresas en una situación de tesorería tan holgada que la mayoría llevan dos años sin apenas emitir nueva deuda.

Fallando pues en nuestra principal tesis macroeconómica, nuestro objetivo se ha centrado en mitigar riesgos. Desafortunadamente no podemos acertar siempre, y después de tres años muy positivos, hemos intentado por todos los medios que este mal año se haya contenido a una caída del 5%. Creemos que tan importante es ganar dinero en los años buenos, como lo es perder poco en los años malos. Para todos aquellos que supimos anticiparnos a la debacle del 2022, nos resultó inverosímil que las bolsas pudieran rebotar con tanta fuerza en 2023. Recordemos que las acciones han vuelto a las valoraciones del 2022, cuando los tipos estaban al 0%, a pesar de que ahora están cerca del 5%.

2024 (y más allá): posibles escenarios

El año 2023 ha sido un año plagado de errores por nuestra parte: nos hemos equivocado tanto en la previsión macroeconómica como en el posicionamiento. Aun así, continúa habiendo algo que nos chirría: nos resignamos a aceptar el consenso tan optimista con el que empieza el mercado este 2024. Como sabéis, este es un oficio que requiere de mirada alzada y luces largas; no podemos dejar que la inmediatez y el excesivo ruido de los titulares no nos dejen ver la imagen completa.

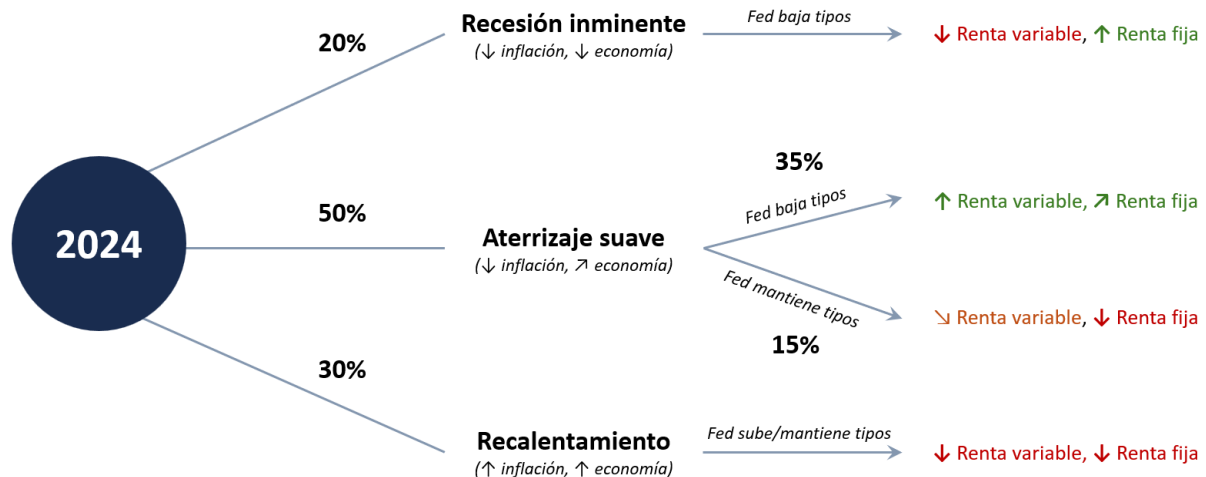
Seguimos pensando que difícilmente será esta década igual de positiva que la anterior para los activos de riesgo. Hemos cambiado de ciclo, y el principal viento de cola que ayudó a los mercados en el periodo 2010-2020 (los tipos al 0%) se ha acabado. Por mucho que los bancos centrales bajen ligeramente los tipos este 2024, se mantendrán más altos que la pasada década. Por tanto, vislumbramos dos amenazas para el caso optimista.

La primera son las valoraciones, que, situándose históricamente en la banda alta, difícilmente puedan aguantarse con unos tipos de interés altos y con una posible recesión en el horizonte. El problema de las valoraciones es que no son un buen indicador sobre los tempos del mercado. A largo plazo tienden al equilibrio, pero a corto plazo siempre pueden volverse aún más irracionales. Eso significa que debemos ser ágiles mes a mes, pero con una idea muy clara del largo plazo. Si a estas valoraciones históricamente altas se les sumase una posible recesión con caída de los beneficios empresariales volveríamos a un escenario de fuertes correcciones en bolsa.

La segunda amenaza para los próximos años, imposible de calcular, pero también de ignorar, es el riesgo geopolítico. Desde que Estados Unidos ha iniciado un lento declive en el liderazgo mundial, ha llegado la inestabilidad. Eventos como la invasión de Ucrania por parte de Rusia, o la guerra desatada en Oriente Medio entre Israel y Hamás son prácticamente imposibles de prever. Pero ello no es excusa para planificar cómo debemos actuar en cada caso de forma ágil. La situación geopolítica actual obliga

a todos los fondos a estar atentos a eventualidades que pueden cambiarlo todo de un día para otro, y quien no esté preparado quedará atrás.

Centrando el tiro específicamente en el 2024, creemos que los próximos meses pueden desenvolverse los siguientes escenarios:



En algún momento de los próximos meses, los préstamos a plazo fijo de las empresas expirarán, obligándolas a emitir deuda a un tipo mucho más alto del que lo estaban haciendo; el exceso de ahorro generado durante la pandemia se agotará y el paro repuntará. Si todas estas cosas suceden rápidamente, podríamos abocarnos a una recesión a mitades de año. Cuanto más tiempo aguanten estos vientos de cola, mayores serán las posibilidades de un aterrizaje relativamente suave que permita a la Reserva Federal reducir los tipos de interés antes de que el aterrizaje sea forzoso.

¿Qué podría ocurrir entonces el próximo año? Las probabilidades de un aterrizaje suave (en el que la inflación caiga y los intereses también puedan bajar) la estimamos en un 50%. Eso todavía deja otro 50% para otros escenarios. Podría llegar una recesión de forma inmediata la primera mitad del año (20%), como consecuencia de la política monetaria restrictiva, o en un proceso más largo en el que la inflación se mantiene elevada, los tipos de interés reanudan sus subidas y la economía termina colapsando forzada por la Fed.

Es muy frustrante aceptar los resultados de años como este, pero si perdemos nuestra visión a largo plazo por impaciencia, podemos cometer el grave error de abandonar nuestra tesis. Nuestro análisis nos indica que no es un buen momento para volcarnos en activos de riesgo: esto implica tener paciencia y pasar por periodos frustrantes, pero si la tesis es correcta la recompensa final habrá valido la pena. La inversión nunca es un sprint, si no una carrera de fondo.

Informe de gestión

Pasemos ahora a analizar las posiciones del fondo este trimestre:

- 1. Posición en mercados monetarios:** Durante este trimestre las curvas de rentabilidad de los bonos se han invertido todavía más. Gracias a las seis bajadas de tipos que espera el mercado que realice la Reserva Federal este año, los depósitos en cuenta corriente pagan un 1% más que los que tienen un plazo de dos años. Mientras esperamos que aparezcan mejores oportunidades en las que emplear nuestra tesorería, los mercados monetarios nos han aportado un **+0,5%** a la rentabilidad este periodo.
- 2. Posición en volatilidad:** Protegerse ante las caídas ha vuelto a ser un ejercicio innecesario este trimestre. A pesar de que la volatilidad vuelve a estar por primera vez tan barata como antes del covid, el mercado solo ha sufrido caídas superiores al 1% un día desde que empezó noviembre. Hemos aumentado ligeramente nuestra exposición a esta temática dado que, como hemos comentado a lo largo de la carta, no le vemos mucho más recorrido al alza a la renta variable. Este trimestre su contribución al fondo ha sido del **-1,0%**.
- 3. Posición en dividendos:** Las empresas europeas han seguido anunciando planes de retribución al accionista mejores de lo esperado: 2024 será el mejor año para los dividendos desde 2007. Hemos reducido considerablemente nuestra posición en un activo donde el binomio rentabilidad/riesgo ya no nos parece tan atractivo. Estos meses han sumado un **+0,3%** al retorno trimestral.
- 4. Posición en divisas:** A nuestra apuesta por el dólar americano este trimestre hemos añadido una posición en el yen japonés. Al ser el Banco de Japón el único banco central desarrollado que no ha subido los tipos de interés durante el actual episodio de inflación, su moneda se ha depreciado considerablemente, hasta cruzar por primera vez desde 1990 la barrera de los ¥150/\$. Sin embargo, a los niveles actuales creemos que el yen representa una buena oportunidad de inversión, ya que, si la inflación continua persistente el Banco de Japón deberá abandonar su política expansiva, pero si remite serán los demás bancos centrales los que acercarán su política monetaria a la japonesa. Este trimestre hemos acertado con las divisas, recibiendo por ello un **+0,2%** de rentabilidad.
- 5. Posición corta en renta variable:** Al igual que con la volatilidad, nuestras posiciones defensivas en acciones tampoco han funcionado: la renta variable ha vuelto a tener un gran trimestre. Durante el mes de octubre el S&P 500 cayó un 6%, reduciendo sus ganancias anuales a la mitad; pero desde entonces ha encadenado dos meses seguidos de fuertes subidas para terminar el año con una subida del 24%. Será interesante ver si en los próximos días es capaz de marcar un nuevo máximo histórico por primera vez desde enero de 2022. Esta estrategia ha tenido una contribución negativa al fondo, restando un **-0,7%** al resultado global.

“Debes mantenerte obstinado en tu visión para no rendirte, pero ser flexible en los detalles para poder cambiar lo que no funciona”

- Jeff Bezos

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%	0.2%	-1.0%	0.2%	-5.4%

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