

17 abril de 2024

Informe de gestión Q1 2024

Estimados inversores,

Hanway Capital Fund ha obtenido un **retorno del -3,8% este trimestre** retrocediendo hasta un precio por acción de **135,2€** neto de comisiones. Hanway empezó el año con la convicción de que a medida que los inversores deshiciesen sus expectativas de bajadas de tipos (esperaban hasta siete bajadas para el 2024), los mercados corregirían parte del exceso del 2023. La primera premisa se ha cumplido, ahora ya solo se esperan dos bajadas de tipos este año, pero aún y así las bolsas han seguido marcando máximos históricos. Lejos de permanecer tozudamente con el mismo posicionamiento, hemos decidido escuchar el mensaje que el mercado nos está mandando desde hace semanas: las élites de Washington no quieren el regreso de Donald Trump a la Casa Blanca. La única manera de evitarlo es sobrecalentar la economía y los activos financieros hasta noviembre. Por eso, la Reserva Federal zarandeará la zanahoria (sin necesidad de entregarla) siempre que sea necesario. Hemos abandonado el posicionamiento bajista que tanto nos ha perjudicado estos meses y hemos abierto nuevas temáticas que darán crecimiento al fondo.



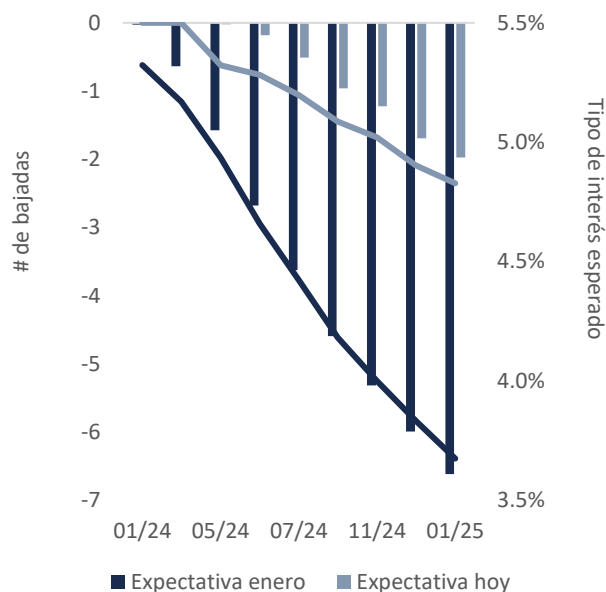
Las bajadas de tipos tardarán en llegar, si es que llegan, pero lo que importa es el relato

Tras la reunión de diciembre de la Reserva Federal, Jerome Powell descartó más subidas de tipos y puso el foco en las bajadas. El mercado llegó a descontar hasta 7 recortes en los tipos de interés para el 2024 en enero. En nuestra opinión, ese optimismo explicaba las fuertes subidas con las que los mercados cerraron el 2023, pero no se ajustaba a la realidad. Éramos de la opinión que la economía y la inflación iban a seguir sorprendiendo al alza debido a los todavía altos niveles de ahorro de las familias y empresas, y la fuerte actividad económica.

**La inflación lleva 6 meses sin bajar
estancada en el 3,5% lejos del
objetivo del 2% de la Fed**



**En enero se esperaban 7 bajadas de
tipos para el 2024, ahora ya solo dos**



Esa parte de nuestro diagnóstico resultó acertada: desde que la inflación en Estados Unidos tocó mínimos en junio de 2023, ha sido incapaz de romper la barrera del 3% y aún se mantiene lejos del objetivo del 2% marcado por su banco central. La publicación de estos datos ha obligado a los inversores a ajustar a la baja sus proyecciones, y ahora mismo apenas se esperan dos bajadas de tipos de interés en 2024. Sin embargo, la reacción de las bolsas ha sido diametralmente opuesta a la que esperábamos. Creíamos que, si la expectativa de bajadas de intereses era lo que había provocado la recuperación del año pasado, la moderación de estas previsiones desharía parte de la euforia de la renta variable. Al fin y al cabo, resulta difícil de explicar que las valoraciones de las empresas vuelvan a estar a los mismos niveles que cuando los tipos de interés estaban al 0%, estando ahora al 4-5%.

Para entender el porqué de esta proyección, conviene echar la vista atrás un par de años. A mitades del año 2021, la inflación empezó a repuntar por encima del 2%, pero los bancos centrales lo atribuyeron a las roturas de las cadenas de suministros provocados por la pandemia. Por eso, en un principio aseguraron que no iban a alterar su política monetaria ultra laxa: en diciembre de 2021 la presidenta del Banco Central Europeo aseguraba que era *“muy poco probable”* que subieran los tipos de interés durante el año 2022.

Este discurso cambió radicalmente a principios del año siguiente. Ante unos datos de inflación que se acercaron peligrosamente al 10%, los bancos centrales iniciaron la subida de tipos más agresiva en 40 años. Además, indicaron que por encima de todo querían evitar los errores del último episodio de inflación en los 80, cuando declararon la victoria antes de tiempo y como consecuencia sufrieron una segunda oleada de subidas de precios. Nos recordaron que el control de la inflación es la parte más importante de su mandato, y que estaban incluso dispuestos a generar una recesión con la subida del paro que eso implicaría con tal de no perder el control sobre los precios.

El año 2023 trajo muy buenas noticias en este sentido. La inflación se moderó durante la primera mitad del año desde el 9,1% en Estados Unidos hasta el 3,0%. Rápidamente el mercado empezó a descontar que las subidas de tipos se habían terminado y las bajadas no tardarían en llegar. A nosotros nos pareció que era demasiado prematuro, pero Powell les dio la razón en la rueda de prensa de la

Fed de diciembre: aseguró que las bajadas *“habían sido un tópico de discusión del comité”*, y se desató la euforia en las bolsas.

Los problemas empezaron con el cambio de año: la inflación se resiste tozudamente a bajar. El dato de enero, que mostraba la inflación subyacente repuntando un 0,4% mes a mes, fue señalado por los bancos centrales como una anomalía estadística debido a los efectos estacionales. Pero los datos de febrero y marzo han seguido sorprendiendo al alza, y están más cerca de volver a acelerarse hacia una inflación del 4%, que de acercarse al objetivo del 2%.

Por eso, la última reunión de la Reserva Federal celebrada el 20 de marzo parecía la ocasión perfecta para que Jerome Powell mostrara su preocupación por estos datos y descartara bajadas de tipos este año. Sin embargo, el presidente de la Fed hizo un ejercicio de ilusionismo: insistió en que la inflación estaba tendiendo a la baja, aseguró que los datos de enero y febrero eran meros baches en el camino y repitió que el próximo movimiento del banco central sería un recorte de tipos. Durante la rueda de prensa, en la que esquivó las preguntas de los periodistas con evasivas, las bolsas se dispararon hasta máximos históricos.

El precedente de 1992: *it's the economy stupid!*

¿Qué ha cambiado en los últimos meses? ¿Por qué en 2022 la prioridad era contener las subidas de precios a toda costa, y en cambio en 2024 el banco central tolerará inflaciones elevadas con tal de no perjudicar el crecimiento económico y el paro? La respuesta tristemente la encontramos en las elecciones presidenciales de noviembre, en la que los americanos se verán abocados a elegir entre dos candidatos que superan los 78 años: Donald Trump y Joe Biden.

Sin duda, en la memoria de los miembros de la Reserva Federal están las elecciones de 1992. El incumbente era George H.W. Bush, padre del presidente que vivió el atentado del 11-S. Su presidencia ha sido reivindicada recientemente por muchos historiadores como exitosa, participando activamente en la reunificación de Alemania y logrando una aplastante victoria en la guerra del Golfo. Sin embargo, perdió las elecciones a su segundo mandato ante un Bill Clinton que era un completo desconocido y en el que nadie confiaba. ¿Qué salió mal?



Durante la presidencia de Ronald Reagan, inmediatamente anterior a la de Bush, Estados Unidos experimentó un boom económico sin precedentes. Cuando Bush llegó al poder en 1988, la economía seguía en expansión, pero empezaron a aparecer los primeros problemas: la deuda pública se había triplicado en 10 años y la inflación, tras muchos años de tregua, volvía a repuntar. Alan Greenspan, que había sido nombrado presidente de la Fed en 1987, subió los tipos rápidamente desde el 6,5% hasta el 10%. La economía se desaceleró durante el resto del mandato de Bush, llegando a entrar en recesión en 1991, justo antes de las elecciones.

A pesar de los numerosos éxitos de Bush en política exterior, Clinton se dio cuenta de que lo que realmente importaba a los americanos era la economía. Usando el ya celebrado *“es la economía, estúpido”*, Clinton hizo énfasis en los altos niveles de desempleo que tocaron techo en el 8% justo antes de las elecciones. El resultado es por todos conocido: Clinton arrasó en las elecciones.

Hasta su muerte en 2018, George H.W. Bush siguió convencido que la poca diligencia de Greenspan a la hora de bajar tipos de interés a medida que la economía empeoraba le costó la reelección. De hecho,

durante todo el año 1992 la administración Bush presionó a Greenspan para que acelerara sus bajadas de tipos, pero este se mostró impasible: dijo que, si los políticos de verdad querían devolver la confianza de los ciudadanos en la economía, debían reducir el déficit fiscal.

Este episodio no podría estar más en contraste con la situación actual: igual que Bush, Biden está incurriendo en déficits fiscales impensables en una economía en expansión. Pero a diferencia de 1992, cuenta con la colaboración de la Reserva Federal, que está dispuesta a recalentar la economía para ayudarle en la reelección. De hecho, los sondeos que daban como favorito a Trump a finales del año pasado han vuelto a igualarse desde que la Reserva Federal anunciara sus planes de reducir tipos y se desatase la euforia en las bolsas.

Que la música no deje de sonar

Las consecuencias de esta política expansiva fiscal y monetaria ya se están empezando a notar, y creemos que esta tendencia va a seguir hasta noviembre. Nos dirigimos hacia unos meses de enorme crecimiento nominal, y eso elevará el precio de todos los activos. El precio de las acciones y los inmuebles, por supuesto, pero también el precio del oro, del bitcoin, y de las materias primas. El único activo que sufrirá, creemos, será la renta fija puesto que los tipos de interés a largo plazo retomarán su escalada.

Hanway Capital no supo detectar esta tendencia con el cambio del año, puesto que creíamos que, si la inflación repuntaba, los bancos centrales actuarían responsablemente siendo más restrictivos, y eso haría corregir a los mercados. De ahí que nuestro posicionamiento para el primer trimestre del año fuera negativo para la renta variable, y eso explica la mayor parte de nuestro resultado negativo durante este periodo.

Sin embargo, a mitades de marzo reconocimos que este posicionamiento no era el adecuado en un año electoral en el que interesa que los activos lleguen a las elecciones con fuerza. Por eso, cerramos las posiciones cortas que teníamos en renta variable como protección ante caídas. Seguimos manteniendo un posicionamiento prudente dado que los mercados rara vez se mueven en línea recta y es muy posible que el camino hasta noviembre sea volátil, pero no le vemos el sentido a seguir tozudamente con una tesis que simplemente no está funcionando.

La decisión de volver a apostar a favor de subidas de activos ha sido muy meditada y calculada, y creemos que vale la pena hacerlo en temáticas y activos muy concretos donde prevemos un claro crecimiento en los próximos meses. Estos son los sectores por los que hemos apostado con convicción:

- **Defensa europea:** La retórica de rearmamento europeo aún se ha de ver reflejada en los beneficios de las empresas europeas de defensa. La situación geopolítica que amenaza nuestras fronteras han sido un revulsivo para nuestros líderes, que despiertan de un largo idilio que ha ofrecido tantas décadas de estabilidad. El stock de armamento y los escudos de defensa están obsoletos, y ocupe quien ocupe la Casa Blanca a partir del año que viene, Europa no puede permitirse seguir externalizando su protección a América. Estamos ante un boom del sector europeo de defensa que tardará años en renovar y modernizar todo su stock, haya o no paz.
- **Empresas de salud cardiovascular:** La revolución de la hormona GLP-1 y derivados que están explotando empresas como Novo Nordisk y Eli Lilly, suponen un antes y un después en el

tratamiento de la obesidad a escala global. Medicamentos como *Ozempic* o *Wegovy* están demostrando no solo ayudar a personas con obesidad a perder peso, sino que también se está observando una reducción drástica de todo tipo de patologías cardiovasculares. El mercado potencial es gigantesco (el 38% de la población mundial sufre obesidad o sobrepeso), y el incentivo de las administraciones públicas por incluir estos tratamientos a sus carteras es imperativo por todo el ahorro que generará evitar futuras patologías derivadas del sobrepeso. El sector tiene un potencial de crecimiento enorme, y no está tan caro como el sector tecnológico.

- **Energía nuclear:** La Unión Europea optó el pasado febrero por catalogar la energía nuclear como “estratégica” para la descarbonización y la transición energética. Esto debería tener un impacto en la actitud de los gobiernos europeos a replantearse el cierre de las nucleares. Hemos decidido apostar por el uranio como materia prima ya que su suministro y producción está muy compartimentado en países con situaciones geopolíticas volátiles y la escasez de la materia augura su revalorización a medio plazo. El abandono de las energías fósiles para transitar a una economía verde es impracticable a corto plazo sin la energía nuclear. Garantizar el suministro eléctrico de forma estable no puede realizarse únicamente con energía solar y eólica que aún y siendo imprescindibles no pueden ser las únicas del mix energético. Prueba de ello, es que a pesar de la mala reputación que históricamente habían acompañado las centrales nucleares, actualmente hay 60 reactores en construcción y 110 planificados. Todo ello impulsará la demanda de uranio.
- **Oro:** Los que lleváis tiempo con nosotros, sabéis la predilección que tenemos por este valor refugio. Abandonamos la temática hace más de un año por frustración en su desempeño, pero en las últimas semanas, el oro ha cambiado radicalmente de dinámica. A pesar del episodio de inflación más extremo de los últimos 40 años, el oro tocó máximos en julio de 2020, y ha tardado casi cuatro años en recuperar esa marca. La explicación la achacamos a la subida de tipos de interés, que disminuye el atractivo de poseer activos como el oro que no generan ninguna renta. Sin embargo, estas últimas semanas el relato ha cambiado completamente. Si a la inflación repuntando en Estados Unidos, y la Reserva Federal flirteando con una bajada de tipos, le sumamos los espectaculares déficits del tesoro americano de los últimos meses, los inversores rápidamente han regresado al relato de que el oro es el único activo que puede protegerles de la devaluación de sus divisas. Esta dinámica podría exacerbarse si el gasto público en Estados Unidos sigue desbocado en un periodo de bonanza económica. A la vez, si la Fed termina bajando tipos podríamos ver la onza de oro continuar la senda alcista.

El año no ha empezado como esperábamos, en cuanto a movimientos del mercado y a resultado del fondo. Pero precisamente uno de nuestros valores diferenciales es la flexibilidad, y esta nos permite adaptarnos rápidamente a escenarios cambiantes. Siempre tratamos de explicar con transparencia como vemos los mercados, y en este caso no tenemos reparo en reconocer nuestros fallos y detallarlos los pasos que estamos dando para remediarlos. Confiamos en que este segundo trimestre seremos capaces de volver a la senda de las subidas.

Informe de gestión

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

- 1. Posición en dividendos:** Tras casi 4 años invertidos en los futuros de dividendos europeos, hemos vendido la última posición que manteníamos. Entramos en el activo en abril de 2020, cuando el mercado empezó a temer que los gobiernos limitarían cuantos beneficios podían repartirse las empresas en un contexto de pandemia global. Esta apuesta por la recuperación económica sin duda ha funcionado, y en este último trimestre nos ha aportado un **+0.9%**.
- 2. Posición en volatilidad:** La renta variable ha tenido uno de los trimestres más tranquilos que se recuerdan, y eso nunca es bueno para las inversiones en volatilidad. Apenas ha habido 3 días de caídas superiores al 1% en la renta variable, y los índices americanos no se han alejado más del 2% de sus máximos históricos en ningún momento. En este contexto, no es de extrañar que la contribución de la volatilidad al fondo estos meses haya sido del **-2.7%**.
- 3. Posición corta en renta variable:** Nuestra gran apuesta para empezar el año, una posición corta en renta variable esperando correcciones, no podría haber sido menos acertada. Las acciones han seguido su camino imparable y si en el último trimestre del año pasado subieron un 12%, este lo han hecho un 8%. Las empresas han seguido presentando buenos resultados y la eterna promesa de bajadas de tipos ha seguido aguantando las valoraciones. Como hemos comentado a lo largo de esta carta, al cierre del trimestre habíamos cerrado esta posición corta, que este trimestre ha mermado el resultado del fondo en un **-2.3%**.
- 4. Posición en divisas:** Ni la primera subida de tipos de interés del Banco de Japón desde 2007 ha frenado la caída del yen, que ya se encuentra en su mínimo histórico desde 1999 en los ¥155/\$. El banco central parece decidido a intervenir para frenar la caída de su divisa, pero la fortaleza del dólar limita sus movimientos. El activo nos sigue gustando como protección ante eventos imprevistos, pero este trimestre nuestras posiciones en divisas nos han restado un **-1.3%** al resultado global.
- 5. Posición en oro:** Como hemos detallado en la sección anterior, hemos vuelto a añadir al fondo una posición relevante en oro, dado que se están alineando los astros para que el activo vuelva a funcionar: repunte de inflación, bajadas de tipos y gasto público desbocado. En este primer trimestre, ha aportado un **+0.2%** a la rentabilidad.
- 6. Posición corta en renta fija:** También hemos recuperado de años anteriores una apuesta por las subidas de los tipos de interés a largo plazo. Los bancos centrales son capaces de controlar la parte cercana de la curva de deuda, pero la deuda a largo plazo está en manos del mercado. La única manera que tienen los inversores de protestar ante un desbarajuste fiscal es aumentando el coste de la deuda de los países, y creemos que eso es lo que van a hacer. En este periodo, esta posición ha aportado un **+1.4%** al fondo.

“Cuando los hechos cambian, yo cambio de opinión. Y usted, ¿qué hace?”

- John Maynard Keynes

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%
2024	-2.5%	0.2%	-1.5%										-3.8%

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