

15 de gener de 2025

Informe de gestió Q4 2024

Benvolguts inversors,

Hanway Capital Fund ha generat un **retorn del +7,7% aquest trimestre**, assolint un preu per acció de **149,2€** net de comissions, acabant l'any **2024 amb una rendibilitat del +6,2%**. La nostra decidida estratègia per a una baixada de la volatilitat posteleccions americanes ha donat el seu fruit, i ens ha permès acabar l'any amb un bon resultat sense assumir excessius riscos. Mirant cap al 2025, aquest any promet ser tot menys tranquil amb el retorn de Donald Trump a la Casa Blanca. Encara no ha jurat el càrrec i ja ens ha sorprès amb tints expansionistes a la seva retòrica: la gran potència mundial serà dirigida per un líder altament imprevisible. Les seves primeres setmanes seran claus per entendre el rumb i les prioritats de la nova administració, i d'això en dependrà el futur dels actius financers.

La batalla entre Silicon Valley i el moviment MAGA

La incògnita electoral més important del 2024 ha quedat resolta: Donald J. Trump tornarà al Despatx Oval després de vèncer contundentment a les eleccions americanes. Ha estat el primer candidat republicà a guanyar el vot popular en 20 anys.

El seu mandat arrenca la setmana vinent amb el que es coneix políticament com a trifecta: el partit republicà controlarà les tres principals institucions americanes: el Congrés, el Senat i la Casa Blanca. Tot i que la majoria al Congrés és estreta, en teoria és suficient per permetre a Donald Trump dur a terme les seves mesures més polèmiques. No obstant, ningú no sap on posarà el focus la seva administració; de fet, entre els seus col·laboradors ja s'han obert dues faccions enfrontades entre elles.

D'una banda, hi ha el bàndol dels magnats de la tecnologia. Trump va fiar-los el finançament i la campanya als mitjans, i ara aquests reclamen càrrecs de rellevància al seu govern. Com ja vam explicar a la darrera carta, el cas més notori és el d'Elon Musk, home més ric del planeta i propietari de la xarxa social X, però n'hi ha d'altres. Vivek Ramaswamy, empresari del sector de la biotecnologia, codirigirà juntament amb Musk el Departament d'Eficiència Governamental. És a dir, una versió americana de la motoserra de Javier Milei.

A la cantonada oposada, les velles camises antiglobalistes del moviment original *Make America Great Again* (MAGA) no han desaparegut, i estan liderats pel futur vicepresident JD Vance. Com no podia ser altrament, discrepen pràcticament en tot amb els magnats del món tecnològic sobre quines han de ser les prioritats del nou president.

Mentre que uns volen reforçar l'avantatge econòmic i tecnològic dels Estats Units reduint la burocràcia i impulsant la innovació, el moviment MAGA espera restaurar una visió romàntica del passat on la indústria manufacturera ocupava un lloc central. Els magnats tecnològics tenen una inclinació llibertària i desconfien d'un govern gran, mentre que els MAGA detesten el poder oligàrquic de les grans tecnològiques. Uns busquen una autarquia amb la mínima importació de productes estrangers i l'expulsió d'immigrants irregulars, mentre que el món tecnològic s'ha beneficiat de la globalització, l'atracció de talent i el flux de capital internacional.

Tot això és important perquè del resultat d'aquesta batalla entre les dues faccions dependrà el rumb de l'administració americana, i per tant el de l'economia i els mercats. Més endavant, quan analitzem les conseqüències econòmiques i geopolítiques de la victòria de Donald Trump, veureu que moltes de les seves iniciatives són contradictòries entre si. Dur a terme una política aranzelària i antiimmigració com desitgen els MAGAs podria ser inflacionista, mentre que retallar la despesa pública massivament com li agradaria a Elon Musk podria provocar una frenada econòmica.

Amèrica per als americans

Deia Mark Twain que la història mai no es repeteix exactament igual, però que sovint rima. A la política americana actual, aquesta premonició sembla més encertada que mai.

Ens situem als anys 20, i el candidat republicà a la Casa Blanca es presenta sota el lema "*America First*". Apel·lant a la classe mitjana treballadora promet aïllacionisme, protecció al treballador americà, no immiscir-se en conflictes exteriors i tornar a prioritzar els problemes domèstics a través de "la llei i l'ordre".

No estem parlant del 2024 ni de Donald Trump. De fet, ens referim a les eleccions americanes de fa exactament un segle, quan Warren Harding es va presentar i va guanyar el 1920 amb el mateix eslògan amb què ho faria 100 anys després el candidat Trump.



Estem acostumats a un rol dels Estats Units marcadament intervencionista, exercint un paper d'àrbitre mundial en els diferents conflictes, però això no sempre ha estat així. Estats Units, i en particular el Partit Republicà sempre ha coquetejat amb l'aïllacionisme: la idea que tot el que passi més enllà de les seves dues grans trinxeres naturals (els oceans Atlàntic i Pacífic) no els hauria d'importar, ja que aquestes servirien com a garantia per a la seguretat nacional.

Però la idea de "*America First*", ni tan sols era nova el 1920. Si ens remuntem encara 100 anys més enrere, el 1823 va aparèixer el concepte de la Doctrina Monroe. Paga la pena que ens aturem a explorar en més detall aquesta política, atès que Donald Trump ha sorprès amb un gir copernicà pel que fa a la política exterior. En els últims dies ha parlat d'annexionar-se Groenlàndia i el Canal de Panamà per la força, i ha humiliat fins a la seva dimissió al primer ministre canadenc referint-s'hi com a Governador Trudeau (títol que reben els líders dels estats nord-americans en referència a convertir Canadà en l'estat 51 de la Unió).

La Doctrina Monroe, proclamada pel president nord-americà James Monroe i molt present en les diferents variacions en la cosmovisió americana des de llavors, va establir que els Estats Units no permetrien futures intervencions de les monarquies europees al continent americà, a canvi d'abstenir-se d'intervenir en assumptes polítics europeus. En el context de les independències llatinoamericanes, es va resumir com: "Amèrica per als americans". Un nou continent que pretenia allunyar-se del passat europeu.



Inicialment, aquest principi buscava garantir la sobirania de les nacions americanes emergents de les ingerències europees, mentre alhora es desenvolupava una política aïllacionista amb aranzels per protegir la incipient indústria americana. Tanmateix, a mesura que Washington va anar guanyant poder polític i militar, la Doctrina va evolucionar des d'una postura defensiva a una clarament intervencionista.

El 1845, el president James Polk va annexionar-se la República de Texas, recentment independitzada de Mèxic, perquè no acabés en mans estrangeres. L'any següent, Polk va invocar la Doctrina per justificar una guerra amb Mèxic que va acabar amb l'expansió de la sobirania nord-americana sobre Califòrnia i el sud-oest americà.

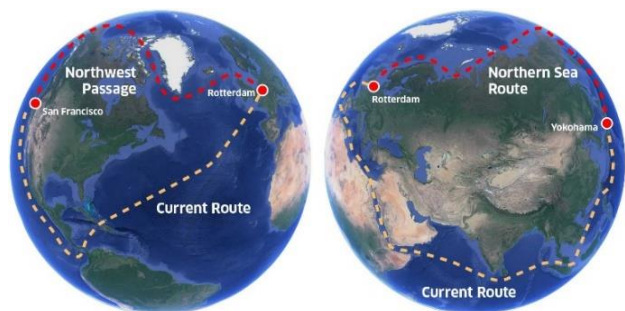
Sota la teoria del Destí Manifest, James Polk compartia la creença que Déu havia encomanat als colons americans expandir-se fins a arribar al Pacífic. Més tard, el 1867, el president Andrew Johnson també va invocar la Doctrina Monroe per comprar Alaska. Els Estats Units entraven en una nova etapa de colonialisme suau, considerant que tot l'hemisferi occidental (nord i sud) era el pati de casa seva, cosa que va culminar el 1898 amb la presa a Espanya de Cuba i Puerto Rico.

Al començament del segle XX la incorporació del Corol·lari Roosevelt a la Doctrina Monroe va atorgar als Estats Units el dret a intervenir en els assumptes interns dels països de Sud-amèrica per mantenir l'ordre i l'estabilitat, fins i tot sense l'amenaça europea. Aquesta reinterpretació va justificar diverses accions nord-americanes a la regió, com el 1903 quan el president Theodore Roosevelt va intercedir per garantir la secessió panamenya de Colòmbia, i es va assegurar el dret exclusiu a construir el Canal de Panamà, que va estar sota control nord-americà fins que el recentment mort president Jimmy Carter ho va cedir el 1977.

Després de dècades d'estabilitat post Segona Guerra Mundial, sembla que Donald Trump està disposat a canviar-ho tot i tornar a la Doctrina Monroe. Fa anys que els Estats Units es retiren paulatinament del paper d'àrbitre mundial que tant l'ha caracteritzat des de la Guerra Freda; el que no esperàvem, és que darrere la política aïllacionista que tant propugna Trump s'amagués un desig expansionista.

Al llarg dels anys, hem vist com la Doctrina Monroe ha estat reinterpretada per justificar diverses polítiques exteriors dels Estats Units adaptant-se als interessos estratègics del moment. No seria inversemblant pensar que els Estats Units adquirís un territori com Groenlàndia. Al cap i a la fi, l'expansionisme nord-americà ha estat marcat per diverses compres: Louisiana el 1803, Florida el 1819, Alaska el 1867, i fins i tot hi ha un precedent de compra territorial a Dinamarca: les Illes Verges el 1917 per 25 milions de dòlars.

Per això, encara que les declaracions de Donald Trump puguin semblar esbojarrades, els seus assessors semblen entendre que ens trobem en un període prebèl·lic. Es volen garantir el control d'enclavaments estratègics del continent americà, com pot ser la ruta àrtica a mesura que el desglaç ho permeti, i el Canal de Panamà. És a dir, davant d'un conflicte mundial, Amèrica per als americans.



Què poden esperar els mercats de Trump 2.0

El 2025 serà un any de profunds canvis als Estats Units. Donald Trump arriba aquesta vegada a la Casa Blanca amb el coneixement previ de com funcionen els entramats de Washington; aquesta vegada no veurem un període de transició, sinó una activitat frenètica a partir que Donald Trump entri oficialment al Despatx Oval. Les properes setmanes ens permetran dilucidar quines polítiques prioritzarà. Com comentàvem anteriorment, qui guanyi el pols entre les dues faccions trumpistes (magnats tecnològics o *MAGAS*) és summament important, ja que defensen polítiques contràries i en depèn els moviments en el mercat financer. Més enllà de les ocurrences d'última hora d'un president imprevisible, aquests són els focus principals:

1. **Política aranzelària:** Durant la campanya, Trump va proposar aranzels del 10-20% a tots els productes que entrin als Estats Units, i d'un 30-60% per als productes xinesos. L'experiència del seu mandat anterior ens diu que Trump utilitza els aranzels més aviat com una amenaça per aconseguir concessions que com una política generalitzada. No obstant això, si la sang arribés al riu i es deslligués una guerra aranzelària, preveiem un augment de la inflació que forçaria la Reserva Federal a apujar els tipus d'interès i una caiguda generalitzada de les borses com a conseqüència, amb un impacte més gran en els sectors exportadors.
2. **Política migratòria:** Donald Trump ha estat reelegit amb la intenció de limitar la immigració i fins i tot deportar milions d'immigrants irregulars. El mercat laboral americà segueix en una situació pròspera, amb 1,2 vacants per cada aturat. Una política migratòria restrictiva limitarà la ja escassa oferta de treballadors, incrementant els salaris i per tant els costos empresarials. Impactarà especialment les indústries intensives en mà d'obra estrangera, com ara la construcció, el comerç i l'agricultura. El sector tecnològic també es podria veure impactat en la captació de talent si es limiten els visats H-1B destinats a estrangers altament qualificats.
3. **Política fiscal:** Coexisteixen dues mesures d'impacte oposat. D'una banda, les rebaxes d'impostos defensades pels sectors més liberals del partit que de dur-se a terme agreujarien el problema de deute públic. Les últimes setmanes els tipus d'interès a 10 anys dels Estats Units s'han disparat fins a fregar el 5% malgrat les baixades de la Reserva Federal. Si es descontrolés, podríem trobar-nos davant una crisi de deute de resultats incerts. D'altra banda, hi ha la voluntat de retallar la despesa pública de manera considerable. El magnat Elon Musk liderarà el recentment instaurat Departament d'Eficiència Governamental (DOGE). Si aconseguís una retallada significativa, els tipus d'interès es relaxarien i baixaria la inflació. La part negativa és que podria provocar una frenada de l'economia.
4. **Política internacional:** Probablement serà la variable més incerta. Cal esperar avenços en la resolució del conflicte a Ucraïna, encara que això suposi donar-li la raó a Vladimir Putin i obligar els ucraïnesos a cedir part del seu territori. Però un alto el foc no hauria de tenir un impacte considerable a Europa: les nostres relacions comercials amb Rússia han quedat ferides de mort, i difícilment s'axequin les sancions. D'altra banda, al Pròxim Orient, Netanyahu disposarà de més marge per intentar canviar els equilibris de la regió. No descartem que s'intenti aprofitar la debilitat del règim dels Aiatol·làs a l'Iran per provocar-ne el col·lapse. Totes aquestes maniobres contenen un alt risc d'execució que poden provocar un conflicte més gran, amb la consegüent pujada del petroli i

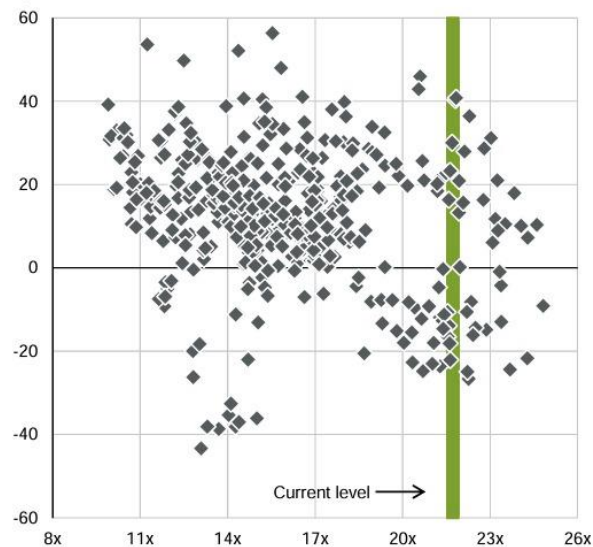
desestabilització del mercat financer. Però ja no només es tracta de conflictes aliens, sinó que, com hem vist abans, la política exterior americana portarà tints expansionistes. Des de la possible compra de Groenlàndia a l'annexió del Canal de Panamà.

Potser sorprengui la nostra visió americanocèntrica del món, però la realitat és que, des de fa uns quants anys, la supremacia americana als mercats financers és absoluta. El pes de la borsa americana a la renda variable mundial està en màxims històrics i representa el 65% del total; si bé aquesta fortalesa americana també pot ser el seu taló d'Aquil·les.

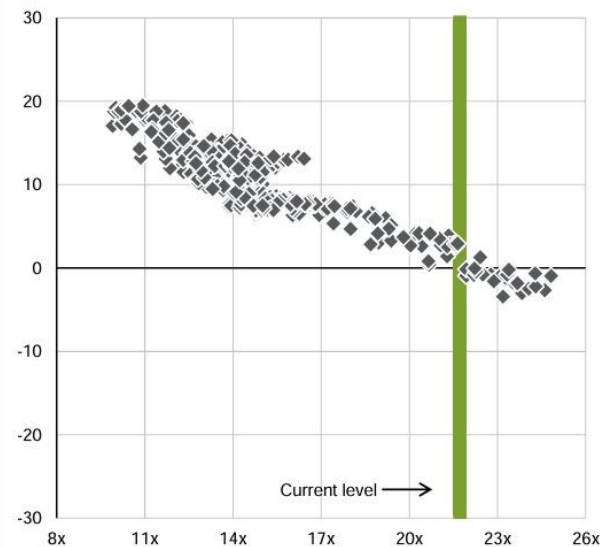
La borsa americana cotitza a valoracions excepcionalment altes, i malgrat no considerar-ho una bombolla, creiem que el risc d'una forta correcció per algun xoc exogen continua augmentant. Com us hem dit moltes vegades, les valoracions de les companyies són un pèssim indicador temporal de quan vindrà un crash: de fet, l'eufòria pot apoderar-se del mercat i continuar inflant-lo durant anys. Però com a inversors a llarg termini, les valoracions sí que són un molt bon indicador dels retorns que podem esperar durant la propera dècada. **Per això, la nostra obsessió continuarà sent la paciència i la diversificació del portfoli de Hanway Capital en diferents actius per garantir retorns estables a llarg termini per als nostres inversors.**

US valuations and subsequent returns

S&P 500 forward P/E ratios and subsequent 1-year returns
%, annualised total return*



S&P 500 forward P/E ratios and subsequent 10-year returns
%, annualised total return*



(La gràfica de l'esquerra mostra els retorns obtinguts a la borsa americana a un any vista segons la seva valoració, no es pot observar cap tendència. Tanmateix, la gràfica de la dreta mostra els retorns obtinguts a 10 anys. En aquest cas la tendència és evident: com més cara està la borsa (actualment a 22x beneficis) menor és el retorn a llarg termini)

Informe de gestió

Passem ara a analitzar les posicions individuals del fons aquest trimestre:

- 1. Posició en renda variable:** La victòria electoral de Donald Trump va impulsar les borses mundials a nous màxims històrics, però l'eufòria s'ha dissipat ràpidament des del pic del 6 de desembre. L'esperat ral·li de Santa Claus mai va arribar, i si bé l'S&P 500 ha tancat el període en positiu (+2%), ha estat la pujada més tènue dels darrers 5 trimestres. El fons va aprofitar les pujades per reduir-ne l'exposició a renda variable al 60%, que ens ha aportat un **+2,0%** al resultat.
- 2. Posició en volatilitat:** Després de diversos trimestres sense trobar la tecla pel que fa a posicions de volatilitat, aquest hem encertat amb les nostres decisions. Com vam explicar a la nostra última comunicació, el temor a un resultat incert ens semblava exagerat. La matinada del 6 de novembre, una vegada es va fer evident que la victòria de Trump era indiscutible, la volatilitat va baixar de 22 a 15 en tot just unes hores. Com ja hem comentat altres vegades, quan tothom té un esdeveniment marcat al calendari, difícilment agafa el mercat desprevingut. La contribució de la volatilitat aquest trimestre ha estat del **+4,2%**.
- 3. Posició en divises:** Després d'abandonar la nostra aposta pel ien japonès, aquests darrers mesos ens hem beneficiat de l'apreciació del dòlar. L'economia americana ha seguit sorprenent propis i estranys amb la seva fortalesa, i ha obligat la Reserva Federal a reconsiderar la seva agressiva campanya de baixades de tipus. A Europa, en canvi, la cada vegada més feble economia comunitària ha obligat el BCE a mantenir la seva retòrica moderada. Aquesta tendència, que esperem porti l'euro a la paritat amb el dòlar els propers mesos, ha sumat un **+1,1%** al resultat global.
- 4. Posició en or:** Després de 9 mesos de pujades gairebé ininterrompudes en què s'ha apreciat gairebé un 40%, l'or s'ha pres un respir aquest trimestre. Tot i això, ha seguit la seva escalada mesurada contra l'euro, fet que ha aportat un altre **+0,7%** a la rendibilitat.
- 5. Posició curta en renda fixa:** Els tipus d'interès han tingut un comportament gairebé esquizofrènic al llarg del 2024. Durant la primera meitat de l'any, van baixar lleugerament anticipant que la Reserva Federal estava a punt d'iniciar la campanya de baixades de tipus. Però des que per fi es va produir aquesta primera retallada, els interessos han iniciat una escalada sense precedents. Potser el mercat de bons estigui recomanant al futur president cautela amb la despesa pública. Vam abandonar aquesta posició poc abans de les eleccions, de manera que el seu impacte en el fons ha estat únicament del **-0,1%**.
- 6. Posició en primeres matèries:** La nostra posició en urani ha tingut un trimestre intranscendent, encara en tendència baixista. Estem esperant saber què opina el nou president de l'energia nuclear, que durant aquest període ha restat un **-0,2%**.

“Quan el teu treball parla per si mateix, no l'interrompis”

- Henry J Kaiser

Salutacions,
Hanway Capital

Apèndix: Rendibilitat neta històrica de Hanway Capital Fund

	Gen	Feb	Mar	Abr	Maig	Jun	Jul	Ago	Set	Oct	Nov	Des	Any
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%	4.3%	1.3%	2.2%	-5.2%	4.0%	-0.4%	9.3%	-1.1%	+6.2%

Aquests materials han estat proporcionats per Hanway Capital S.L. (Hanway Capital) i no constitueixen, en cap cas, cap assessorament d'inversions ni comercialització i promoció de cap fons. El propòsit d'aquests materials és únicament proporcionar una visió i actualització macroeconòmica general dels mercats financers. A més, aquests materials no es poden divulgar, en la seva totalitat o en part, o resums o esmentats de qualsevol manera, excepte si és acordat amb Hanway Capital per escrit. Cap part d'aquests materials pot ser utilitzada o reproduïda ni citada de cap manera per la premsa. La informació utilitzada en la preparació d'aquests materials es va obtenir de fonts públiques. Hanway Capital no es fa responsable que la verificació independent d'aquesta informació sigui completa i precisa en tots els materials. En la mesura que aquesta informació inclogui estimacions i previsions del rendiment financer futur, hem assumit que representen estimacions raonables. Cap contingut del document hauria de ser considerat com a assessorament fiscal, comptable o legal.

S'aconsella als lectors d'aquests materials que qualsevol debat, recomanació o altre esment de qualsevol actiu no és una sol·licitud o oferta per operar amb aquests actius. Aquest document només proporciona informació general, i ni la informació ni cap opinió expressada constitueixen una oferta o invitació per fer una oferta, per comprar o vendre cap tipus d'actius o altres instruments financers o derivats relacionats amb aquests valors o instruments (per exemple, opcions, futurs, warrants i contractes per diferències). Aquest document no pretén proporcionar assessorament d'inversió personal i no té en compte els objectius específics d'inversió, la situació financera i les necessitats particulars de, ni es dirigeix a, cap persona o persones específiques. Els inversors han de buscar assessorament financer sobre la conveniència d'invertir en instruments financers i implementar estratègies d'inversió que es tracten en aquest document i comprendre que les perspectives de futur no tenen per què materialitzar-se. Les inversions en general i, en particular, els derivats impliquen nombrosos riscos, entre d'altres, el risc de mercat, el risc per defecte de contrapartida i el risc de liquiditat. Cap garantia, instrument financer o derivat és adequat per a tots els inversors. En alguns casos, els títols i altres instruments financers poden ser difícils de valorar o vendre i és difícil obtenir informació fiable sobre el valor o els riscos relacionats amb l'actiu o l'instrument financer. Els inversors haurien de tenir en compte que els ingressos d'aquests valors i altres instruments financers, si escau, poden fluctuar i el preu o valor d'aquests valors i instruments pot augmentar o baixar i, en alguns casos, els inversors poden perdre la totalitat de la inversió principal. El rendiment anterior no és necessàriament una referència per al rendiment futur.

Aquesta informació pot contenir referències o enllaços a llocs web de tercers. Hanway Capital no es fa responsable del contingut d'un lloc web de tercers o de qualsevol contingut enllaçat en un lloc web de tercers. El contingut en aquests llocs web de tercers no forma part d'aquesta informació i no està incorporat com a referència. La inclusió d'un enllaç no implica cap aval per part de Hanway Capital. L'accés a qualsevol lloc web de tercers correrà sota el seu propi risc i sempre ha de revisar les condicions i les polítiques de privacitat als llocs web de tercers abans d'enviar-los informació personal. Hanway Capital no es fa responsable de les condicions i polítiques de privacitat de tercers i renuncia expressament a qualsevol responsabilitat per ells.



Carrer Balma 188
08006 Barcelona
+34 93 152 10 28