

15 enero de 2025

Informe de gestión Q4 2024

Estimados inversores,

Hanway Capital Fund ha generado un **retorno del +7,7% este trimestre** obteniendo un precio por acción de **149,2€** neto de comisiones, **finalizando el año 2024 con una rentabilidad del +6,2%**. Nuestra decidida estrategia por una bajada de la volatilidad post elecciones americanas ha dado su fruto, permitiéndonos acabar el año con un buen resultado sin asumir excesivos riesgos. Mirando hacia el 2025, este año promete ser todo menos tranquilo con el retorno de Donald Trump a la Casa Blanca. Aún no ha jurado el cargo y ya nos ha sorprendido añadiendo tintes expansionistas a su retórica: la gran potencia mundial será dirigida por un líder altamente impredecible. Sus primeras semanas serán claves para entender el rumbo y las prioridades de la nueva administración, y de ello dependerá también el porvenir de los activos financieros.

La batalla entre Silicon Valley y el movimiento MAGA

La mayor incógnita electoral de 2024 ha quedado resuelta: Donald J. Trump regresará al Despacho Oval después de vencer contundentemente en las elecciones americanas. Ha sido el primer candidato republicano en ganar el voto popular en 20 años.

Su mandato arranca la semana que viene con lo que se conoce políticamente como trifecta: el partido republicano controlará las tres principales instituciones americanas: el Congreso, el Senado y la Casa Blanca. A pesar de que la mayoría en el Congreso es escueta, en teoría es suficiente para permitir a Donald Trump llevar a cabo sus medidas más polémicas. Sin embargo, nadie sabe dónde pondrá el foco su administración; de hecho, entre sus colaboradores ya se han abierto dos facciones enfrentadas entre sí.

Por un lado, está el bando de los magnates de la tecnología. Trump fío en ellos la financiación y la campaña en medios, y ahora estos reclaman cargos de relevancia en su gobierno. Como ya explicamos en nuestra última carta, el caso más notorio es el de Elon Musk, hombre más rico del planeta y dueño de la red social X, pero hay otros. Vivek Ramaswamy, empresario del sector de la biotecnología, codirigirá junto a Musk el Departamento de Eficiencia Gubernamental. Es decir, una versión americana de la motosierra de Javier Milei.

En la esquina opuesta, las viejas camisas antiglobalistas del movimiento original *Make America Great Again* (MAGA) no han desaparecido, y están liderados por el futuro vicepresidente JD Vance. Como no podía ser de otra manera, discrepan prácticamente en todo con los magnates del mundo tecnológico sobre cuales deben ser las prioridades del nuevo presidente.

Mientras unos quieren reforzar la ventaja económica y tecnológica de Estados Unidos reduciendo la burocracia e impulsando la innovación, el movimiento MAGA espera restaurar una visión romántica del pasado donde la industria manufacturera ocupa un lugar central. Los magnates tecnológicos tienen una inclinación libertaria y desconfían de un gobierno grande, mientras que los MAGAs detestan el poder oligárquico de las grandes tecnológicas. Unos buscan una autarquía con la mínima importación de productos extranjeros y la expulsión de

inmigrantes irregulares, mientras que el mundo tecnológico se ha beneficiado de la globalización, la atracción de talento y el flujo de capitales internacional.

Todo esto es importante porque del resultado de esta batalla entre las dos facciones dependerá el rumbo de la administración americana, y por ende el de la economía y los mercados. Más adelante, cuando analicemos las consecuencias económicas y geopolíticas de la victoria de Donald Trump, veréis que muchas de sus iniciativas son contradictorias entre si. Llevar a cabo una política arancelaria y antiinmigración como desean los MAGAs podría ser inflacionista, mientras que recortar el gasto público masivamente como le gustaría a Elon Musk podría provocar un frenazo económico.

América para los americanos

Decía Mark Twain que la historia nunca se repite exactamente igual, pero que a menudo rima. En la política americana actual, esta premonición parece más acertada que nunca.

Nos situamos en los años 20, y el candidato republicano a la Casa Blanca se presenta bajo el lema “*America First*”. Apelando a la clase media trabajadora promete aislacionismo, protección al trabajador americano, no inmiscuirse en conflictos exteriores y volver a priorizar los problemas domésticos a través de “la ley y el orden”.

No estamos hablando de 2024 ni de Donald Trump. De hecho, nos referimos a las elecciones americanas de hace exactamente un siglo, cuando Warren Harding se presentó y ganó en 1920 con el mismo eslogan con el que lo haría 100 años después el candidato Trump.



Estamos acostumbrados a un rol de Estados Unidos marcadamente intervencionista, ejerciendo un papel de árbitro mundial en los diferentes conflictos, pero esto no siempre ha sido así. Estados Unidos, y en particular el Partido Republicano siempre ha coqueteado con el aislacionismo: la idea de que todo lo que ocurra más allá de sus dos grandes trincheras naturales (los océanos Atlántico y Pacífico) no debería importarles, ya que estas servirían como garantía para su seguridad nacional.

Pero la idea del “*America First*”, ni siquiera era novedosa en 1920. Si nos remontamos aún otros 100 años más atrás, en 1823 apareció el concepto de la Doctrina Monroe. Merece que nos detengamos a explorar en más detalle esa política, puesto que Donald Trump está sorprendido a propios y extraños con un giro copernicano en lo que a la política exterior se refiere. En los últimos días ha hablado de anexionarse Groenlandia y el Canal de Panamá por la fuerza, y ha humillado hasta su dimisión al primer ministro canadiense refiriéndose a él como Gobernador Trudeau (título que reciben los líderes de los estados estadounidenses en referencia a convertir Canadá en el estado 51 de la Unión).

La Doctrina Monroe, proclamada por el presidente estadounidense James Monroe y muy presente en sus diferentes variaciones en la cosmovisión americana desde entonces, estableció que Estados Unidos no permitiría futuras intervenciones de las monarquías europeas en el continente americano, a cambio de abstenerse de intervenir en asuntos políticos europeos. En el contexto de las independencias latinoamericanas, se resumió como: “América para los americanos”. Un nuevo continente que pretendía alejarse de su pasado europeo.



Inicialmente, este principio buscaba garantizar la soberanía de las naciones americanas emergentes de las injerencias europeas, mientras al mismo tiempo se desarrollaba una política aislacionista con aranceles para proteger la incipiente industria americana. Sin embargo, a medida que Washington fue ganando poder político y militar, la Doctrina evolucionó desde una postura defensiva a una claramente intervencionista.

En 1845, el presidente James Polk se anexionó la República de Texas, recientemente independizada de México, para que no acabara en manos extranjeras. Al año siguiente, Polk invocó la Doctrina para justificar una guerra con México que acabó con la expansión de la soberanía estadounidense sobre California y el suroeste americano.

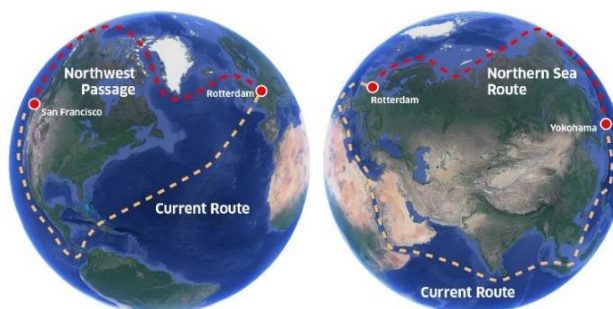
Bajo la teoría del Destino Manifiesto, James Polk compartía la creencia de que Dios había encomendado a los colonos americanos expandirse hasta llegar al Pacífico. Más tarde, en 1867, el presidente Andrew Johnson también invocó la Doctrina Monroe para comprar Alaska. Estados Unidos entraba en una nueva etapa de colonialismo suave, considerando que todo el hemisferio occidental (norte y sur) era el patio de su casa, lo que culminó en 1898 con la toma a España de Cuba y Puerto Rico.

A comienzos del siglo XX la incorporación del Corolario Roosevelt a la Doctrina Monroe otorgó a Estados Unidos el derecho a intervenir en los asuntos internos de los países de Sudamérica para mantener el orden y la estabilidad, incluso sin la amenaza europea. Esta reinterpretación justificó diversas acciones estadounidenses en la región, como en 1903 cuando el presidente Theodore Roosevelt intercedió para garantizar la secesión panameña de Colombia, y se aseguró el derecho exclusivo a construir el Canal de Panamá, que estuvo bajo control estadounidense hasta que el recientemente fallecido presidente Jimmy Carter lo cedió en 1977.

Después de décadas de estabilidad tras la Segunda Guerra Mundial, parece que Donald Trump está dispuesto a cambiarlo todo y regresar a la Doctrina Monroe. Estados Unidos lleva años retirándose paulatinamente del papel de árbitro mundial que tanto le ha caracterizado desde la Guerra Fría; lo que no esperábamos, es que tras la política aislacionista que tanto propugna Trump se escondiera un deseo expansionista.

A lo largo de los años, hemos visto como la Doctrina Monroe ha sido reinterpretada para justificar diversas políticas exteriores de Estados Unidos adaptándose a los intereses estratégicos del momento. No sería inverosímil pensar que Estados Unidos adquiriese un territorio como Groenlandia. Al fin y al cabo, el expansionismo estadounidense ha venido marcado por diversas compras: Luisiana en 1803, Florida en 1819, Alaska en 1867, e incluso existe un precedente de compra territorial a Dinamarca: las Islas Vírgenes en 1917 por 25 millones de dólares.

Por eso, aunque las declaraciones de Donald Trump puedan parecer trasnochadas, sus asesores parecen entender que nos hallamos en un periodo prebélico. Quieren garantizarse el control de enclaves estratégicos del continente americano, como puede ser la ruta ártica a medida que el deshielo lo permita, y el Canal de Panamá. Es decir, ante un conflicto mundial, América para los americanos.



Qué pueden esperar los mercados de Trump 2.0

El 2025 será un año de profundos cambios en Estados Unidos. Donald Trump llega esta vez a la Casa Blanca con el conocimiento previo de cómo funcionan los entresijos de Washington; esta vez no veremos un periodo de transición, sino una actividad frenética a partir de que Donald Trump entre oficialmente en el Despacho Oval. Las próximas semanas nos permitirán dilucidar qué políticas priorizará. Como comentábamos anteriormente, quien gane el pulso entre las dos facciones trumpistas (magnates tecnológicos o *MAGAS*) es sumamente importante, ya que defienden políticas contrarias y de ello dependerá los movimientos en el mercado financiero. Más allá de las ocurrencias de última hora de un presidente impredecible, estos son los principales focos:

1. **Política arancelaria:** Durante su campaña, Trump propuso aranceles del 10-20% a todos los productos que entren en Estados Unidos, y de un 30-60% para los productos chinos. La experiencia de su anterior mandato nos dice que Trump utiliza los aranceles más bien como una amenaza para conseguir concesiones que como una política generalizada. Sin embargo, si la sangre llegase al río y se desatase una guerra arancelaria, prevemos un aumento de la inflación que forzaría la Reserva Federal a subir los tipos de interés y una caída generalizada de las bolsas como consecuencia, con un mayor impacto en los sectores exportadores.
2. **Política migratoria:** Donald Trump ha sido reelegido con la intención de limitar la inmigración e incluso deportar a millones de inmigrantes irregulares. El mercado laboral americano sigue en una situación boyante, con 1,2 vacantes por cada desempleado. Una política migratoria restrictiva limitará la ya escasa oferta de trabajadores, incrementando los salarios y por tanto los costes empresariales. Impactará especialmente a las industrias intensivas en mano de obra extranjera, como la construcción, el comercio y la agricultura. El sector tecnológico también podría verse impactado en la captación de talento si se limitan las visas H-1B destinadas a extranjeros altamente cualificados.
3. **Política fiscal:** Coexisten dos medidas de impacto opuesto. Por un lado, las rebajas de impuestos defendidas por los sectores más liberales del partido que de llevarse a cabo, aunarán en el problema de deuda pública. En las últimas semanas los tipos de interés a 10 años de Estados Unidos se han disparado hasta rozar el 5% pese a los recortes de la Reserva Federal. De descontrolarse, podríamos hallarnos ante una crisis de deuda de resultados inciertos. Por otro lado, existe la voluntad de recortar el gasto público de forma considerable. El magnate Elon Musk liderará el recientemente instaurado Departamento de Eficiencia Gubernamental (DOGE). Si consiguiese un recorte significativo, los tipos de interés se relajarían y bajaría la inflación. La parte negativa es que podría provocar una ralentización de la economía.
4. **Política internacional:** Probablemente sea la variable más incierta. Cabe esperar avances en la resolución del conflicto en Ucrania, aunque esto suponga darle la razón a Vladimir Putin y obligar a los ucranianos a ceder parte de su territorio. Pero un alto al fuego no debería tener un impacto considerable en Europa: nuestras relaciones comerciales con Rusia han quedado heridas de muerte, y difícilmente se levanten las sanciones. Por otro lado, en Oriente Próximo, Netanyahu dispondrá de más margen para intentar seguir cambiando los equilibrios de la región. No descartamos que se intente

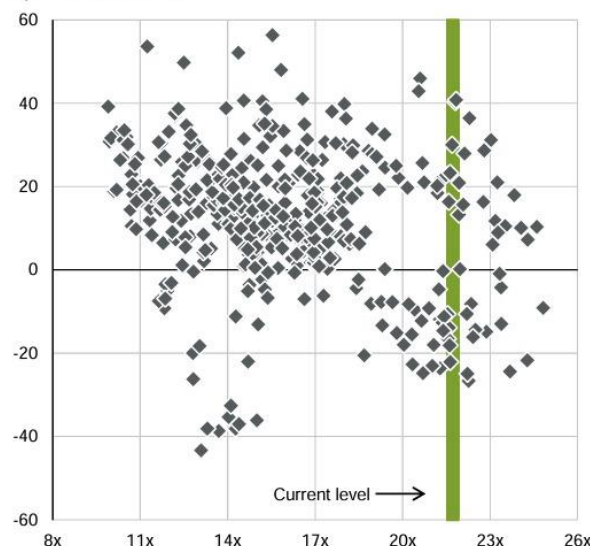
aprovechar la debilidad del régimen de los Ayatolas en Irán para provocar su colapso. Todas estas maniobras contienen un alto riesgo de ejecución que pueden provocar un mayor conflicto, con la consecuente subida del petróleo y desestabilización del mercado financiero. Pero ya no solo se trata de conflictos ajenos, sino que como hemos visto antes, la política exterior americana traerá tintes expansionistas. Desde la posible compra de Groenlandia a la anexión del Canal de Panamá.

Tal vez sorprenda nuestra visión americanocentrista del mundo, pero la realidad es que, desde hace varios años, la supremacía americana en los mercados financieros es absoluta. El peso de la bolsa americana en la renta variable mundial está en máximos históricos y representa el 65% del total; si bien esta fortaleza americana puede ser también su talón de Aquiles.

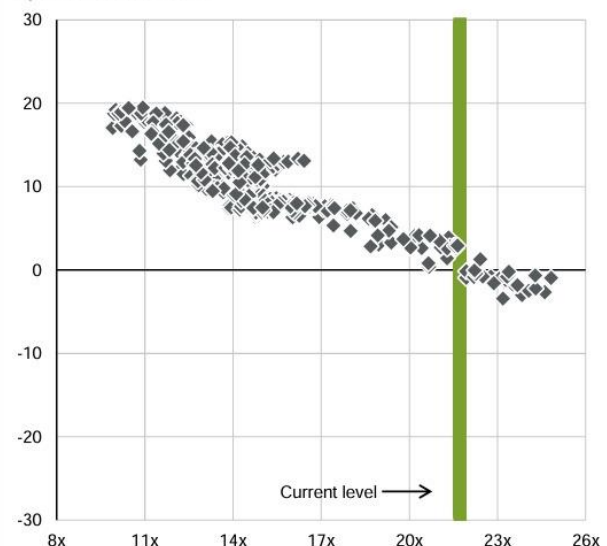
La bolsa americana cotiza a valoraciones excepcionalmente altas, y a pesar de no considerarlo una burbuja, creemos que el riesgo de una fuerte corrección por algún shock exógeno sigue aumentando. Como os hemos dicho muchas veces, las valoraciones de las compañías son un pésimo indicador temporal de cuando vendrá un crash: de hecho, la euforia puede apoderarse del mercado y continuar inflándolo durante años. Pero como inversores largoplacistas, las valoraciones sí son un muy buen indicador de los retornos que podemos esperar durante la próxima década. **Por ello, nuestra obsesión seguirá siendo la paciencia y la diversificación del portfolio de Hanway Capital en diferentes activos para garantizar retornos estables a largo plazo para nuestros inversores.**

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 gráfica de la izquierda muestra los retornos obtenidos en la bolsa americana a un año vista según su valoración, no se puede observar ninguna tendencia. Sin embargo, la gráfica de la derecha muestra los retornos obtenidos a 10 años. En este caso la tendencia es evidente: cuanto más cara está la bolsa (actualmente a 22x beneficios) menor es el retorno a largo plazo)

Informe de gestión

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

- 1. Posición en renta variable:** La victoria electoral de Donald Trump impulsó a las bolsas mundiales a nuevos máximos históricos, pero la euforia se ha disipado rápidamente desde el pico del 6 de diciembre. El esperado rally de Santa Claus nunca llegó, y si bien el S&P 500 ha cerrado el periodo en positivo (+2%), ha sido la subida más tenue de los últimos 5 trimestres. El fondo aprovechó las subidas para reducir su exposición a renta variable al 60%, que nos ha aportado un **+2,0%** al resultado.
- 2. Posición en volatilidad:** Tras varios trimestres sin dar con la tecla en lo que a posiciones de volatilidad se refiere, este hemos acertado con nuestras decisiones. Como explicamos en nuestra última comunicación, el temor a un resultado inconcluyente nos parecía exagerado. La madrugada del 6 de noviembre, una vez se hizo evidente que la victoria de Trump era indiscutible, la volatilidad bajó de 22 a 15 en apenas unas horas. Como ya hemos comentado en otras ocasiones, cuando todo el mundo tiene un evento marcado en el calendario, difícilmente coge al mercado desprevenido. La contribución de la volatilidad este trimestre ha sido del **+4,2%**.
- 3. Posición en divisas:** Tras abandonar nuestra apuesta por el yen japonés, estos últimos meses nos hemos beneficiado de la apreciación del dólar. La economía americana ha seguido sorprendiendo a propios y extraños con su fortaleza, obligando a la Reserva Federal a reconsiderar su agresiva campaña de bajadas de tipos. En Europa, en cambio, la cada vez más débil economía comunitaria ha obligado al BCE a mantener su retórica moderada. Esta tendencia, que esperamos lleve al euro a la paridad con el dólar en los próximos meses, ha sumado un **+1,1%** al resultado global.
- 4. Posición en oro:** Tras 9 meses de subidas casi ininterrumpidas en los que se ha apreciado casi un 40%, el oro se ha tomado un respiro este trimestre. El giro hacia posiciones más restrictivas por parte del banco central americano ha pesado ligeramente en su cotización. Sin embargo, ha seguido su escalada medida contra el euro, lo que ha aportado otro **+0,7%** a la rentabilidad.
- 5. Posición corta en renta fija:** Los tipos de interés han tenido un comportamiento casi esquizofrénico a lo largo del 2024. Durante la primera mitad del año, bajaron ligeramente anticipando que la Reserva Federal estaba a punto de iniciar su campaña de bajadas de tipos. Pero desde que por fin se produjo ese primer recorte, los intereses han iniciado una escalada sin precedentes. Tal vez el mercado de bonos esté recomendando al futuro presidente cautela con el gasto público. Abandonamos esta posición poco antes de las elecciones, con lo que su impacto en el fondo ha sido únicamente del **-0,1%**.
- 6. Posición en materias primas:** Nuestra posición en uranio ha tenido un trimestre intrascendente, aún en tendencia bajista. Estamos a la espera de saber qué opina el nuevo presidente de la energía nuclear, que durante este periodo ha restado un **-0,2%**.

“Cuando tu trabajo habla por sí mismo, no le interrumpas”

- Henry J Kaiser

Un saludo,
Hanway Capital

Apéndice: Rentabilidad neta 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%	4.3%	1.3%	2.2%	-5.2%	4.0%	-0.4%	9.3%	-1.1%	+6.2%

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