

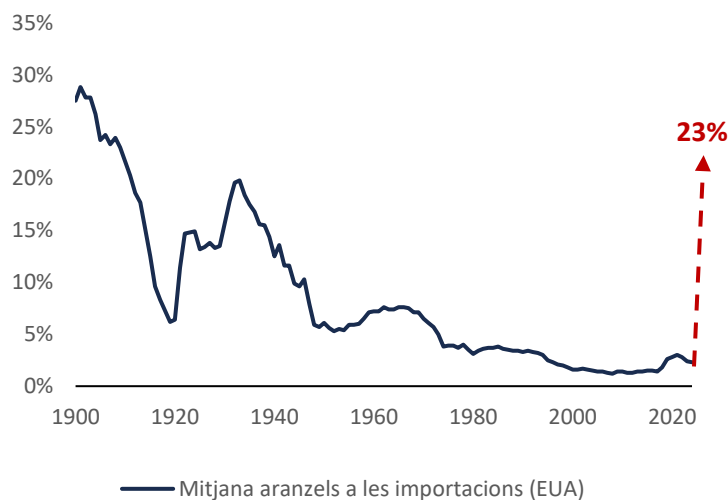
10 d'abril de 2025

Informe de gestió Q1 2025

Benvolguts inversors,

Hanway Capital Fund ha obtingut un **retorn del +6,2% aquest trimestre** i ha assolit un preu per acció de **158,4€** net de comissions. En només 100 dies, Donald Trump ha dissipat tots els dubtes sobre quina serà la línia del seu segon mandat: aquesta vegada el vertigen del poder no farà moderar les seves polítiques. Com a primera mesura de pes, el president ha iniciat una guerra aranzelària sense precedents, elevant els aranzels als Estats Units a nivells no vistos des de finals del segle XIX. Resulta difícil imaginar un canvi de rumb més pertorbador: d'un sol cop, ha volat pels aires l'arquitectura institucional que ha permès l'etapa més pròspera de la humanitat, ha provocat un xoc al comerç internacional que podria ser fins i tot més perjudicial que la pandèmia, i ha portat les borses americanes a tancar el pitjor trimestre en termes relatius. L'inquilí de la Casa Blanca sembla més aviat un piròman jugant amb un bidó de benzina: mentre escrivim aquestes línies, els aranzels del 100% entre els EUA i la Xina signifiquen a la pràctica la interrupció total del comerç entre les dues economies més grans del món.

Els aranzels dels Estats Units en màxims des de fa un segle



El Mont McKinley

En la nostra última comunicació expliquem l'enorme incertesa que generava als mercats no saber a qui escoltaria Donald Trump quan iniciés la seva segona etapa com a 47è president: els seus votants, els seus donants, o el seu propi instint. Doncs bé, els pitjors presagis s'han confirmat: Trump, que ja no necessitarà mai més ni el vot dels ciutadans ni els diners dels seus patrocinadors, farà aquesta vegada el que li dicti el seu olfacte d'home de negocis.

La veritat és que els senyals eren allà per a qui els volgués veure. El passat 20 de gener, Trump va decidir entre les seves primeres ordres executives canviar el nom de la muntanya més alta de Nord Amèrica. El Mont Denali passava a anomenar-se Mont McKinley, en honor a un expresident americà del segle passat.

William McKinley va ser president des del 1897 fins al seu assassinat el 1901. És conegut principalment per haver estat un gran defensor del proteccionisme industrial als EUA, apujant els aranzels a nivells històricament alts per protegir la manufactura nacional. Durant la seva època com a congressista va promoure el McKinley Tariff Act, una de les lleis aranzelàries més polèmiques de la història econòmica dels Estats Units. Posteriorment com a president va doblar l'aposta aprovant el Dingley Act, que va portar els aranzels a màxims històrics, un 47%. En política exterior també va consolidar un canvi de rumb expansionista amb l'annexió de Puerto Rico, Guam i les Filipines després de la guerra hispanoamericana.

Donald Trump és un fervent admirador d'aquest oblidat president americà. Va ser l'únic que va esmentar durant el seu discurs inaugural el 20 de gener passat quan va prometre que “tornarem a seguir la visió de grans líders nord-americans com William McKinley, que creien en els aranzels per protegir els treballadors americans”. Un segle després, Donald Trump rescata aquesta lògica per, després de diversos intents, prémer el botó nuclear aranzelari el “Dia de l'Alliberament”. La gran diferència és que McKinley estava construint un imperi; Trump sembla disposat a desmantellar el seu.

Trump comet un enorme error en interpretar la situació econòmica dels Estats Units. Parteix d'una anàlisi totalment tergiversada, en què suposadament tots els països abusen dels EUA i per això té un gran dèficit a la balança comercial. La balança comercial d'un país és la diferència entre les exportacions i les importacions; si un país importa més del que exporta, com els EUA, té un dèficit comercial.

A la pràctica, si ets una economia petita amb una moneda feble, un dèficit comercial sostingut pot ser perillós. El país es descapitalitzaria si no generés prou reserves, provocant devaluacions a la seva divisa, inflació i fins i tot una crisi de la balança de pagaments. La desconfiança tancaria l'accés al crèdit internacional, i podria acabar fent fallida; és el cas, per exemple, de l'Argentina el 2001 o Sri Lanka el 2022.

Però els Estats Units són l'economia més gran del món i controla la moneda reserva per excel·lència: el dòlar americà. Això li atorga un privilegi enorme: pot pagar el dèficit comercial simplement emetent més dòlars, perquè sempre hi haurà demanda. És el que es coneix a l'argot financer com el seu “privilegi exorbitant”. Això implica que el balanç comercial dels EUA sigui totalment irrellevant, perquè a la pràctica és impossible que faci fallida.

Aquest privilegi exorbitant ha permès a més de 300 milions d'americans assolir el nivell de vida més alt de la història del món. Per posar-ho en context, actualment l'estat més pobre dels Estats Units, Mississipi, té un PIB per càpita superior al del Regne Unit, França o Alemanya. A més, aquest ordre mundial ha vist sortir de la pobresa extrema a més de mil milions de persones a mesura que la producció de béns s'ha traslladat d'Occident a Orient: allò que a les escoles de negocis es coneix com un win-win.

Però segons el secretari de Comerç americà, Howard Lutnik, el dèficit comercial dels Estats Units és un greu problema perquè fa que els altres països s'apropiïn dels diners americans. És a dir, li sembla un mal negoci intercanviar dòlars creats del no-res per productes reals, la producció dels quals costa ingents recursos a la resta del món. Mentre el món exporta béns, els americans exporten dòlars. Però és que, a més, al contrari del que creu Lutnik, aquests dòlars no es queden als països exportadors, sinó que tornen als EUA en forma d'inversió quan la resta del món compra accions i bons americans. En altres paraules, el seu enorme dèficit comercial no només no perjudica els Estats Units, sinó que els beneficia.

Un cigne taronja

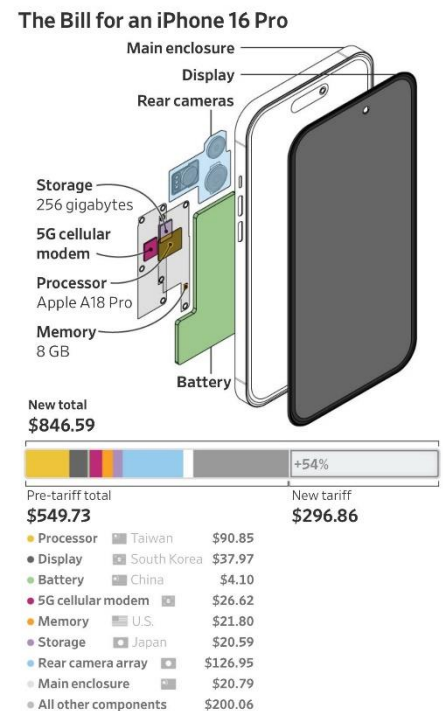
Des que el 2 d'abril Donald Trump presentés, pissarra en mà, els seus plans en matèria comercial, les borses mundials no han parat de caure en picat; ningú estava preparat per a un cigne negre de tal magnitud. Tot i que la inquietud a les borses va començar al febrer quan el president americà va començar a amenaçar amb aranzels els seus principals socis comercials (Xina, Mèxic i el Canadà), cap analista tenia entre els seus pitjors pronòstics el que ha acabat succeint. Trump va anticipar la jornada com un dels dies més importants de la història dels Estats Units, i no li va faltar raó. El seu "Dia de l'Alliberament" suposa l'abandonament total de l'ordre comercial mundial i la tornada a un model proteccionista del segle XIX.

En el millor dels casos, a tots els productes que entrin als Estats Units se'ls aplicarà un aranzel de com a mínim el 10%. A partir d'aquí, la situació empitjora: s'aplicarà un gravamen del 20% a la Unió Europea, un 24% al Japó, un 27% a l'Índia, un 46% al Vietnam i un 104% a la Xina. Els números són tan esbojarrats com el seu raonament. Amb un càlcul insòlit, ha decidit gravar de manera "recíproca" tots els països que tenen un dèficit comercial amb els EUA indistintament de l'aranzel real que els aplicava a ells. La manca de serietat de l'administració ha portat fins i tot al ridícul de gravar amb un 10% les Illes Heard i McDonald, situades a l'índic amb una població d'uns milers de pingüins i zero éssers humans.

L'aranzel de mitjana dels EUA es dispararà al nivell més alt en un segle, però el món ha canviat molt des de llavors. Avui dia, les cadenes de subministrament són extremadament complexes; després de dècades d'estabilitat mundial pel que fa al comerç, la globalització ha permès una eficiència extraordinària a la producció de béns. Quan comprem un producte, probablement no som conscients que els diferents components provenen de 50 països diferents. Detectar la traçabilitat de tots ells és complicadíssim, i per això és massa aviat per preveure quin serà l'impacte real d'aquests aranzels a les empreses i a l'economia.

Si els aranzels s'apliquen tal com han estat plantejats, el que sí que podem esperar és un repunt immediat de la inflació. Després de tres anys d'una batalla d'èxit per part dels bancs centrals on han aconseguit contenir la inflació sense provocar una recessió, cosa que pràcticament mai no s'havia aconseguit, un aranzel mitjà del 24% tindrà un impacte brutal en els preus. Irònicament, seran les mateixes classes populars que han fet pujar Trump al poder, les que es veuran més perjudicades. Els comentaris del cap de setmana que "no li importa en absolut" l'augment dels preus dels automòbils semblen ignorar que Biden va perdre les eleccions pel descontentament que va provocar la inflació entre la població.

Qui també notarà immediatament l'impacte dels aranzels seran les empreses: no és evident que totes puguin passar al consumidor el nou gravamen. Les empreses americanes cotitzen a múltiples alts a la borsa precisament pels grans marges de què gaudeixen; amb el nou impost, tot allò que no aconsegueixin passar al consumidor final amb pujades de preu, ho hauran d'assumir reduint els seus beneficis.



Agafant l'iPhone com a exemple, el Wall Street Journal ens mostra en un infogràfic com el seu cost de producció es dispararia un 54% (i això és previ al 50% addicional que Trump ha imposat després que la Xina prengués represàlies, cosa que augmentaria l'aranzel fins al 104%).

Estem davant d'un canvi de paradigma absolut. El món està passant d'un model econòmic centrat en "l'eficiència" gràcies a un ordre basat en regles (1945-2020) a un model pendent de la "resiliència" sustentat per diferents esferes d'influència (a partir del 2020). Aquesta desglobalització forçada només pot portar més inflació, menys creixement econòmic i més inestabilitat geopolítica.

De la Pax Americana a l'America First

Pot semblar una hipèrbole, però creiem fermament que en només tres mesos l'Administració Trump ha aconseguit dinamitar per sempre l'ordre econòmic i geopolític mundial que ha prevalgut des del final de la Segona Guerra Mundial; ja res no tornarà a ser el mateix. Un trencament de confiança d'aquestes dimensions és definitiu i el desmantellament de la Pax Americana no ha fet més que començar.

Una Pax Americana que, malgrat que Donald Trump cregui que perjudica el seu país, va ser dissenyada a la carta per ells mateixos i els va posar en safata l'hegemonia mundial. Durant gairebé un segle han tingut el privilegi de dictar les normes del joc de manera unilateral: les regles del comerç, de la propietat intel·lectual, de les finances, de la cultura i de la guerra. Tot girava al voltant del ritme que marcava Amèrica amb institucions que, si no controlaven directament, tutelaven: l'ONU, el Banc Mundial, l'OMS, l'FMI, l'OTAN, fins i tot Hollywood, Silicon Valley i Wall Street. Això era la Pax Americana.

A canvi, Estats Units només havia d'oferir dues coses a la resta del món: la pau global, que proporcionava mitjançant un exèrcit present per tot el globus, i l'accés sense restriccions al mercat americà, amb uns consumidors insaciabls que a més tenen un alt poder adquisitiu. A nosaltres ens sembla que era un pacte excel·lent per als Estats Units i que l'ha beneficiat enormement, però clarament l'actual administració no comparteix la nostra opinió i ha decidit volar-lo pels aires. A partir d'ara, l'accés al mercat americà ja no serà igual per a tothom; les empreses americanes tindran preferència. I l'exèrcit americà ja no exercirà d'àrbitre mundial: només intervindrà en aquells conflictes en què tingui un interès econòmic directe. Només així s'entén que Trump demanés al president ucraïnès Volodímir Zelenski accés a les seves terres rares a canvi d'ajudar-lo a defensar-se del seu invasor.

Però els Estats Units d'Amèrica hauran de pagar un preu molt alt per aquest canvi; continuaran sent el país més poderós del món, però passarà a ser un país més, sense capacitat de dictar les normes del joc. Nova York deixarà de ser l'única opció si vols treure la teva empresa a borsa; Califòrnia deixarà de ser l'única opció per fundar una empresa innovadora; el dòlar deixarà de ser la teva única opció per garantir la seguretat dels teus estalvis; els bons americans deixaran de ser l'actiu sobre el qual es posa preu a tota la resta; i passarem d'una força militar unipolar que garantia un cert ordre, a una barreja multipolar amb un alt risc de xoc geopolític.

L'impacte més important d'aquest canvi de paradigma serà que els països ja no es coordinaran entre ells per obtenir els millors resultats per al conjunt del sistema; a partir d'ara competiran amb la creença que, desaparegut l'àrbitre, tot s'hi val per aconseguir un avantatge competitiu que perjudiqui l'altre.

De la Pax Americana a l'America First. Resulta difícil d'entendre que hagin estat els mateixos Estats Units qui hagin acabat amb aquest equilibri; creiem que és l'error polític més gran de la història recent i que no té marxa enrere. La guerra aranzelària acabarà: o perquè Trump es rendirà quan les conseqüències siguin palpables, o perquè els republicans del Congrés americà es revolucionaran contra el president quan vegin les enquestes, o simplement perquè algun tribunal les frenarà. Però ja serà massa tard; els Estats Units hauran demostrat al món sencer que no són de fiar.

En un món tan convuls, sí que hi ha una cosa que no canviarà. A Hanway Capital, la nostra obsessió continuarà sent la paciència i la diversificació en diferents actius, per garantir la preservació del vostre patrimoni i generar retorns estables a llarg termini. Això implicarà mirar molt més enllà dels Estats Units.

Informe de gestió

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

- 1. Posició en renda variable:** El primer trimestre de l'any a les borses no ha estat excepcional quant al resultat final; l'índex mundial ha caigut gairebé un 2%. Les diferències geogràfiques, en canvi, sí que han estat notables: la borsa europea ha pujat més d'un 6% mentre l'americana es va deixar el 4%. Des del canvi de segle, aquesta ha estat només la segona vegada que la renda variable europea supera els Estats Units més d'un 10%. La contribució de l'actiu al resultat de Hanway ha estat positiu en un **+1,1%**, en part gràcies a la important revaloració de les empreses de defensa europees després de la desastrosa reunió de Trump amb Zelenski al Despatx Oval. Aprofitem aquest repunt per vendre la posició després d'un any invertits.
- 2. Posició en volatilitat:** Amb el retorn de Trump a la Casa Blanca, la volatilitat torna a ser un actiu rellevant. El nou president és cada dia la notícia principal dels telenotícies de tot el món, i amb els seus continus canvis de semblar mou els mercats al seu gust. Des que va començar l'any, els moviments de les borses han passat de fer una mitjana d'un 0,8% de moviment diari a un 1,6%. Les nostres posicions de volatilitat han aportat un **+2,6%** al resultat del fons.
- 3. Posició en divises:** El 2025 va començar amb la mateixa tendència de dòlar fort amb què va acabar l'any anterior; arribats gairebé a paritat amb el dòlar, vam decidir tancar la nostra posició en divises després de considerar que ja havia fet prou recorregut. Des de llavors, l'euro ha iniciat un rebot considerable arran que Alemanya trenqués el sostre de deute per finançar un rearmament del continent. Ara mateix no tenim cap posició en divises, que han restat un **-0,1%** al resultat global.
- 4. Posició en or:** La incertesa creada per Donald Trump ha empès l'or al seu millor trimestre des del 1986, arribant per primera vegada als 3.000\$ per unça. Es tracta d'una de les nostres inversions amb més convicció, atès que la caiguda dels EUA com a referent del mercat financer instarà molts bancs centrals a diversificar les reserves més enllà del dòlar. Aquest trimestre, l'or ha aportat un **+2,0%** a la rendibilitat.
- 5. Posició en futurs de renda fixa:** El 2022, vam avisar que, davant una caiguda de les borses provocada per la inflació, els bons no servien com a protecció. Ara, tanmateix, creiem que funcionaran en el proper cicle, sobretot si és causat per un alentiment econòmic. Aquesta nova posició ha ajudat el fons en un **+0,6%**.
- 6. Posició en matèries primeres:** A la nostra posició en urani, li hem afegit posicions en altres *commodities* més lligats al cicle econòmic. Aquests últims han ajudat a compensar les baixades de l'urani, cosa que ha provocat que l'actiu ni sumi ni resti al resultat final del trimestre.

"Només hi ha dues palanques que moguin els homes: la por i l'interès"

- Napoleó Bonaparte

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%
2025	3.6%	3.4%	-0.8%										+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 resumits 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 Balmes 188
08006 Barcelona
+34 93 152 10 28