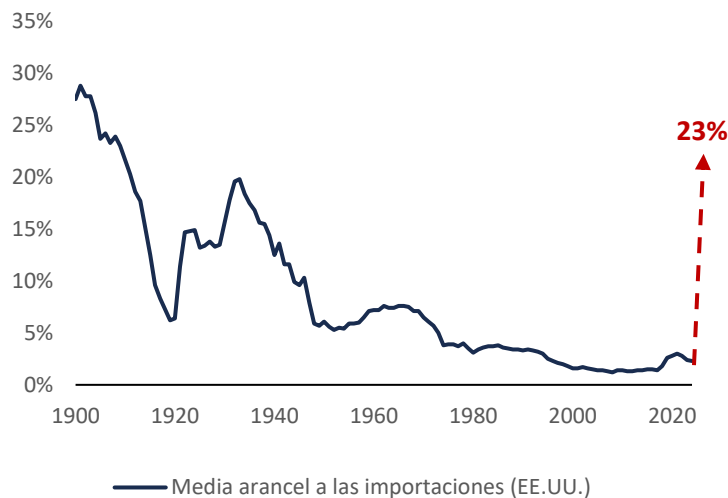


## Informe de gestión Q1 2025

Estimados inversores,

Hanway Capital Fund ha obtenido un **retorno del +6,2% este trimestre** alcanzando un precio por acción de **158,4€** neto de comisiones. En apenas 100 días, Donald Trump ha disipado todas las dudas sobre cuál será la línea de su segundo mandato: esta vez el vértigo del poder no le hará moderar sus políticas. Como primera medida de calado, el presidente ha iniciado una guerra arancelaria sin precedentes, elevando los aranceles en Estados Unidos a niveles no vistos desde finales del siglo XIX. Resulta difícil imaginar un cambio de rumbo más disruptivo: de un solo plumazo, ha volado por los aires la arquitectura institucional que ha permitido la etapa más prospera de la humanidad, ha provocado un shock al comercio internacional que podría ser incluso más perjudicial que la pandemia, y ha llevado a las bolsas americanas a cerrar su peor trimestre en términos relativos en 23 años. El inquilino de la Casa Blanca parece más bien un pirómano jugando con un bidón de gasolina: mientras escribimos estas líneas, los aranceles del 100% entre EE.UU. y China significan en la práctica la interrupción total del comercio entre las dos mayores economías del mundo.

**Los aranceles de Estados Unidos en máximos desde hace un siglo**



### El Monte McKinley

En nuestra última comunicación explicamos la enorme incertidumbre que generaba en los mercados no saber a quién iba a escuchar Donald Trump cuando iniciase su segunda etapa como 47º presidente: a sus votantes, a sus donantes, o a su propio instinto. Pues bien, los peores presagios se han confirmado: Trump, que ya no necesitará nunca más ni el voto de sus ciudadanos ni el dinero de sus patrocinadores, hará esta vez lo que le dicte su olfato de hombre de negocios.

Lo cierto es que las señales estaban ahí para quien quisiera verlas. El pasado 20 de enero, Trump decidió entre sus primeras ordenes ejecutivas cambiar el nombre de la montaña más alta de Norte América. El Monte Denali pasaba a llamarse Monte McKinley, en honor a un expresidente americano del siglo pasado.

William McKinley fue presidente desde 1897 hasta su asesinato en 1901. Es conocido principalmente por haber sido un gran defensor del proteccionismo industrial en EE.UU., subiendo los aranceles a niveles históricamente altos para proteger la manufactura nacional. Durante su época como congresista promovió el McKinley Tariff Act, una de las leyes arancelarias más polémicas de la historia económica de Estados Unidos. Posteriormente como presidente dobló la apuesta aprobando el Dingley Act, que llevó los aranceles a su máximo histórico, un 47%. Su política exterior también consolidó un cambio de rumbo expansionista con la anexión de Puerto Rico, Guam y las Filipinas tras la guerra hispanoamericana.

Donald Trump es un ferviente admirador de este olvidado presidente americano. Fue al único que mencionó durante su discurso inaugural el pasado 20 de enero cuando prometió que “volveremos a seguir la visión de grandes líderes estadounidenses como William McKinley, que creían en los aranceles para proteger a los trabajadores americanos”. Un siglo después, Donald Trump rescata esa lógica para, tras varios amagos, apretar el botón nuclear arancelario el “Día de la Liberación”. La gran diferencia es que McKinley estaba construyendo un imperio; Trump parece dispuesto a dismantelar el suyo.

Trump comete un enorme error al interpretar la situación económica de Estados Unidos. Parte de un análisis totalmente tergiversado, en el que supuestamente todos los países abusan de EE.UU. y por eso tiene un gran déficit en la balanza comercial. La balanza comercial de un país es la diferencia entre las exportaciones y las importaciones; si un país importa más de lo que exporta, como EE.UU., tiene un déficit comercial.

En la práctica, si eres una economía pequeña con una moneda débil, un déficit comercial sostenido puede ser peligroso. El país se descapitalizaría si no generase suficientes reservas, provocando devaluaciones en su divisa, inflación y hasta una crisis de la balanza de pagos. La desconfianza le cerraría el acceso al crédito internacional, y podría acabar quebrando; es el caso, por ejemplo, de Argentina en 2001 o Sri Lanka en 2022.

Pero Estados Unidos es la mayor economía del mundo y controla la moneda reserva por excelencia: el dólar americano. Esto le otorga un privilegio enorme: puede pagar su déficit comercial simplemente emitiendo más dólares, porque siempre existirá demanda. Es lo que se conoce en la jerga financiera como su “privilegio exorbitado”. Esto implica que el balance comercial de EE.UU. sea totalmente irrelevante, porque a la práctica es imposible que impague.

Este privilegio exorbitado ha permitido a más de 300 millones de americanos alcanzar el nivel de vida más alto de la historia del mundo. Para ponerlo en contexto, actualmente el estado más pobre de Estados Unidos, Misisipi, tiene un PIB per cápita superior al del Reino Unido, Francia o Alemania. Además, este orden mundial ha visto a más de mil millones de personas salir de la pobreza extrema a medida que la producción de bienes se ha trasladado de Occidente a Oriente: lo que en las escuelas de negocios se conoce como un win-win.

Pero según el secretario de Comercio americano, Howard Lutnik, el déficit comercial de EE.UU. es un grave problema porque hace que los demás países se apropien del dinero americano. Es decir, le parece un mal negocio intercambiar dólares creados de la nada por productos reales cuya producción cuesta ingentes recursos al resto del mundo. Mientras el mundo exporta bienes, los americanos exportan dólares. Pero es que, además, al contrario de lo que cree Lutnik, esos dólares no se quedan en los países exportadores, si no que regresa a EE.UU. en forma de inversión, cuando el resto del mundo compra acciones y bonos americanos. En otras palabras, su enorme déficit comercial no solo no perjudica a EE.UU., si no que les beneficia.

## Un cisne naranja

Desde que el 2 de abril Donald Trump presentara pizarra en mano sus planes en materia comercial las bolsas mundiales no han parado de caer en picado; nadie estaba preparado para un cisne negro de tal magnitud. A pesar de que la inquietud en las bolsas empezó en febrero cuando el presidente americano empezó a amenazar con aranceles a sus principales socios comerciales (China, México y Canadá), ningún analista tenía entre sus peores pronósticos lo que ha acabado sucediendo. Trump anticipó la jornada como uno de los días más importantes de la historia estadounidense, y no le faltó razón. Su "Día de la Liberación" supone el abandono total del orden comercial mundial y la vuelta a un modelo proteccionista del siglo XIX.

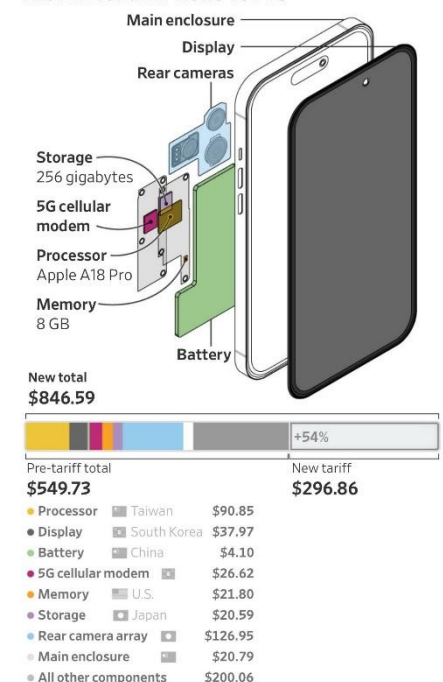
En el mejor de los casos, a todos los productos que entren en Estados Unidos se les aplicará un arancel del 10% como mínimo. A partir de ahí, la situación empeora: se aplicará un gravamen del 20% a la Unión Europea, un 24% a Japón, un 27% a India, un 46% a Vietnam y un 104% a China. Los números son tan disparatados como su razonamiento. Tirando de un cálculo insólito, ha decidido gravar de manera "recíproca" a todos los países que tienen un déficit comercial con EE.UU. indistintamente del arancel real que les aplicaba a ellos. La falta de seriedad de la administración ha llevado incluso al ridículo de gravar con un 10% a las Islas Heard y McDonald, situadas en el índico con una población de unos miles de pingüinos, y cero seres humanos.

El arancel promedio de EE.UU. se disparará a su nivel más alto en un siglo, pero el mundo ha cambiado mucho desde entonces. Hoy en día, las cadenas de suministro son tremendamente complejas; después de décadas de estabilidad mundial en lo que al comercio se refiere, la globalización ha permitido una eficiencia extraordinaria en la producción de bienes. Cuando compramos un producto, probablemente no seamos conscientes de que los diferentes componentes provienen de 50 países diferentes. Detectar la trazabilidad de todos ellos es complicadísimo, y por eso es demasiado temprano para prever cual será el impacto real de estos aranceles en las empresas y en la economía.

Si los aranceles se aplican tal cual han sido planteados, lo que sí podemos esperar es un repunte inmediato de la inflación. Después de tres años de una exitosa batalla por parte de los bancos centrales donde han conseguido contener la inflación sin provocar una recesión, cosa que prácticamente nunca se había conseguido, un arancel promedio del 24% tendrá un impacto brutal en los precios. Irónicamente, serán las mismas clases populares que han aupado a Trump al poder quienes se verán más perjudicadas. Sus comentarios del fin de semana de que "no le importa en absoluto" el aumento de los precios de los automóviles parecen ignorar que Biden perdió las elecciones por el descontento que provocó la inflación entre la población.

Quien también notará inmediatamente el impacto de los aranceles serán las empresas: no es evidente que todas ellas puedan pasar al consumidor el nuevo gravamen. Las empresas americanas cotizan a múltiplos altos en bolsa precisamente por los grandes márgenes de los que disfrutan; con el nuevo impuesto, todo aquello que no consigan pasar al consumidor final con subidas de precio, tendrán que asumirlo reduciendo sus beneficios.

The Bill for an iPhone 16 Pro



Cogiendo el iPhone como ejemplo, el Wall Street Journal nos muestra en un infográfico como su coste de producción se dispararía un 54% (y esto es previo al 50% adicional que Trump ha impuesto después que China tomase represalias, lo que aumentaría el arancel hasta el 104%).

Estamos ante un cambio de paradigma absoluto. El mundo está pasando de un modelo económico centrado en la "eficiencia" gracias a un orden basado en reglas (1945-2020) a un modelo pendiente de la "resiliencia" sustentado por diferentes esferas de influencia (a partir de 2020). Esta desglobalización forzada solo puede traer más inflación, menor crecimiento económico y mayor inestabilidad geopolítica.

### **De la Pax Americiana al America First**

Puede parecer una hipérbole, pero creemos firmemente que en apenas tres meses la Administración Trump ha logrado dinamitar para siempre el orden económico y geopolítico mundial que habría prevalecido desde el final de la Segunda Guerra Mundial; ya nada volverá a ser lo mismo. Una rotura de confianza de estas dimensiones es definitiva y el desmantelamiento de la Pax Americana no ha hecho más que empezar.

Una Pax Americana que, pese a que Donald Trump crea que perjudica a su país, fue diseñada a la carta por ellos mismos y les puso en bandeja la hegemonía mundial. Durante casi un siglo han tenido el privilegio de dictar las normas del juego de forma unilateral: las reglas del comercio, de la propiedad intelectual, de las finanzas, de la cultura y de la guerra. Todo giraba alrededor del ritmo que marcaba América usando instituciones que, si no controlaban directamente, tutelaban: la ONU, el Banco Mundial, la OMS, el FMI, la OTAN, incluso Hollywood, Silicon Valley y Wall Street. Esto era la Pax Americana.

A cambio, EE.UU. solo debía ofrecer dos cosas al resto del mundo: la paz global, que proporcionaba a través de un ejército presente por todo el globo, y el acceso sin restricciones al mercado americano, con unos consumidores insaciables que además tienen un alto poder adquisitivo. A nosotros nos parece que era un excelente pacto para Estados Unidos y que le ha beneficiado enormemente, pero claramente la actual administración no comparte nuestra opinión y ha decidido volarlo por los aires. A partir de ahora, el acceso al mercado americano ya no será igual para todos; las empresas americanas tendrán preferencia. Y el ejército americano ya no ejercerá de árbitro mundial: solo intervendrá en aquellos conflictos en los que tenga un interés económico directo. Solo así se entiende que Trump pidiera al presidente ucraniano Volodimir Zelensky acceso a sus tierras raras a cambio de ayudarlo a defenderse de su invasor.

Pero EE.UU. deberá pagar un alto precio por este cambio; seguirá siendo el país más poderoso del mundo, pero pasará a ser un país más, sin capacidad de dictar las normas del juego. Nueva York dejará de ser la única opción si quieres sacar tu empresa a bolsa; California dejará de ser la única opción donde fundar una empresa innovadora; el dólar dejará de ser tu única opción para garantizar la seguridad de tus ahorros; los bonos americanos dejarán de ser el activo sobre el que se pone precio a todo lo demás; y pasaremos de una fuerza militar unipolar que garantizaba cierto orden, a una mezcla multipolar con un alto riesgo de choque geopolítico.

El impacto más importante de este cambio de paradigma será que los países ya no se coordinarán entre ellos para obtener los mejores resultados para el conjunto del sistema; a partir de ahora competirán con la creencia de que, desaparecido el árbitro, todo vale para lograr una ventaja competitiva que perjudique al otro.

De la Pax Americana al America First. Resulta difícil de entender que haya sido el propio Estados Unidos quien haya terminado con este equilibrio; creemos que es el error político más grande de la historia reciente, y que no tiene marcha atrás. La guerra arancelaria acabará: o porque Trump se rendirá cuando las consecuencias sean palpables, o porque los republicanos del Congreso americano se revolucionarán contra su presidente cuando vean las encuestas, o simplemente porque algún tribunal las frenará. Pero ya será demasiado tarde; Estados Unidos habrá demostrado al mundo entero que no es de fiar.

En un mundo tan convulso, sí que hay algo que no cambiará. En Hanway Capital, nuestra obsesión seguirá siendo la paciencia y la diversificación en diferentes activos, para garantizar la preservación de vuestro patrimonio y generar retornos estables a largo plazo. En los próximos años, eso implicará mirar mucho más allá de Estados Unidos.

## Informe de gestión

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

- 1. Posición en renta variable:** El primer trimestre del año en las bolsas no ha sido excepcional en cuanto al resultado final; el índice mundial apenas ha caído un 2%. Las diferencias geográficas, en cambio, sí han sido notables: la bolsa europea ha subido más de un 6% mientras la americana se dejó el 4%. Desde el cambio de siglo, esta ha sido solo la segunda vez que la renta variable europea supera a Estados Unidos en más de un 10%. La contribución del activo al resultado de Hanway ha sido positivo en un **+1,1%**, en parte gracias a la importante revalorización de las empresas de defensa europeas tras la desastrosa reunión de Trump con Zelensky en el Despacho Oval. Aprovechamos ese repunte para vender la posición tras un año invertidos.
- 2. Posición en volatilidad:** Con el retorno de Trump a la Casa Blanca, la volatilidad vuelve a estar en boca de todos. El nuevo presidente es cada día la noticia principal de los telediaris de todo el mundo, y con sus continuos cambios de parecer mueve los mercados a su antojo. Desde que empezó el año, los movimientos de las bolsas han pasado de promediar un 0,8% de movimiento diario a un 1,6%. Nuestras posiciones de volatilidad han aportado un **+2,6%** al resultado del fondo.
- 3. Posición en divisas:** El 2025 empezó con la misma tendencia de dólar fuerte con la que terminó el año anterior; llegados casi a paridad con el dólar, decidimos cerrar nuestra posición en divisas tras considerar que ya había hecho su recorrido. Desde entonces, el euro ha iniciado un rebote considerable a raíz de que Alemania rompiera su techo de deuda para financiar un rearme del continente. Ahora mismo no tenemos ninguna posición en divisas, que han restado un **-0,1%** al resultado global.
- 4. Posición en oro:** La incertidumbre creada por Donald Trump ha empujado al oro a su mejor trimestre desde 1986, alcanzando por primera vez los \$3,000 por onza. Se trata de una de nuestras inversiones con mayor convicción, dado que la caída de EE.UU. como referente del mercado financiero instará a muchos bancos centrales a diversificar sus reservas más allá del dólar. Este trimestre, el oro ha aportado un **+2,0%** a la rentabilidad.
- 5. Posición en futuros de renta fija:** En 2022, avisamos de que, ante una caída de las bolsas provocada por la inflación, los bonos no iban a servir como protección. Ahora, sin embargo, creemos que funcionarán en el próximo ciclo, sobre todo si viene dado por una ralentización económica. Esta nueva posición ha ayudado al fondo en un **+0,6%**.
- 6. Posición en materias primas:** A nuestra posición en uranio, le hemos añadido posiciones en otras commodities más ligadas al ciclo económico. Estas últimas han ayudado a compensar las bajadas del uranio, lo que ha provocado que el activo ni sume ni reste al resultado final del trimestre.

*“Sólo hay dos palancas que muevan a los hombres: el miedo y el interés”*

- Napoleón Bonaparte

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           |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------------|
| <b>2019</b> | -     | -     | -     | -     | -     | -     | -     | -     | -     | -     | -0.4% | 1.2%  | <b>+0.8%</b>  |
| <b>2020</b> | -2.9% | -3.0% | 18.3% | 4.6%  | -0.4% | 3.2%  | -2.3% | 0.5%  | -2.7% | -1.9% | 9.1%  | 3.8%  | <b>+27.0%</b> |
| <b>2021</b> | -1.9% | 2.8%  | 3.0%  | 1.2%  | 0.6%  | 0.9%  | -0.8% | 1.5%  | -1.1% | 2.4%  | 1.3%  | 3.1%  | <b>+13.7%</b> |
| <b>2022</b> | -1.7% | 0.0%  | 2.1%  | 1.8%  | 0.8%  | -6.1% | 3.0%  | 2.6%  | 2.1%  | 1.9%  | -2.2% | -1.7% | <b>+2.0%</b>  |
| <b>2023</b> | 1.1%  | 0.5%  | -3.1% | -1.0% | -1.2% | -3.7% | -0.1% | 1.2%  | 1.6%  | 0.2%  | -1.0% | 0.2%  | <b>-5.4%</b>  |
| <b>2024</b> | -2.5% | 0.2%  | -1.5% | -3.8% | 4.3%  | 1.3%  | 2.2%  | -5.2% | 4.0%  | -0.4% | 9.3%  | -1.1% | <b>+6.2%</b>  |
| <b>2025</b> | 3.6%  | 3.4%  | -0.8% |       |       |       |       |       |       |       |       |       | <b>+6.2%</b>  |

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 Balma 188  
08006 Barcelona  
+34 93 152 10 28