

15 de juliol de 2025

Informe de gestió Q2 2025

Benvolguts inversors,

Hanway Capital Fund ha obtingut un **retorn del +2,1% aquest trimestre**, assolint un preu per acció de **161,8€** net de comissions, això situa la **rendibilitat acumulada d'enguany en el +8,5%**. El *totum revolutum* a què ens té acostumats l'administració Trump ha continuat durant el segon trimestre. Al mes d'abril vam veure com els aranzels més alts de l'últim segle, anunciats al "Liberation Day", van provocar una caiguda borsària del 20%. Tot just una setmana més tard, el president americà va haver de suspendre la seva aplicació durant 90 dies per frenar una sagnia als mercats que enfonsava alhora les seves accions, la seva divisa i els seus bons.

Durant aquest trimestre també s'ha consumat l'esperat xoc entre l'Iran i Israel amb la participació de bombarders americans, i la guerra d'Ucraïna continua sense previsió de resoldre's. Ens agradaria dedicar aquesta carta a aprofundir en el canviant ordre mundial i els nous equilibris de poder, per tenir una millor comprensió de les dinàmiques que s'estan donant a nivell geopolític. Paral·lelament, la velocitat a la qual s'està degradant l'arquitectura democràtica dels Estats Units no fa sinó aplanar el camí als enemics de l'actual ordre mundial.



La triple aliança contra l'ordre liberal

Des de fa uns anys, i especialment des del 2020, convivim amb la sensació que la història s'està accelerant. Quan encara estem digerint el darrer titular, ens aclapara el següent que és encara més alarmant. No és una mera sensació. Hi ha una amenaça real a l'ordre liberal mundial establert per Occident després de la Segona Guerra Mundial, i consolidat amb el col·lapse de la Unió Soviètica i la fi de la Guerra Freda. Un ordre, que semblava tan estable, que alguns optimistes es van aventurar a anomenar-lo "La fi de la història". Una il·lusió mitjançant la qual, un cop derrotat el sistema comunista de l'URSS, s'estendria per tot el món un sistema de lliure mercat basat en la democràcia liberal i els drets humans.

En comptes d'això, estem presenciant una clara reculada en el lideratge americà, provocada per una política exterior erràtica iniciada pels neoconservadors després de l'11S que Obama no va saber rectificar amb el seu multilateralisme. La Unió Europea, fruit de la manca d'unitat i autonomia estratègica, viu en una letargia que li impedeix actuar com un veritable líder. Corre el

risc de fer bo el presagi de l'últim Alt Representant de la UE, Josep Borrell, que va dir que “qui no sigui a taula, probablement formarà part del menú”.

Aquesta reculada del bloc Occidental es aprofitada per l'aliança estratègica que formen la Xina, Rússia i l'Iran, que té l'objectiu comú d'enderrocar un ordre liberal mundial que consideren que frena les seves ambicions. Encara que Beijing, Moscou i Teheran no comparteixen una cosmovisió ni ideologia comuna —tenen visions del món diferents i un passat marcat per friccions—, sí que coincideixen a tenir un adversari compartit: els Estats Units, Occident i la seva influència global.

D'aquí la nostra insistència en què no es poden comprendre ni analitzar els conflictes geopolítics actuals sense entendre que aquesta triple aliança està coordinada per confrontar Occident en tots els escenaris seguint una dinàmica de blocs molt semblant a la de la Guerra Freda. Els conflictes ja no són aïllats sinó expressions locals d'una lluita global entre dues maneres d'entendre el món.

Aquesta coordinació entre Xi Jinping, Vladímir Putin i Ali Khamenei es pot veure en múltiples fronts: tant en la complicitat diplomàtica i financera que Rússia ha rebut de la Xina, com en el suport logístic i tecnològic en forma de drons iranians que inunden el cel d'Ucraïna. També en l'aspiració iraniana de crear un gran arc xiïta des de Beirut fins a Teheran que hagués estat insostenible sense el suport rus al règim sirí de Bashar Al-Assad, que a canvi donava a Rússia presència militar a la Mediterrània.

La viabilitat econòmica del mateix règim dels aiatol·làs davant les fortes sancions internacionals només s'entén amb el suport que rep per part de la Xina, que compra el 90% del cru que produeix. Per aquesta mateixa raó era fàcil preveure que, després dels bombardejos americans, l'amenaça del parlament iranià de bloquejar l'Estret d'Ormuz quedaria en paraules buides. Executar el bloqueig hauria perjudicat principalment els interessos xinesos, que són els que sostenen el règim.

L'estratègia d'aquest eix autocràtic passa per donar-se suport mútuament a tots els conflictes globals, fomentant aliances amb països tercers que comparteixen la seva oposició a l'ordre occidental: Bolívia, Veneçuela, Afganistan o Corea del Nord. Fins i tot diversos estats africans del Sahel (Mali, Burkina Faso, Níger) han patit els últims anys cops d'estat afavorits pel grup de mercenaris rus Wagner, allunyant-se així de la influència francesa i americana. Això ha provocat un progressiu alineament de moltes regions del món en funció d'aquesta nova polarització, amb exemples clars a Amèrica Llatina, Orient Mitjà o el Sud-est Asiàtic.

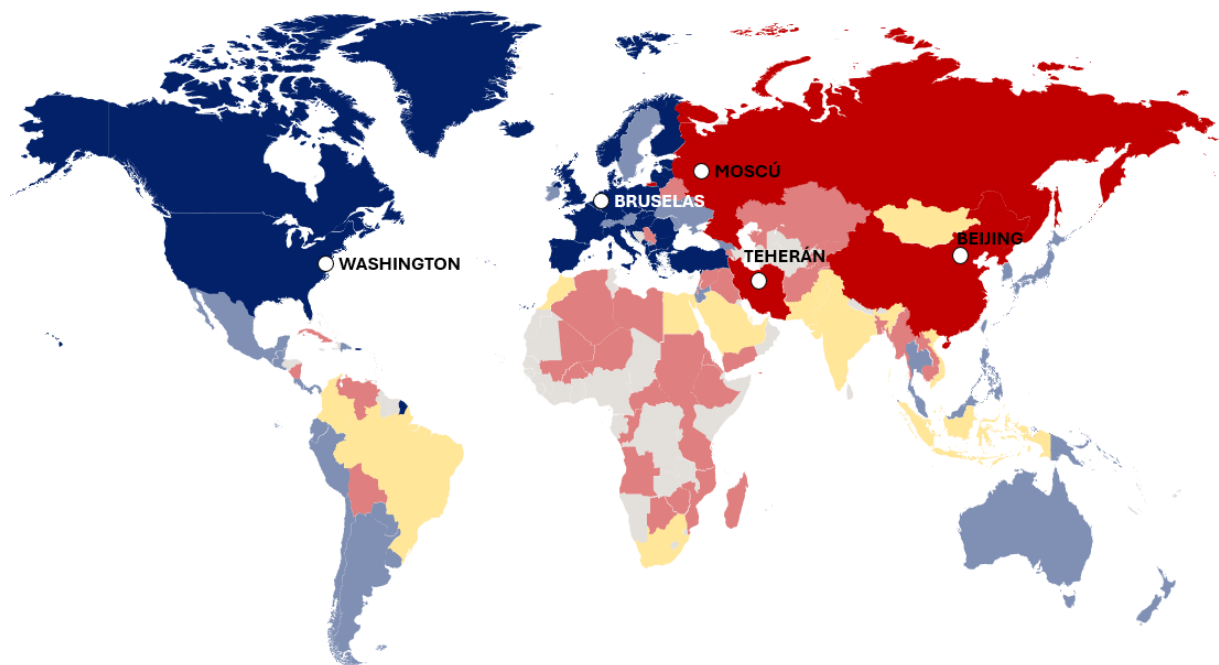
Els Estats Units, per la seva banda, responen amb una estratègia més aviat conservadora: intenten mantenir l' statu quo, evitar escalades militars i gestionar els conflictes de manera aïllada i quirúrgica. El seu gran objectiu és evitar a tot preu que la situació escali fins al punt d'ebullició, que faria més realista un escenari de xoc directe entre els dos blocs, és a dir, una Tercera Guerra Mundial.

Aquesta actitud es veu en la prudència amb què proveeix d'armes a Ucraïna, mentre intenta forçar-la a una capitulació. També en la seva exigència a Israel a acatar un alto el foc tot just 12 hores després del bombardeig al programa nuclear iranià, o en el suport tàcit a Taiwan sense arribar a comprometre's a defensar-lo fent gala de la seva “ambigüitat estratègica”. No oblidem que tot i ser el conflicte menys actiu, Taiwan és el punt més calent de la terra que podria portar a una confrontació directa entre els Estats Units i la Xina; hem d'estar alerta.

És també per aquest motiu pel qual Donald Trump no aconsegueix entendre's amb Vladímir Putin per frenar la guerra d'Ucraïna. Tot i que el president americà sent certa devoció pel líder rus, les dinàmiques actuals els impedeixen poder acostar-se: no hi ha cap escenari en què Putin s'aproximi als Estats Units i traeixi la seva aliança amb Xi Jinping. Rússia avui depèn enterament de la Xina, i si ni tan sols els aliats històrics dels Estats Units es poden refiar de Donald Trump, encara menys ho farà Vladímir Putin.

No oblidem que només 20 dies abans de la invasió a gran escala d'Ucraïna, Putin va ser convidat a la Xina amb tots els honors per inaugurar els Jocs Olímpics d'Hivern. Va ser aquí on van signar una declaració conjunta de cooperació i rebuig a l'hegemonia nord-americana i a l'ordre liberal occidental i van batejar la seva aliança “d'amistat sense límits”. Un any més tard, Xi s'acomiadava de Putin després d'una visita d'Estat amb un xiuxiueig que van captar les càmeres: “s'acosta un canvi que no s'ha produït en 100 anys, i estem impulsant aquest canvi junts”.

En definitiva, el món actual s'organitza al voltant de dos grans blocs: l'ordre liberal liderat pels Estats Units i l'OTAN, i l'aliança estratègica de règims autocràtics formada per la Xina, Rússia i l'Iran. Això s'expressa en múltiples fronts: Ucraïna, el Pròxim Orient, el Sahel, Corea, i en un futur potser Taiwan, i implica tant aliances fermes com equilibris tàctics. Entendre la geopolítica actual requereix identificar aquests dos pols, els països que s'hi alineen i els que, per contra, oscil·len entre els dos blocs intentant obtenir avantatges estratègics de la seva ambigüitat (Índia, Brasil, Sud-àfrica, Turquia). Tot i els matisos i les circumstàncies regionals, tots ells amaguen una pugna global que, si bé no és encara una guerra mundial, configura ja una nova etapa de confrontació sistèmica.



Estats Desunits d'Amèrica

Malgrat la creixent amenaça contra l'ordre liberal, el bloc Occidental es troba en hores baixes pel que fa a la seva unitat. Des del retorn de Donald Trump a la Casa Blanca, estan saltant pels aires tots els codis de diplomàcia i aliances històriques. A Brussel·les, la sensació és que ja no es poden fiar del seu principal soci i que caldran reformes profundes per garantir-ne l'autonomia estratègica.

Els Estats Units es troben immersos en un retrocés democràtic, institucional i diplomàtic. L'administració de Trump funciona menys com un govern burocràtic i més com una cort reial, on el poder prové de la lleialtat directa al líder en lloc d'una jerarquia oficial. S'ha creat una xarxa clientelar on els afins a Trump prosperen i els seus detractors o crítics són apartats i humiliats. Trump està tensant totes les costures de l'arquitectura institucional americana mentre creix la polarització entre els ciutadans.

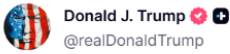


No volem sonar alarmistes: ni els Estats Units estan a punt d'una guerra civil, ni a punt d'esdevenir una dictadura autocràtica. Som plenament conscients de com n'és de robust el sistema democràtic americà amb els seus “*Checks and Balances*” clarament protegits a la Constitució. Per més que ara Trump tingui via lliure per fer i desfer com vulgui, tard o d'hora arribaran les resolucions judicials, i a la tardor de l'any que ve s'haurà d'enfrontar a les *midterms*: les eleccions parlamentàries que conformaran un nou Congrés on els Republicans podrien perdre la majoria.

Tot i això, el dany simbòlic i reputacional no és menor. Entre les múltiples gestes del president en aquesta versió 2.0, en destacàrem algunes de les més rellevants:

- Llançar una guerra comercial sense suport electoral, que farà que moltes empreses es replantegin la seva exposició al mercat americà. Acabin on acabin, els aranzels estan actualment al 16%, la xifra més alta de l'últim segle, i els seus efectes s'acabaran notant a l'atur, els beneficis empresarials i la inflació.
- Utilitzar la política aranzelària per pressionar un país estranger (Brasil) perquè retiri les causes judicials contra Jair Bolsonaro, un aliat seu.
- Alienar l'aliat americà més important (Unió Europea) en un discurs del seu vicepresident JD Vance a Múnic en què va acusar el bloc de manipular processos electorals.
- Incloure una clàusula a la seva llei pressupostària (*One Big Beautiful Bill Section 899*) que pretenia taxar arbitràriament els tenidors estrangers de deute americà que ell decidís.
- Tallar el finançament i dificultar l'accés a estrangers a universitats com Harvard per no combregar amb la seva ideologia, limitant-ne la capacitat per atraure i formar talent.
- Amenaçar el seu propi mecenes, Elon Musk, de ser deportat arbitràriament després de les diferències polítiques que han sorgit entre tots dos.
- Efectuar batudes policials sense garanties legals per deportar immigrants irregulars, que estan provocant manca de mà d'obra al sector de l'agricultura i l'hostaleria.

- Humiliar públicament i premeditadament aliats al despatx Oval: Zelenski (Ucraïna), Ramaphosa (Sud-àfrica), Merz (Alemanya) o Carney (Canadà).
- Posar en qüestió la independència de la Reserva Federal i assetjar constantment el governador Powell, que ell mateixa va nomenar el 2017, perquè abaixi els tipus d'interès.



Donald J. Trump
@realDonaldTrump

Jerome "Too Late" Powell, and his entire Board, should be ashamed of themselves for allowing this to happen to the United States. They have one of the easiest, yet most prestigious, jobs in America, and they have FAILED — And continue to do so. If they were doing their job properly, our Country would be saving Trillions of Dollars in Interest Cost. The Board just sits there and watches, so they are equally to blame. We should be paying 1% Interest, or better!



Donald J. Trump
@realDonaldTrump

"Too Late" Jerome Powell, of the Fed, will be in Congress today in order to explain, among other things, why he is refusing to lower the Rate. Europe has had 10 cuts, we have had ZERO. No inflation, great economy - We should be at least two to three points lower. Would save the USA 800 Billion Dollars Per Year, plus. What a difference this would make. If things later change to the negative, increase the Rate. I hope Congress really works this very dumb, hardheaded person, over. We will be paying for his incompetence for many years to come. THE BOARD SHOULD ACTIVATE. MAKE AMERICA GREAT AGAIN!

El nostre focus d'atenció és precisament en aquest darrer punt, ja que sense ser necessàriament el més greu, sí que pot ser el que marqui l'esdevenir dels mercats a la segona meitat de l'any. Fa mesos que Donald Trump està embrancat en una campanya d'assetjament i enderrocament contra el president de la Reserva Federal, Jerome Powell, demanant-li que baixi els tipus d'interès o deixi el càrrec a un altre que ho faci.

La Reserva Federal (Fed) va ser creada pel Congrés i respon al mateix. La Junta de Governadors és nomenada pel president i aprovada pel Senat, però la Fed té absoluta independència per decidir la política monetària. És a dir, les decisions de pujar o baixar els tipus d'interès s'han de prendre sense inferències de la branca executiva.

La Fed té un mandat dual: ha de mantenir l'estabilitat de preus i fomentar la màxima ocupació. En termes pràctics, si l'economia creix, la desocupació és baixa, i la inflació comença a despertar-se, la Fed hauria de pujar els tipus d'interès per refredar l'economia. Al contrari, si hi hagués una recessió i l'atur es disparés, baixarien els tipus d'interès per reactivar l'activitat.

El motiu pel qual la Fed ha de romandre estrictament independent és evident: la política monetària és capaç de frenar o accelerar una economia. Si un president tingués la capacitat d'influir en les seves decisions, sempre es veuria temptat a sobreescalfar l'economia ja que colliria els fruits d'aquesta política (l'atur baixaria immediatament) mentre que les conseqüències (una inflació més gran) les pagaria el següent en el càrrec.

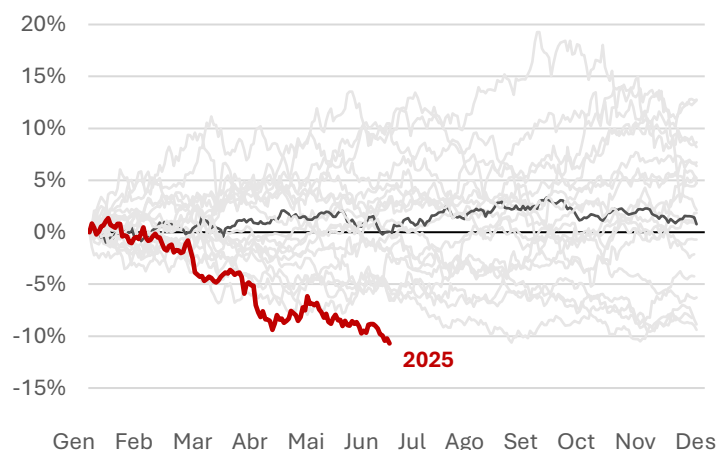
El diagnòstic actual no deixa lloc a dubtes: l'atur americà està a la franja de mínims històrics (4,1%) i la inflació se situa lleugerament per sobre de l'objectiu del 2% (c.3%). A més, l'impacte que puguin tenir els aranzels en la inflació encara està de veure. Per això, Jerome Powell i la seva junta consideren que encara no és el moment de baixar els tipus d'interès. Aquest fet té Donald Trump furios, ja que està convençut que una baixada de tipus d'interès l'ajudaria a finançar els enormes dèficits públics que el seu govern genera: actualment el pagament d'interessos del deute públic americà supera el pressupost en defensa.

Però el que sembla ignorar Trump és que el cost a què es finança el país el dicta el mercat, no la Fed. Si finalment es produeixen aquestes baixades de tipus, però els inversors interpreten que la Fed ha abandonat el seu mandat de controlar la inflació, els interessos a terminis més llargs,

que tenen un impacte més gran en el cost de finançament, podrien disparar-se, generant una crisi de deute de conseqüències impredecibles.

Per això estem molt atents als intents de pervertir la independència de la Reserva Federal. Salvant les distàncies, Veneçuela o Turquia són clars exemples del què passa quan els bancs centrals perden la independència per obeir el president: els inversors fugen espantats. De fet, la manca de confiança i el nerviosisme per part dels inversors internacionals s'està començant a notar: no és casualitat que el dòlar americà visqui el seu pitjor any des de fa dues dècades.

El dòlar americà viu el seu pitjor any de les darreres dues dècades



Com comentem a la [carta anterior](#), estem transitant de la Pax Americana, a l'Amèrica First. Això comportarà profunds canvis en les relacions internacionals i els fluxos comercials i de capital. **Hanway Capital continuarà sent el vostre major aliat per garantir que el vostre patrimoni transita satisfactòriament cap a aquest nou ordre mundial. El nostre objectiu és preservar i revalorar el vostre capital davant d'una previsible dècada convulsa.**

Informe de gestió

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

- 1. Posició en renda variable:** La decisió de protegir la divisa o no està marcant l'esdevenir de les inversions en renda variable. Per a un inversor europeu que va invertir en borsa americana, per exemple, el trimestre ha estat espectacular (+10%), o mediocre (+1%) depenent d'això. Hanway sí que va protegir les divises a principis d'any, si bé el nostre posicionament en renda variable és conservador i ha estat per sota del 50%. A més, hem reduït lleugerament la nostra exposició als EUA per augmentar-la a Europa: malgrat el lideratge indiscutible de les empreses tecnològiques americanes, no descartem que els 15 anys ininterromputs de domini americà a les borses, arribés al seu apogeu el 2024. La contribució d'aquesta posició al resultat del fons ha estat **+2,1%**.
- 2. Posició en volatilitat:** Encara que semblés impossible el 8 d'abril, quan l'S&P 500 queia un 20% des de màxims, la volatilitat ha baixat aquest trimestre. El VIX, índex de referència de volatilitat, va començar l'abril als 22 punts per disparar-se per sobre dels 50 punts els dies posteriors a l'anunci dels aranzels. Tot i això, els titubejos de Trump a l'hora d'implementar aquests aranzels han portat a la volatilitat a tancar el juny per sota els 17 punts. Tot i que es comença a acostar a nivells atractius, la veritat és que la volatilitat esperada cotitza molt per sobre de la que estem veient: sens dubte una conseqüència més de la imprevisibilitat del president americà. La nostra posició en volatilitat ens ha restat un **-1,3%**.
- 3. Posició en or:** L'or ha mantingut la seva trajectòria ascendent, especialment el mes d'abril, quan va pujar un 5% fins als 3.400\$ per unça. Des d'aleshores s'ha mantingut en espera de nous catalitzadors que creiem que poden arribar en forma de nous conflictes entre l'administració americana i el seu banc central. Cal recordar que els períodes de devaluació del dòlar han estat històricament positius per a l'or, que passa a ser el valor refugi per excel·lència. Aquest trimestre, l'or ha aportat un **+0,7%**.
- 4. Posició en futurs de renda fixa:** A l'episodi de pànic d'abril, els bons sobirans van funcionar en un primer moment davant el temor a un alentiment econòmic, però ràpidament van desfer tot el guanyat quan els inversors van començar a vendre qualsevol actiu denominat en dòlars americans; tot apunta que aquesta va ser la causa que Trump canviés la seva postura respecte dels aranzels. Aquesta posició ha ajudat el fons en un **+0,2%** aquest trimestre.
- 5. Posició en matèries primeres:** L'urani ha tingut el millor trimestre en anys, cosa que ens ha permès compensar amb escreix els lleugers descensos que han patit altres matèries primeres més lligades al cicle econòmic. Al final del període, aquest actiu ha afegit un **+0,4%** al resultat final.

"Les nacions no tenen amics eterns ni enemics permanents. Només els seus interessos són eterns i permanents"

- Lord Palmerston

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%	-0.9%	-2.1%	3.1%	1.2%							+8.5%

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