

15 julio de 2025

## Informe de gestión Q2 2025

Estimados inversores,

Hanway Capital Fund ha obtenido un **retorno del +2,1% este trimestre** alcanzando un precio por acción de **161,8€** neto de comisiones, lo que sitúa la **rentabilidad acumulada en el año 2025 en +8,5%**. El *totum revolutum* al que nos tiene acostumbrados la administración Trump ha continuado durante el segundo trimestre. En el mes de abril vimos como los aranceles más altos del último siglo, anunciados en el “Liberation Day”, provocaron una caída bursátil del 20%. Apenas una semana más tarde, el presidente americano tuvo que suspender su aplicación durante 90 días para frenar una sangría en los mercados que hundía a la vez sus acciones, su divisa y sus bonos.

Durante este trimestre se ha consumado también el esperado choque entre Irán e Israel con la participación de bombarderos americanos, y la guerra de Ucrania sigue sin visos de resolverse. Nos gustaría dedicar esta carta a profundizar en el cambiante orden mundial y los nuevos equilibrios de poder, para tener una mejor comprensión de las dinámicas que se están dando a nivel geopolítico. Paralelamente, la velocidad a la que se está degradando la arquitectura democrática de Estados Unidos no hace sino allanar el camino a los enemigos del actual equilibrio mundial.



### La triple alianza contra el orden liberal

Desde hace unos años, y especialmente desde 2020, convivimos con la sensación de que la historia se está acelerando. Cuando aún estamos digiriendo el último titular, nos avasalla el siguiente que es aún más alarmante. No se trata de una mera sensación. Existe una amenaza real al orden liberal mundial establecido por Occidente tras la Segunda Guerra Mundial, y consolidado con el colapso de la Unión Soviética y el fin de la Guerra Fría. Un orden que parecía tan estable, que algunos optimistas se aventuraron a llamarlo “El fin de la historia”. Una ilusión mediante la cual, una vez derrotado el sistema comunista de la URSS, se extendería por todo el mundo un sistema de libre mercado basado en la democracia liberal y los derechos humanos.

En vez de eso, estamos presenciando un claro retroceso en el liderazgo americano, provocado por una política exterior errática iniciada por los neoconservadores tras el 11S que Obama no

supo rectificar con su multilateralismo. La Unión Europea, fruto de su falta de unidad y autonomía estratégica, vive en un letargo que le impide actuar como un verdadero líder. Corre el riesgo de hacer bueno el presagio del último Alto Representante de la UE, Josep Borrell, que dijo que “quien no esté en la mesa, probablemente estará en el menú”.

Este retroceso del bloque Occidental es aprovechado por la alianza estratégica que forman China, Rusia e Irán, que tiene el objetivo común de derrocar un orden liberal mundial que consideran frena sus ambiciones. Aunque Beijing, Moscú y Teherán no comparten una cosmovisión ni ideología común —tienen visiones del mundo distintas y un pasado marcado por fricciones—, sí coinciden en tener un adversario compartido: Estados Unidos, Occidente y su influencia global.

De ahí nuestra insistencia en que no se pueden comprender ni analizar los actuales conflictos geopolíticos sin entender que esta triple alianza está coordinada para confrontar a Occidente en todos los escenarios siguiendo una dinámica de bloques muy parecida a la de la Guerra Fría. Los conflictos ya no son aislados, sino expresiones locales de una lucha global entre dos maneras de entender el mundo.

Esta coordinación entre Xi Jinping, Vladimir Putin y Ali Khamenei puede verse en múltiples frentes: tanto en la complicidad diplomática y financiera que Rusia ha recibido de China, como en el apoyo logístico y tecnológico en forma de drones iraníes que inundan los cielos de Ucrania. También en la aspiración iraní de crear un gran arco chiíta desde Beirut hasta Teherán que hubiese sido insostenible sin el apoyo ruso al régimen sirio de Bashar Al-Ássad, que a cambio daba a Rusia presencia militar en el Mediterráneo.

La viabilidad económica del propio régimen de los ayatolás ante las fuertes sanciones internacionales solo se entiende con el apoyo que recibe por parte de China, que compra el 90% del crudo que produce. Por esa misma razón era fácil prever que, tras los bombardeos americanos, la amenaza del parlamento iraní de bloquear el Estrecho de Ormuz se iba a quedar en palabras vacías. Ejecutar el bloqueo hubiese perjudicado principalmente a los intereses chinos, que son quienes sostienen el régimen.

La estrategia de este eje autocrático pasa por apoyarse mutuamente en todos los conflictos globales, fomentando alianzas con países terceros que comparten su oposición al orden occidental: Bolivia, Venezuela, Afganistán o Corea del Norte. Incluso varios estados africanos del Sahel (Mali, Burkina Faso, Níger) han sufrido en los últimos años golpes de estado auspiciados por el grupo de mercenarios ruso Wagner, alejándose así de la influencia francesa y americana. Esto ha provocado un alineamiento progresivo de muchas regiones del mundo en función de esta nueva polarización, con ejemplos claros en América Latina, Oriente Medio o el Sudeste Asiático.

Estados Unidos, por su parte, responde con una estrategia más bien conservadora: intenta mantener el statu quo, evitar escaladas militares y gestionar los conflictos de forma aislada y quirúrgica. Su gran objetivo es evitar a toda costa que la situación escale hasta el punto de ebullición, que haría más realista un escenario de choque directo entre los dos bloques, es decir, una Tercera Guerra Mundial.

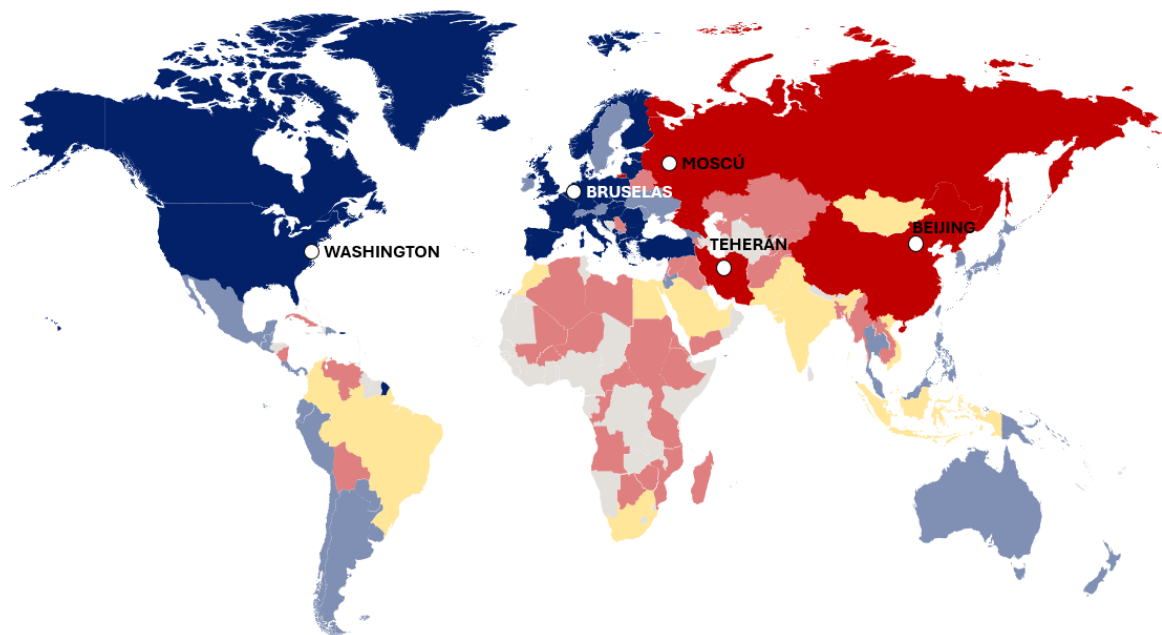
Esta actitud se ve en la prudencia con la que provee de armas a Ucrania, mientras a la vez intenta forzarla a una capitulación. También en su exigencia a Israel a acatar un alto al fuego apenas 12 horas después del bombardeo al programa nuclear iraní, o en el apoyo tácito a Taiwán sin llegar a comprometerse a su defensa haciendo gala de su “ambigüedad estratégica”. No olvidemos

que a pesar de ser el conflicto menos activo, Taiwán es el punto más caliente de la tierra que podría llevar a una confrontación directa entre Estados Unidos y China; debemos estar alerta.

Es también por ese motivo por el que Donald Trump no consigue entenderse con Vladimir Putin para frenar la guerra de Ucrania. A pesar de que el presidente americano siente cierta devoción por el líder ruso, las dinámicas actuales les impiden poder acercarse: no cabe ningún escenario en el que Putin se aproxime a Estados Unidos y traicione su alianza con Xi Jinping. Rusia hoy depende enteramente de China, y si ni si quiera los aliados históricos de Estados Unidos pueden fiarse de Donald Trump, aún menos lo hará Vladimir Putin.

No olvidemos que tan solo 20 días antes de la invasión a gran escala de Ucrania, Putin fue invitado a China con todos los honores para inaugurar los Juegos Olímpicos de Invierno. Fue ahí donde firmaron una declaración conjunta de cooperación y rechazo a la hegemonía estadounidense y al orden liberal occidental y bautizaron su alianza de “amistad sin límites”. Un año más tarde, Xi se despedía de Putin tras una visita de Estado susurrándole: “se avecina un cambio que no se ha producido en 100 años, y estamos impulsando ese cambio juntos”.

En definitiva, el mundo de hoy se organiza en torno a dos grandes bloques: el orden liberal liderado por Estados Unidos y la OTAN, y la alianza estratégica de regímenes autocráticos formada por China, Rusia e Irán. Esto se expresa en múltiples frentes: Ucrania, Próximo Oriente, el Sahel, Corea, y en un futuro quizás Taiwán, e implica tanto alianzas firmes como equilibrios tácticos. Entender la geopolítica actual requiere identificar estos dos polos, los países que se alinean con ellos y los que por lo contrario, oscilan entre ambos bloques intentando obtener ventajas estratégicas de su ambigüedad (India, Brasil, Sudáfrica, Turquía). A pesar de los matices y las circunstancias regionales, todos ellos esconden una pugna global que, si bien no es todavía una guerra mundial, configura ya una nueva etapa de confrontación sistémica.



## Estados Desunidos de América

A pesar de esta creciente amenaza contra el orden liberal, el bloque Occidental se encuentra en horas bajas en lo que a su unidad se refiere. Desde el regreso de Donald Trump a la Casa Blanca, están saltando por los aires todos los códigos de diplomacia y alianzas históricas. En Bruselas, la sensación es que ya no se pueden fiar de su principal socio y que harán falta reformas profundas para garantizar su autonomía estratégica.

Estados Unidos se encuentra inmerso en un retroceso democrático, institucional y diplomático. La administración de Trump funciona menos como un gobierno burocrático y más como una corte real, donde el poder proviene de la lealtad directa al líder en lugar de una jerarquía oficial. Se ha creado una red clientelar donde los afines a Trump prosperan y sus detractores o críticos son apartados y humillados. Trump está tensando todas las costuras de la arquitectura institucional americana mientras crece la polarización entre los ciudadanos.

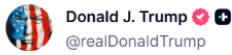


No queremos sonar alarmistas: ni Estados Unidos está al borde de una guerra civil, ni a punto de convertirse en una dictadura autocrática. Somos plenamente conscientes de lo robusto que es el sistema democrático americano con sus “*Checks and Balances*” claramente protegidos en la Constitución. Por mucho que ahora Trump tenga vía libre para hacer y deshacer a su antojo, tarde o temprano llegarán las resoluciones judiciales, y en otoño del año que viene se deberá enfrentar a las *midterms*: las elecciones parlamentarias que conformarán un nuevo Congreso donde los Republicanos podrían perder la mayoría.

Sin embargo, el daño simbólico y reputacional no está siendo menor. Entre las múltiples hazañas del presidente en esta versión 2.0, destacaríamos algunas de las más relevantes:

- Lanzar una guerra comercial sin apoyo electoral, que hará que muchas empresas se replanteen su exposición al mercado americano. Acaben donde acaben, los aranceles están actualmente en el 16%, la cifra más alta del último siglo, y sus efectos se acabarán notando en el paro, los beneficios empresariales y la inflación.
- Usar la política arancelaria para presionar a un país extranjero (Brasil) para que retire las causas judiciales contra Jair Bolsonaro, un aliado suyo.
- Enajenar al mayor aliado americano (Unión Europea) en un discurso de su vicepresidente JD Vance en Múnich en el que acusó al bloque de manipular procesos electorales.
- Incluir una cláusula en su ley presupuestaria (*One Big Beautiful Bill Section 899*) que pretendía tasar arbitrariamente a los tenedores extranjeros de deuda que él decidiese.
- Cortar la financiación y dificultar el acceso a extranjeros a universidades como Harvard por no comulgar con su ideología, limitando su capacidad para atraer y formar talento.
- Amenazar a su propio mecenas, Elon Musk, con ser deportado arbitrariamente tras las diferencias políticas que han surgido entre ambos.

- Efectuar redadas policiales sin garantías legales para deportar a inmigrantes irregulares, que están provocando falta de mano de obra en el sector de la agricultura y la hostelería.
- Humillar pública y premeditadamente a aliados en el despacho Oval: Zelenski (Ucrania), Ramaphosa (Sudáfrica), Merz (Alemania) o Carney (Canadá).
- Poner en cuestión la independencia de la Reserva Federal y acosar constantemente al gobernador Powell, que el mismo nombró en 2017, para que baje los tipos de interés.



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!



"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!

Nuestro foco de atención está precisamente en este último punto, pues sin ser necesariamente el más grave, sí puede ser el que marque el devenir de los mercados en la segunda mitad del año. Donald Trump lleva meses enfrascado en una campaña de acoso y derribo contra el presidente de la Reserva Federal, Jerome Powell, pidiéndole que baje los tipos de interés o deje su cargo a otro que lo haga.

La Reserva Federal (Fed) fue creada por el Congreso y responde al mismo. La Junta de Gobernadores es nombrada por el presidente y aprobada por el Senado, pero la Fed tiene absoluta independencia para decidir la política monetaria. Es decir, sus decisiones de subir o bajar los tipos de interés deben tomarse sin inferencias de la rama ejecutiva.

La Fed tiene un mandato dual: debe mantener la estabilidad de precios y fomentar el máximo empleo. En términos prácticos, si la economía crece, el desempleo es bajo, y la inflación empieza a despertar, la Fed debería subir los tipos de interés para enfriar la economía. Al contrario, si hubiese una recesión y el paro se disparase, bajarían los tipos de interés para reactivar la actividad.

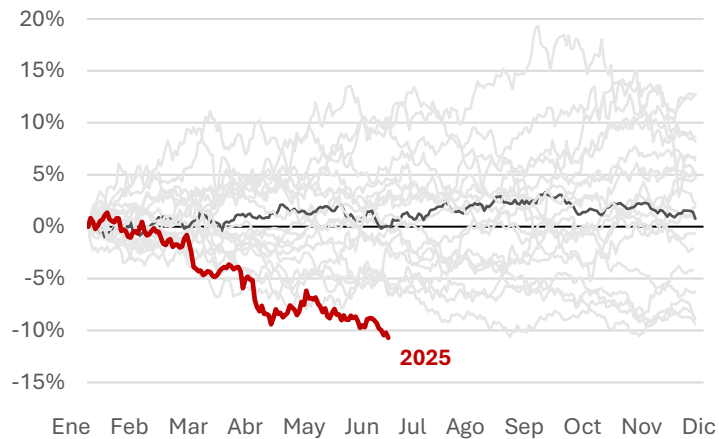
El motivo por el cual la Fed debe permanecer estrictamente independiente es evidente: la política monetaria es capaz de frenar o acelerar una economía. Si un presidente tuviera la capacidad de influir en sus decisiones, siempre se vería tentado a sobrecalentar la economía puesto que recogería los frutos de esta política (el paro bajaría inmediatamente) mientras que las consecuencias (mayor inflación) las pagaría el siguiente en el cargo.

El diagnóstico actual no deja lugar a dudas: el paro americano está en la franja de mínimos históricos (4,1%) y la inflación se sitúa ligeramente por encima del objetivo del 2% (c.3%). Además, el impacto que puedan tener los aranceles en la inflación aún está por verse. Por ese motivo, Jerome Powell y su junta consideran que aún no es el momento de bajar los tipos de interés. Este hecho tiene a Donald Trump furioso, puesto que está convencido que una bajada de tipos de interés le ayudaría a financiar los enormes déficits públicos que su gobierno está generando: actualmente el pago de intereses de la deuda pública americana supera el presupuesto en defensa.

Pero lo que parece ignorar Trump es que el coste al que se financia el país lo marca el mercado, no la Fed. Si finalmente se producen esas bajadas de tipos pero los inversores interpretan que la Fed ha abandonado su mandato de controlar la inflación, los intereses a plazos más largos, que tienen un mayor impacto en el coste de financiación, podrían dispararse, generando una crisis de deuda de consecuencias impredecibles.

Por ello, estamos muy atentos a los intentos de pervertir la independencia de la Reserva Federal. Salvando las distancias, Venezuela o Turquía son claros ejemplos de qué pasa cuando los bancos centrales pierden su independencia para obedecer al presidente: los inversores huyen despavoridos. De hecho, la falta de confianza y el nerviosismo por parte de los inversores internacionales se está empezando a notar: no es casualidad que el dólar americano esté viviendo su peor año desde hace dos décadas.

#### El dólar americano vive su peor año de las últimas dos décadas



Como comentamos en la [anterior carta](#), estamos transitando de la Pax Americana, al América First. Esto conllevará profundos cambios en las relaciones internacionales, y los flujos comerciales y de capital. **Hanway Capital seguirá siendo vuestro mayor aliado para garantizar que vuestro patrimonio transita satisfactoriamente hacia este nuevo orden mundial. Nuestro objetivo es preservar y revalorizar vuestro capital frente a una previsible década convulsa.**

## Informe de gestión

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

- 1. Posición en renta variable:** La decisión de proteger o no la divisa está marcando el devenir de las inversiones en renta variable. Para un inversor europeo que invirtió en bolsa americana, por ejemplo, el trimestre ha sido espectacular (+10%), o mediocre (+1%) dependiendo de ello. Hanway sí protegió las divisas a principios de año, si bien nuestro posicionamiento en renta variable ha seguido por debajo del 50%. Además, hemos reducido ligeramente nuestra ponderación en EEUU para aumentarla en Europa: a pesar del liderazgo indiscutible de sus empresas tecnológicas, no descartamos que los 15 años ininterrumpidos de dominio americano en las bolsas alcanzara su apogeo en 2024. La contribución de esta posición al resultado del fondo ha sido del **+2,1%**.
- 2. Posición en volatilidad:** Aunque pareciera imposible el 8 de abril, cuando el S&P 500 alcanzaba una caída del 20% desde máximos, la volatilidad ha descendido este trimestre. El VIX, índice de referencia del activo, empezó abril en los 22 puntos para dispararse por encima de los 50 puntos los días posteriores al anuncio de los aranceles. Sin embargo, los titubeos de Trump a la hora de implementar dichos aranceles han llevado la volatilidad a cerrar junio por debajo de 17 puntos. A pesar de que se empieza a acercar a niveles atractivos, lo cierto es que la volatilidad esperada cotiza muy por encima de la que estamos viendo: sin duda una consecuencia más de la imprevisibilidad del presidente americano. Nuestra posición en volatilidad nos ha restado un **-1,3%**.
- 3. Posición en oro:** El oro ha mantenido su trayectoria ascendente, especialmente en el mes de abril, cuando subió otro 5% hasta los \$3,400 por onza. Desde entonces se ha mantenido a la espera de nuevos catalizadores, que creemos pueden llegar en forma de nuevos conflictos entre la administración americana y su banco central. Cabe recordar que los periodos de devaluación del dólar han sido históricamente positivos para el oro, que pasa a ser el valor refugio. Este trimestre, el oro ha aportado un **+0,7%**.
- 4. Posición en futuros de renta fija:** En el episodio de pánico de abril, los bonos soberanos funcionaron en un primer momento ante el temor a una ralentización económica, pero rápidamente deshicieron todo lo ganado cuando los inversores empezaron a vender cualquier activo denominado en dólares americanos; todo apunta a que esta fue la causa de que Trump cambiara su postura con respecto a los aranceles. Esta posición ha ayudado al fondo en un **+0,2%** este trimestre.
- 5. Posición en materias primas:** El uranio ha tenido su mejor trimestre en años, lo que nos ha permitido compensar con creces los ligeros descensos que han sufrido otras materias primas más ligadas al ciclo económico. Al final del periodo, este activo ha añadido un **+0,4%** al resultado final.

*“Las naciones no tienen amigos eternos ni enemigos permanentes. Solo sus intereses son eternos y permanentes”*

- Lord Palmerston

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%  | -0.9% | -2.1% | 3.1%  | 1.2%  |       |       |       |       |       |       | <b>+8.5%</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 Balmes 188  
08006 Barcelona  
+34 93 152 10 28