

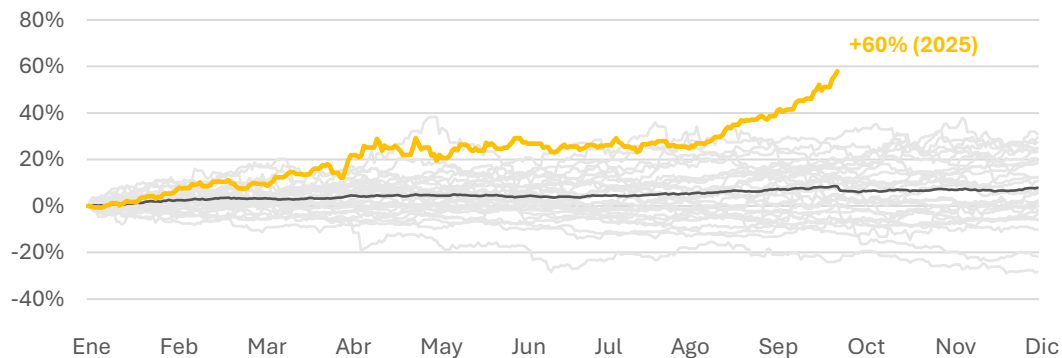
16 octubre de 2025

Informe de gestión Q3 2025

Estimados inversores,

Hanway Capital Fund ha obtenido un **retorno del +4,1% este trimestre**, alcanzando un precio por acción de **168,5€** neto de comisiones, lo que sitúa la **rentabilidad acumulada en el año 2025 en +12,9%**. A vista de pájaro, éste ha sido el trimestre más tranquilo en los mercados de los últimos años, únicamente en una sesión el S&P 500 ha corregido más de un 1%. Sin embargo, en un rincón del mercado hay un activo que está emitiendo señales inequívocas de alarma: el oro. El valor refugio por excelencia va camino de completar su mejor año desde 1979, con una revalorización que ya alcanza el 60%. En esta carta, trataremos de explicar que se oculta tras este movimiento, y porque Hanway Capital mantiene su exposición al activo en máximos.

El oro vive su mejor año de las últimas tres décadas



La plena fe y crédito de los Estados Unidos de América

Los que nos leéis a menudo estaréis familiarizados con nuestra fijación por el banco central americano: la Reserva Federal (Fed). Lo que lo diferencia de otros bancos centrales como el europeo, el inglés o el japonés es que sus decisiones tienen un impacto que va mucho más allá del área monetaria sobre la que es soberano. No es inusual que gobiernos situados en la otra punta del mundo se vean desestabilizados ante las decisiones que toma la Fed: en 2022, por ejemplo, el gobierno de Sri Lanka colapsó por culpa de la fuerte subida del dólar que siguió a la restrictiva política monetaria decidida desde Washington.

Este inmenso poder es en realidad una consecuencia no deseada del sistema monetario global que, desde los acuerdos de Bretton Woods en 1944, sitúa al dólar en el centro de todo. La Fed controla y decide el precio del dinero (tipo de interés), pero no de cualquier dinero, sino de la divisa reserva, el dólar americano. La moneda que, además de acaparar el 88% de las transacciones de divisas mundiales, denomina el mayor activo refugio: los *treasuries* (la deuda pública de Estados Unidos), el mercado más grande y líquido del planeta.

Los *treasuries*, bonos del tesoro americano, están respaldados por la plena fe y crédito de los Estados Unidos, comprometiendo a su gobierno a recaudar dinero mediante cualquier mecanismo legal para reembolsarlos. Aunque Estados Unidos es una potencia soberana y

podría incurrir en impago sin que exista un recurso legal contra ello, su sólido historial de pagos y su poder hegemónico han otorgado a los bonos americanos la reputación de ser una de las inversiones con menor riesgo del mundo.

Este bajo riesgo, junto a la inmensidad y liquidez del activo, confiere a los bonos americanos un lugar único en el sistema financiero, pues son utilizados como equivalentes al efectivo por todo tipo de instituciones. Es decir, siendo el valor de referencia para lo que se considera un “activo libre de riesgo”, se deduce que el precio de todos los otros activos del mundo se calcula en base al interés que pagan los *treasuries*. Es literalmente el pilar de la estructura financiera global.

Pero irónicamente, lo que ocurre fuera de EE.UU. no forma parte de las preocupaciones de la Fed: según su mandato dual, debe mantener la estabilidad de precios (controlar la inflación) y fomentar el máximo empleo (que haya actividad económica). En términos prácticos, si la economía americana 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, bajaría los tipos de interés para reactivar la actividad.

El motivo por el cual la Fed debe permanecer estrictamente independiente del poder ejecutivo 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.

Nuestros chicos están muriendo en Vietnam y a Bill Martin le da igual

Aunque hoy parece un principio fundacional, la independencia de la Fed es relativamente reciente. La Reserva Federal se creó en 1913, pero no fue hasta el 1951 con el “Treasury – Federal Reserve Accord” que se consolidó su independencia del ejecutivo. Antes era un brazo más del Departamento del Tesoro, y aunque gozaba de cierta autonomía, durante el New Deal de Roosevelt y la Segunda Guerra Mundial estuvo prácticamente subordinada.

Desde que en 1951 se formalizó su independencia, existe un largo historial de precedentes en que la Casa Blanca ha intentado domesticar a la Reserva Federal. Uno de los casos más sonados lo protagonizó el presidente Lyndon Johnson en 1965, quien, asumiendo la presidencia tras el asesinato de JFK, implementó un fuerte estímulo fiscal recortando impuestos y aumentando el gasto militar para Vietnam.



La Reserva Federal, bajo la presidencia de William McChesney Martin, veía claro que ese doble estímulo podía recalentar la economía y disparar la inflación. En diciembre de 1965, la Fed decidió subir los tipos de interés por primera vez en años, y Johnson se lo tomó como un ataque personal y político, porque encarecía la financiación de su programa.

El presidente convocó a William Martin en su rancho de Texas, y con su imponente estatura de 1,95m, lo empujó por la sala al grito de: “*nuestros muchachos están muriendo en Vietnam, y a Bill Martin le da igual*”. A lo que Martin contestó que su deber era “*retirar el ponche justo antes de que la fiesta se desmadre*”.

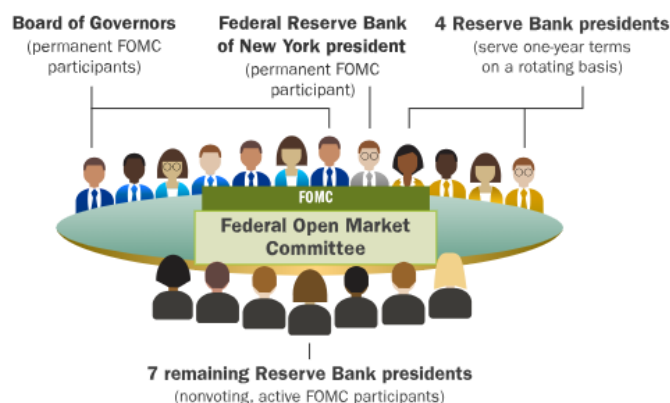
La Fed no dio marcha atrás y Martin se mantuvo firme, pero el incidente marcó el inicio de una década de tensiones entre la Casa Blanca y la Fed. En los 70 la historia se repetiría con Richard Nixon y Arthur Burns, pero Nixon tuvo más éxito presionando a Burns y entre ambos sentaron las bases para la histórica inflación descontrolada de la década de 1970. Se tardó más de diez años en volver a controlar los precios y en recuperar la confianza en la institución bajo el mando de Paul Volcker, que tuvo que subir los tipos de interés por encima del 18%.

Trump lanza la artillería contra la Fed

Volviendo a 2025, el presidente Donald Trump tiene un objetivo manifiesto: controlar la Reserva Federal para forzar una bajada de tipos de interés que sobrecalienten la economía antes de su próxima cita electoral, las *midterms*. Unas elecciones legislativas donde se decidirá si los Republicanos mantienen la mayoría absoluta en el Congreso y el Senado, o si, por lo contrario, los Demócratas recuperan cierto control sobre el presidente.

Para entender cómo podría llevar a cabo este asalto a la Fed, debemos entender su funcionamiento y cómo se deciden los tipos de interés. El comité de la Fed (FOMC) se reúne un mínimo de ocho veces al año y está formado por 12 personas:

- Los 7 miembros de la Junta de Gobernadores, incluyendo al presidente de la Reserva Federal (sede en Washington).
- El presidente de la Fed de Nueva York.
- 4 de los 11 presidentes de las Feds regionales, que se van rotando anualmente.



Los 7 miembros de la Junta de Gobernadores son nombrados por el presidente americano y aprobados por el Senado para un mandato de 14 años fijo y no renovable. Además, estos 7 miembros aprueban a los 12 presidentes regionales (incluido NY), es decir, en la práctica, si controlas 4 de los 7 miembros de la Junta de Gobernadores, controlas la Fed.

Pues bien, de los 7 miembros de la Junta, Trump tiene influencia directa sobre los dos que nombró él en su primer mandato. Adicionalmente y de la forma más misteriosa, el pasado agosto, uno de los miembros que había nombrado Joe Biden hacía tan solo dos años, dimitió por “razones personales”. No nos gustan las teorías conspiratorias, pero si la serie *House of Cards* guarda algo de realidad, no nos cuesta imaginarnos a Donald Trump encarnando a Kevin Spacey.

Así, Trump ha podido nombrar a su tercer gobernador, Stephen Miran, abiertamente partidario de bajar los tipos de interés como quiere Trump; solo le faltaría uno para controlar la Fed. En un primer momento, el foco del presidente estuvo en destituir al presidente Jerome Powell, usando

un supuesto sobrecoste en las obras del edificio de la Reserva Federal como “causa justificada”. La visita de Trump a dichas obras, casco protector incluido, dejó imágenes para la historia.

Cuando quedó claro que Powell no iba a dimitir, Trump pasó a estrechar su cerco sobre Lisa Cook, gobernadora nombrada por Biden y con mandato hasta 2038. En un caso incuestionable de *lawfare*, el Departamento de Justicia controlado por Trump le abrió una investigación por fraude hipotecario en agosto. Supuestamente Cook habría solicitado una hipoteca para comprar una segunda residencia indicando que se trataba de su residencia habitual, para así conseguir mejores condiciones hipotecarias. Un “delito federal” que en nuestro marco legal no pasaría de una simple falta administrativa.

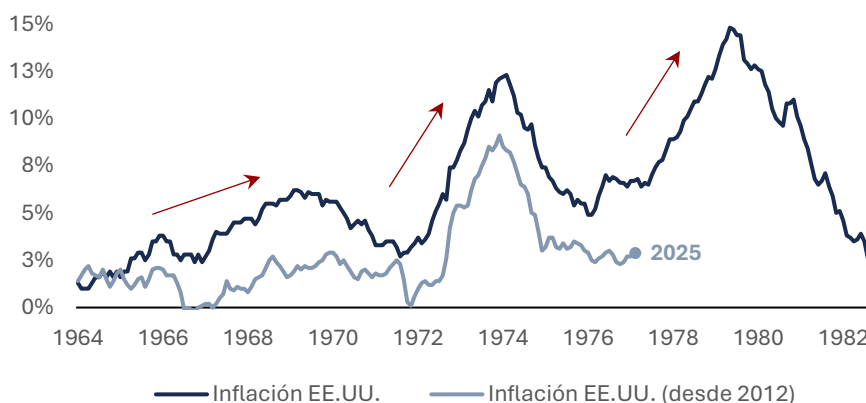
Con esta acusación, Donald Trump ha iniciado una campaña de acoso y derribo para intentar tumbar a Cook lo antes posible y así poder nombrar el cuarto gobernador que le falta para controlar la Fed. A finales de agosto empezó la presión para que dimitiera, y con la poca paciencia que le caracteriza, el 26 de agosto le envió una orden presidencial de destitución alegando que tenía motivos suficientes para destituirla. El problema es que nadie sabe bajo que supuestos puede un presidente destituir a un gobernador: de hecho, no hay ningún precedente.

Por ahora el caso ha quedado encallado en el Tribunal Supremo, que ha rechazado la petición de Trump de que fuese destituida cautelarmente. El tribunal permitirá por ahora que Lisa Cook mantenga su cargo hasta que se dicte un fallo, pero puede que Trump no se pueda permitir esperar tanto: de hecho, tiene mucha prisa por lograr su dimisión.

En el calendario del presidente está marcado en rojo el 1 de marzo de 2026. Ese día toca renovar a los 12 presidentes regionales para un mandato de cinco años. Como hemos explicado, esos 12 presidentes son aprobados por los 7 miembros de la Junta. Por eso Trump necesita destituir a Cook antes de marzo: para controlar 4 de los 7 miembros, que podrán entonces vetar o aprobar los candidatos más afines de los 12 bancos regionales. Si no lo consigue antes de la citada fecha, podrá seguir ejerciendo mucha presión sobre la Fed, pero nunca controlarla del todo.

Este es el estrecho y rebuscado camino con el que Donald Trump pretende asaltar la Reserva Federal, y poder así dictaminar la política monetaria de Estados Unidos, bajando con fuerza los tipos de interés. Espera así inyectar gasolina en la economía, y llegar a las elecciones *midterm* con toda la fuerza. Pero asume un riesgo difícil de calcular, ya que la inflación podría volver a acelerar y el riesgo crediticio de Estados Unidos podría dispararse. No es casualidad que el oro esté viviendo uno de sus mejores años, a la vez que el dólar se hunde respecto al resto de divisas.

Si comparamos la inflación actual con la década de los '70, guarda inquietantes similitudes



Un riesgo que puede salir muy caro

Jugar con la confianza de los inversores en la Reserva Federal, que sostiene la divisa más importante del mundo, es extremadamente peligroso. Lo hizo Roosevelt para financiar el New Deal, Truman para sostener la maquinaria de guerra, Johnson para pagar Vietnam, y Nixon para ganar una reelección. En todos los casos, la historia terminó igual: con una inflación descontrolada y la pérdida de credibilidad de las instituciones.

La diferencia es que Trump está adoptando un enfoque mucho más descarado que sus predecesores para presionar a la Fed: con tweets constantes ridiculizando a su presidente y hablando abiertamente de tener una “mayoría” en la Fed cuando consiga deshacerse de la gobernadora Cook. Todo ello ha provocado los máximos históricos del oro, mientras que el dólar vive uno de sus peores años afectando los portfolios de muchos inversores internacionales. Incluso los intereses de la deuda americana a largo plazo se han mantenido elevados pese a la ralentización de la economía y las bajadas de tipos.

Una pérdida total de confianza en la Reserva Federal causaría graves problemas en el mercado de bonos. Estados Unidos registra actualmente un déficit público del 7% sobre PIB, tres veces superior al de la época de Nixon; la deuda pública neta ronda el 100%. Con estos mimbres, convencer a los inversores de que ignoren semejante endeudamiento no es sencillo, pero si encima desconfían de que la Fed cumplirá su mandato de controlar la inflación, se vuelve misión casi imposible.

Si finalmente Trump logra el control de la Fed y se consuma la rotura de confianza, se dispararía el interés de la deuda americana a largo plazo. No cuesta imaginar el siguiente paso de Trump: el control de la curva, es decir, que la Fed fije un interés para la deuda artificialmente bajo, y lo sostenga a ese nivel mediante operaciones de compra en el mercado abierto, monetizando parte de la deuda. En la práctica dispararía la masa monetaria y por tanto reduciría el valor del dinero en circulación.

Puede sonar un escenario muy lejano o exagerado, pero la realidad es que la historia está llena de casos de envilecimiento monetario (*currency debasement*): el acto de devaluar el dinero con el objetivo de reducir o hacer desaparecer la deuda a cargo del patrimonio de los ahorradores. La última vez que ocurrió en Estados Unidos fue después de la Segunda Guerra Mundial. Con una deuda pública similar a la actual, y con el control de la Fed, mantuvieron los tipos de interés artificialmente bajos, mientras la inflación se disparó. La deuda se redujo a la mitad en una década, el poder adquisitivo de los ahorradores también: fue un *reset* del sistema en toda regla.

Esta es la verdadera razón detrás del espectacular *rally* que lleva el oro estos últimos meses: el potencial riesgo de que se consume un asalto a la Fed. Hasta ahora, el mercado de deuda americano y el dólar han permanecido atractivos gracias a su estatus como valor refugio y a que la mayoría de los países occidentales también están con altos niveles de endeudamiento. **Pero si esto deja de ser así, siempre existirán alternativas, y en Hanway Capital mantenemos el oro como uno de nuestros activos con la misma convicción de siempre: proteger y preservar vuestro patrimonio a largo plazo.**

Informe de gestión

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

- 1. Posición en renta variable:** Como hemos comentado al principio de este informe, la renta variable ha tenido un trimestre sin apenas sobresaltos. A pesar de que no se vislumbra en el horizonte ningún catalizador para hacer corregir a las bolsas, lo cierto es que estamos volviendo a ver algunos síntomas de exceso de optimismo entre los inversores, especialmente en el sector de la IA. Sam Altman, fundador de OpenAI, parece haberse convertido en el nuevo rey Midas: un pacto con Oracle añadió al valor bursátil de la tecnológica \$250 mil millones; un acuerdo parecido con AMD apenas unos días después creó casi la mitad. La contribución de esta posición al resultado del fondo ha sido del **+2,1%**.
- 2. Posición en volatilidad:** Un fenómeno curioso ha ocurrido en el mercado de volatilidad este trimestre: el precio que debía pagar un inversor para protegerse ante caídas ha sido desorbitado cuando lo comparamos con la volatilizada realizada. En otras palabras, si el mercado se estaba moviendo de media un 0,4% al día, la volatilidad te exigía pagar movimientos del 0,8%. Debido a eso, hemos reducido nuestra exposición a la volatilidad por debajo de lo habitual este trimestre, lo que nos ha permitido contener las pérdidas de este activo a un **-0,5%**.
- 3. Posición en oro:** El gran protagonista de este informe acumula 9 semanas seguidas de subidas ininterrumpidas, en su mejor racha desde 2020. No repetiremos aquí las causas de esta subida, pero sí reiteraremos nuestra convicción en el activo, cuya exposición mantenemos ligeramente por encima del 10% del fondo. Este trimestre, el oro ha aportado un **+1,4%**.
- 4. Posición en futuros de renta fija:** Si bien los intereses de la deuda americana a largo plazo han bajado, se resisten a bajar del 4% pese al leve repunte en el desempleo. Las buenas noticias son que en las próximas semanas ya no se publicarán más datos económicos desalentadores; las malas son que esto no se debe a que la situación haya mejorado, sino al cierre del gobierno americano, que va camino de batir todos los récords en cuanto a duración. La posición de renta fija del fondo ha ayudado en un **+0,3%** este trimestre.
- 5. Posición en materias primas:** El uranio ha continuado su recuperación, aunque aún sigue lejos de los máximos que marcó a principios de 2024. El resto de las materias primas también le han acompañado, lo que ha permitido al activo añadir un **+0,8%** al resultado final.

“El momento para reparar el tejado es cuando el sol está brillando”

- John F. Kennedy

Un saludo,
Hanway Capital

Apéndice: Rentabilidad neta histórica de Hanway Capital Fund

	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic	Año
2019	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-0.4%	1.2%	+0.8%
2020	-2.9%	-3.0%	18.3%	4.6%	-0.4%	3.2%	-2.3%	0.5%	-2.7%	-1.9%	9.1%	3.8%	+27.0%
2021	-1.9%	2.8%	3.0%	1.2%	0.6%	0.9%	-0.8%	1.5%	-1.1%	2.4%	1.3%	3.1%	+13.7%
2022	-1.7%	0.0%	2.1%	1.8%	0.8%	-6.1%	3.0%	2.6%	2.1%	1.9%	-2.2%	-1.7%	+2.0%
2023	1.1%	0.5%	-3.1%	-1.0%	-1.2%	-3.7%	-0.1%	1.2%	1.6%	0.2%	-1.0%	0.2%	-5.4%
2024	-2.5%	0.2%	-1.5%	-3.8%	4.3%	1.3%	2.2%	-5.2%	4.0%	-0.4%	9.3%	-1.1%	+6.2%
2025	3.6%	3.4%	-0.9%	-2.1%	3.1%	1.2%	-0.2%	2.2%	2.1%				+12.9%

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