

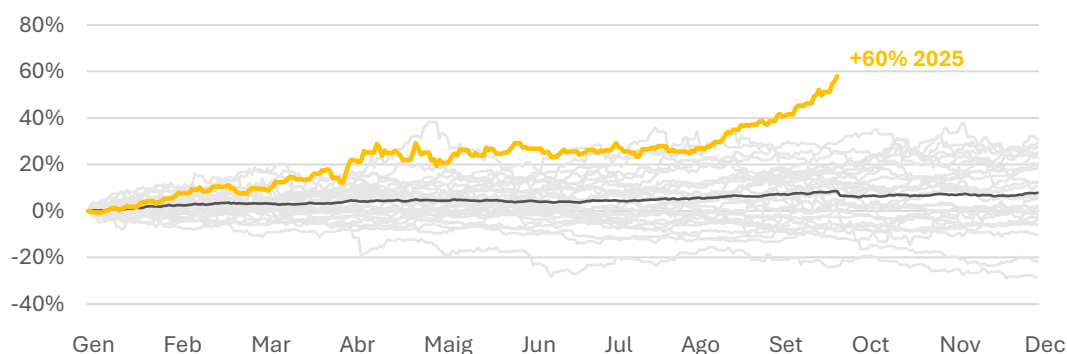
16 d'octubre de 2025

Informe de gestió Q3 2025

Benvolguts inversors,

Hanway Capital Fund ha obtingut un **retorn del +4,1% aquest trimestre**, assolint un preu per acció de **168,5€** net de comissions, això situa la **rendibilitat acumulada d'enguany en el +12,9%**. A vista d'ocell, aquest ha estat el trimestre més tranquil als mercats dels darrers anys, únicament en una sessió l'S&P 500 ha corregit més d'un 1%. Tot i això, en un racó del mercat hi ha un actiu que està emetent senyals inequívocs d'alarma: l'or. El valor refugi per excel·lència va camí de completar el millor any des del 1979, amb una pujada que ja arriba al 60%. En aquesta carta, intentarem explicar que s'amaga darrere d'aquest moviment, i perquè Hanway Capital manté la seva exposició a l'actiu en màxims.

L'or viu el millor any de les darreres tres dècades



La plena fe i crèdit dels Estats Units d'Amèrica

Els que ens llegiu sovint estareu familiaritzats amb la nostra fixació pel banc central americà: la Reserva Federal (Fed). El que el diferencia d'altres bancs centrals com l'europeu, l'anglès o el japonès és que les seves decisions tenen un impacte que va molt més enllà de l'àrea monetària sobre la qual és sobirà. No és inusual que governs situats a l'altra punta del món es vegin desestabilitzats davant les decisions que pren la Fed: el 2022, per exemple, el govern de Sri Lanka va col·lapsar per culpa de la forta pujada del dòlar que va seguir la restrictiva política monetària decidida des de Washington.

Aquest immens poder és en realitat una conseqüència no desitjada del sistema monetari global que, des dels acords de Bretton Woods el 1944, situa el dòlar al centre de tot. La Fed controla i decideix el preu dels diners (tipus d'interès), però no de qualssevol diners, sinó de la divisa reserva, el dòlar americà. La moneda que, a més d'acaparar el 88% de les transaccions de divises mundials, denomina l'actiu refugi més gran: els *treasuries* (el deute públic dels Estats Units), el mercat més gran i líquid del planeta.

Els *treasuries*, bons del tresor americà, estan recolzats per la plena fe i crèdit dels Estats Units, compromentent el seu govern a recaptar diners mitjançant qualsevol mecanisme legal per reemborsar-los. Tot i que els Estats Units són una potència sobirana i podrien incórrer en

impagament sense que hi hagi un recurs legal contra això, el seu sòlid historial de pagaments i el seu poder hegemònic han atorgat als bons americans la reputació de ser una de les inversions amb menys risc del món.

Aquest risc baix, juntament amb la immensitat i liquiditat de l'actiu, confereix als bons americans un lloc únic en el sistema financer, ja que són utilitzats com a equivalents a l'efectiu per tota mena d'institucions. És a dir, sent el valor de referència per al que es considera un “actiu lliure de risc”, es dedueix que el preu de tots els altres actius del món es calcula sobre la base de l'interès que paguen els *treasuries*. Literalment és el pilar de l'estructura financera global.

Però irònicament, el que passa fora dels EUA no forma part de les preocupacions de la Fed: segons el mandat dual, ha de mantenir l'estabilitat de preus (controlar la inflació) i fomentar la màxima ocupació (que hi hagi activitat econòmica). En termes pràctics, si l'economia americana creix, l'atur és baix, i la inflació comença a repuntar, la Fed hauria d'apujar els tipus d'interès per refredar l'economia. Al contrari, si hi hagués una recessió i l'atur es disparés, baixaria els tipus d'interès per reactivar l'activitat.

El motiu pel qual la Fed ha de romandre estrictament independent del poder executiu 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 perquè colliria els fruits d'aquesta política (l'atur baixaria immediatament) mentre que les conseqüències (una inflació descontrolada) les pagaria el següent en el càrrec.

Els nostres nois estan morint al Vietnam i a Bill Martin li és igual

Tot i que avui sembla un principi fundacional, la independència de la Fed és relativament recent. La Reserva Federal es va crear el 1913, però no va ser fins al 1951 amb el “Treasury – Federal Reserve Accord” que es va consolidar la seva independència de l'executiu. Abans era un braç més del Departament del Tresor, i encara que gaudia de certa autonomia, durant el New Deal de Roosevelt i la Segona Guerra Mundial va estar pràcticament subordinada.

Des que el 1951 es va formalitzar la seva independència, hi ha un llarg historial de precedents en què la Casa Blanca ha intentat domesticar la Reserva Federal. Un dels casos més sonats el va protagonitzar el president Lyndon Johnson el 1965, qui, assumint la presidència després de l'assassinat de JFK, va implementar un fort estímul fiscal retallant impostos i augmentant la despesa militar per al Vietnam.



La Reserva Federal, sota la presidència de William McChesney Martin, veia clar que aquest doble estímul podia escalfar l'economia i disparar la inflació. El desembre de 1965, la Fed va decidir pujar els tipus d'interès per primera vegada en anys, i Johnson s'ho va prendre com un atac personal i polític, perquè encaria el finançament del seu programa.

El president va convocar William Martin al seu ranxo de Texas, i amb la seva imponent estatura de 1,95m, el va empènyer per la sala al crit de: “*els nostres nois estan morint al Vietnam, i a Bill Martin tant li fa*”. Al que Martin va contestar que el seu deure era “*retirar la beguda just abans que la festa fos un desori*”.

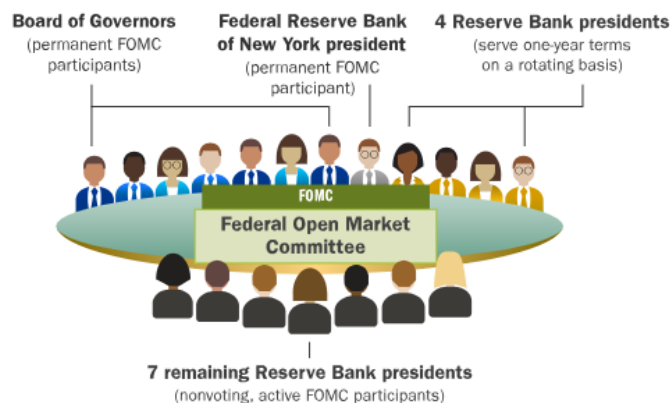
La Fed no va fer marxa enrere i Martin es va mantenir ferm, però l'incident va marcar l'inici d'una dècada de tensions entre la Casa Blanca i la Fed. Als anys 70 la història es repetiria amb Richard Nixon i Arthur Burns, però Nixon va tenir més èxit pressionant Burns i entre tots dos van establir les bases per a la històrica inflació descontrolada de la dècada de 1970. Es va trigar més de deu anys en tornar a controlar els preus i restablir la confiança en la institució sota el comandament de Paul Volcker, que va haver de pujar els tipus d'interès per sobre del 18%.

Trump posa setge a la Fed

Tornant al 2025, el president Donald Trump té un objectiu manifest: controlar la Reserva Federal per forçar una baixada de tipus d'interès que sobreescalfin l'economia abans de la propera cita electoral, les *midterms*. Unes eleccions legislatives on es decidirà si els Republicans mantenen la majoria absoluta al Congrés i al Senat, o si, per contra, els Demòcrates recuperen cert control sobre el president.

Per entendre com podria fer aquest assalt a la Fed, n'hem d'entendre el funcionament i com es decideixen els tipus d'interès. El comitè de la Fed (FOMC) es reuneix un mínim de vuit vegades a l'any i està format per 12 persones:

- Els 7 membres de la Junta de Governadors, incloent-hi el president de la Reserva Federal (seu a Washington).
- El president de la Fed de Nova York.
- 4 dels 11 presidents de les Feds regionals, que es van rotant anualment.



Els 7 membres de la Junta de Governadors són nomenats pel president americà i aprovats pel Senat per a un mandat de 14 anys fix i no renovable. A més, aquests 7 membres aproven els 12 presidents regionals (inclòs NY), és a dir, a la pràctica, si controles 4 dels 7 membres de la Junta de Governadors, controles la Fed.

Doncs bé, dels 7 membres de la Junta, Trump té influència directa sobre els dos que va nomenar ell en el seu primer mandat. Addicionalment i de la manera més misteriosa, l'agost passat, un dels membres que havia nomenat Joe Biden feia tan sols dos anys, va dimitir per "raons personals". No ens agraden les teories conspiratòries, però si la sèrie *House of Cards* guarda una mica de realitat, no ens costa imaginar-nos Donald Trump encarnant Kevin Spacey.

Així, Trump ha pogut nomenar el seu tercer governador, Stephen Miran, obertament partidari de baixar els tipus d'interès com vol Trump; només n'hi faltaria un per controlar la Fed. En un primer moment, el focus del president va estar a destituir el president Jerome Powell, utilitzant un

suposat sobrecost a les obres de l'edifici de la Reserva Federal com a “causa justificada”. La visita de Trump a les obres esmentades, casc protector inclòs, va deixar imatges per a la història.

Quan va quedar clar que Powell no dimitiria, Trump va passar a estrènyer el seu setge sobre Lisa Cook, governadora nomenada per Biden i amb mandat fins al 2038. En un cas inqüestionable de *lawfare*, el Departament de Justícia controlat per Trump li va obrir una investigació per frau hipotecari a l'agost. Suposadament Cook hauria sol·licitat una hipoteca per comprar una segona residència indicant que es tractava de la seva residència habitual, per aconseguir millors condicions hipotecàries. Un “delicte federal” que en el nostre marc legal no passaria d'una simple falta administrativa.

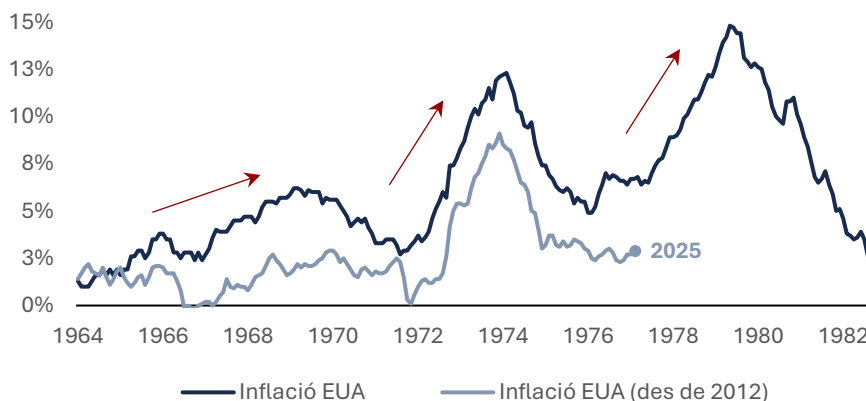
Amb aquesta acusació, Donald Trump ha iniciat una campanya d'assetjament i enderrocament per intentar tombar Cook com més aviat millor i així poder nomenar el quart governador que li falta per controlar la Fed. A finals d'agost va començar la pressió perquè dimitís, i amb la poca paciència que el caracteritza, el 26 d'agost li va enviar una ordre per destituir-la. El problema és que ningú no sap sota quins supòsits pot un president destituir un governador: de fet, no hi ha cap precedent.

Ara com ara el cas ha quedat encallat al Tribunal Suprem, que ha rebutjat la petició de Trump que fos destituïda cautelarment. El tribunal permetrà per ara que Lisa Cook mantingui el càrrec fins que es dicti una sentència, però potser Trump no es pot permetre esperar tant: de fet, té molta pressa per aconseguir la seva dimissió.

Al calendari del president està marcat en vermell l'1 de març del 2026. Aquest dia toca renovar els 12 presidents regionals per a un mandat de cinc anys. Com hem explicat, aquests 12 presidents són aprovats pels 7 membres de la Junta. Per això Trump necessita destituir Cook abans del març: per controlar 4 dels 7 membres, que podran llavors vetar o aprovar els candidats més afins dels 12 bancs regionals. Si no ho aconsegueix abans de la data esmentada, podrà continuar exercint molta pressió sobre la Fed, però mai controlar-la del tot.

Aquest és l'estret i rebuscat camí amb què Donald Trump pretén assaltar la Reserva Federal, i així poder dictaminar la política monetària dels Estats Units, baixant amb força els tipus d'interès. Espera així injectar benzina a l'economia, i arribar a les eleccions de mig mandat amb tota la força. Però assumeix un risc difícil de calcular, ja que la inflació podria tornar a accelerar i el risc creditici dels Estats Units es podria disparar. No és casualitat que l'or visqui un dels seus millors anys, alhora que el dòlar s'enfonsa respecte a la resta de divises.

Si comparem la inflació actual amb la dècada dels '70, guarda inquietants similituds



Un risc que pot sortir molt car

Jugar amb la confiança dels inversors a la Reserva Federal, que sosté la divisa més important del món, és extremadament perillós. Ho va fer Roosevelt per finançar el New Deal, Truman per sostenir la maquinària de guerra, Johnson per pagar Vietnam, i Nixon per guanyar una reelecció. En tots els casos, la història va acabar igual: amb una inflació descontrolada i la pèrdua de credibilitat de les institucions.

La diferència és que Trump està adoptant un enfocament molt més descarat que els seus predecessors per pressionar la Fed: amb tweets constants ridiculitzant el seu president i parlant obertament de tenir una “majoria” a la Fed quan aconseguixi desfer-se de la governadora Cook. Tot això ha provocat que l’or se situï en màxims històrics, mentre que el dòlar viu un dels pitjors anys afectant les carteres de molts inversors internacionals. Fins i tot els interessos del deute americà a llarg termini s’han mantingut elevats malgrat l’alentiment de l’economia i les baixades de tipus.

Una pèrdua total de confiança a la Reserva Federal causaria greus problemes al mercat de bons. Estats Units registra actualment un dèficit públic del 7% sobre PIB, tres vegades superior al de l’època de Nixon; el deute públic net ronda el 100%. En aquesta situació, convèncer els inversors que ignorin aquest endeutament no és senzill, però si a sobre desconfien que la Fed complirà el seu mandat de controlar la inflació, es torna missió gairebé impossible.

Si finalment Trump aconseguix el control de la Fed i es consumís el trencament de confiança, es dispararia l’interès del deute americà a llarg termini. No costa imaginar el pas següent de Trump: el control de la corba d’interessos, és a dir, que la Fed fixi un interès per el deute artificialment baix, i el sostingui a aquest nivell mitjançant operacions de compra al mercat obert, monetitzant part d’aquest deute. A la pràctica dispararia la massa monetària i per tant reduiria el valor dels diners en circulació.

Pot semblar un escenari molt llunyà o exagerat, però la realitat és que la història és plena de casos d’enviliment monetari (*currency debasement*): l’acte de devaluar els diners amb l’objectiu de reduir o fer desaparèixer el deute a càrrec del patrimoni dels estalviadors. L’última vegada que va passar als Estats Units va ser després de la Segona Guerra Mundial. Amb un deute públic similar a l’actual, i amb el control de la Fed, van mantenir els tipus d’interès artificialment baixos, mentre que la inflació es va disparar. El deute públic es va reduir a la meitat en una dècada, el poder adquisitiu dels estalviadors també: va ser un *reset* del sistema en tota regla.

Aquesta és la veritable raó darrere de l’espectacular *rally* que porta l’or aquests últims mesos: el risc potencial que es consumeixi un assalt a la Fed. Fins ara, el mercat de deute americà i el dòlar han estat actius atractius gràcies al seu estatus com a valor refugi ja que la majoria dels països occidentals també estan amb alts nivells d’endeutament. **Però si això deixa de ser així, sempre hi haurà alternatives, i a Hanway Capital mantenim l’or com un dels nostres actius amb la mateixa convicció de sempre: protegir i preservar el vostre patrimoni a llarg termini.**

Informe de gestió

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

- 1. Posició en renda variable:** Com hem comentat al principi d'aquest informe, la renda variable ha tingut un trimestre gairebé sense ensurts. Tot i que no s'entrevéu a l'horitzó cap catalitzador per fer corregir les borses, la veritat és que estem tornant a veure alguns símptomes d'excés d'optimisme entre els inversors, especialment al sector de la IA. Sam Altman, fundador d'OpenAI, sembla haver-se convertit en el nou rei Midas: un pacte amb Oracle va afegir al valor borsari de la tecnològica \$250 mil milions; un acord semblant amb AMD només uns dies després va crear gairebé la meitat. La contribució d'aquesta posició al resultat del fons ha estat de **+2,1%**.
- 2. Posició en volatilitat:** S'ha donat un fenomen curiós al mercat de volatilitat aquest trimestre: el preu que havia de pagar un inversor per protegir-se davant de caigudes ha estat desorbitat quan ho comparem amb la volatilitat realitzada. En altres paraules, si el mercat s'estava movent de mitjana un 0,4% al dia, la volatilitat et feia pagar moviments del 0,8%. A causa d'això, hem reduït la nostra exposició a la volatilitat per sota del que és habitual durant aquest trimestre, cosa que ens ha permès contenir les pèrdues d'aquest actiu a un **-0,5%**.
- 3. Posició en or:** El gran protagonista d'aquest informe acumula 9 setmanes seguides de pujades ininterrompudes, en la seva millor ratxa des del 2020. No repetirem aquí les causes d'aquesta pujada, però sí que reiterarem la nostra convicció a l'actiu, l'exposició del qual mantenim lleugerament per sobre del 10% del fons. Aquest trimestre, l'or ha aportat un **1,4%**.
- 4. Posició en futurs de renda fixa:** Si bé els interessos del deute americà a llarg termini han baixat, es resisteixen a baixar del 4% malgrat el lleu repunt de la desocupació. Les bones notícies són que les properes setmanes ja no es publicaran més dades econòmiques descoratjadores; les dolentes són que això no és degut a que la situació hagi millorat, sinó directament perquè el govern americà està paralitzat a nivell federal pel desacord polític. Aquest tancament va camí de batre tots els rècords quant a durada. La posició de renda fixa del fons ha ajudat aquest trimestre en un **+0,3%**.
- 5. Posició en matèries primeres:** L'urani continua la seva recuperació, tot i que encara segueix lluny dels màxims que va marcar a principis del 2024. La resta de matèries primeres també l'han acompanyat, cosa que ha permès a l'actiu afegir un **+0,8%** al resultat final.

"El moment per reparar la teulada és quan el sol està brillant"

- John F. Kennedy

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%	-0.2%	2.2%	2.1%				+12.9%

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 resums 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