

Informe de gestió Q4 2025

Benvolguts inversors,

Hanway Capital Fund ha obtingut un **retorn del +0,3% aquest trimestre**, assolint un preu per acció de **169,0€** net de comissions, finalitzant **l'any 2025 amb una rendibilitat del +13,3%**. Només fa dotze mesos que Donald Trump va assumir la presidència dels Estats Units, en queden 36. En el terreny geopolític, el president està decidit a accelerar allò que en qualsevol cas era inevitable: un canvi d'ordre mundial. Seran temps convulsos fins que el món sàpiga trobar un nou equilibri. Al camp monetari, sembla disposat a seguir el camí que va iniciar Neró fa 2.000 anys. Però per entendre com Donald Trump pot posar en perill el sistema monetari actual, primer haurem de respondre una pregunta molt oportuna: a qui robaven en realitat els protagonistes de l'aclamada sèrie “*La casa de papel*”?

Una breu i decreixent història monetària

Si analitzem la història de la humanitat des del punt de vista monetari, observem una tendència impertorbable: els nostres diners cada cop estan avalats per menys. O, dit altrament; ningú no confiaria en el nostre sistema monetari actual si s'intentés implantar d'un dia per l'altre. L'única raó per la qual se sosté és gràcies al fet que el procés de degradació de les monedes ha estat molt gradual, fins a convertir el que al principi va ser un bé en si mateix en una cosa merament simbòlica.



Quan vam abandonar l'economia d'intercanvi i vam començar a transaccionar amb monedes, ho vam fer utilitzant el que anomenem “diner mercaderia”. Les monedes que es feien servir durant l'imperi romà, per exemple, derivaven el seu valor del seu contingut real en or o plata, no de la confiança en el seu emissor: l'emperador. Si una moneda d'or es fonia per fer una joia, per exemple, el valor continuava sent exactament el mateix. Per això mateix, si l'emperador desitjava augmentar el tresor públic, no n'hi quedava cap altra que augmentar els tributs, descobrir noves mines o saquejar nous territoris.

Més endavant, amb l'arribada de la mercantilització i l'augment del comerç mundial, els ciutadans van començar a dipositar els diners en sucursals bancàries. Els bancs lliuraven a canvi certificats de dipòsit, que els dipositants podien bescanviar pels seus diners en qualsevol moment. De mica en mica i per raons de practicitat, la gent va començar a utilitzar aquest paper moneda com si fos igual de valuós que els diners en si. Vam passar així a fer servir “diners representatius”: els diners ja no eren valuósos en si mateixos, però aquests bitllets sí que donaven dret a rebre aquest valor.

El tipus de diners que fem servir va canviar de nou el 1971, quan el Xoc de Nixon va acabar amb el sistema monetari de Bretton Woods i va suspendre la convertibilitat del dòlar en or. A partir d'aquell dia passem a fer servir “diners fiat” (o “diners per decret”), diners el valor dels quals deriva de la confiança dels ciutadans en el sistema i d'un govern amb capacitat de forçar l'ús d'aquesta moneda. A la Unió Europea, per exemple, l'obligació de pagar els impostos fent servir l'euro garanteix que sempre hi haurà una demanda per a la nostra moneda.

Finalment, amb la popularització d'internet i la informatització de gairebé totes les bases de dades, incloent-hi les de les institucions bancàries i governamentals, els diners físics han passat a representar només un 5% dels diners actuals en circulació. L'altre 95% només existeix en format electrònic; és a dir, és en realitat línies de codi emmagatzemades al servidor d'una institució financera. La tendència és clara: costava una quantitat d'or important encunyar una moneda fa 2.000 anys; per encunyar-la avui dia només calen uns clics en un ordinador.

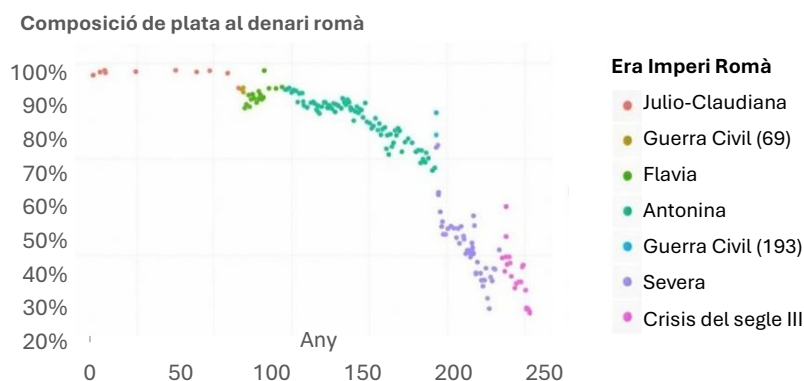
L'enviliment, una història d'abusos

Hem esmentat abans que, a la Roma imperial, l'única manera teòrica d'augmentar el tresor públic era mitjançant els impostos i les conquestes. Però els emperadors aviat van descobrir que hi havia una tercera manera encara més senzilla: corrompre el sistema.

Corria l'any 64 dC quan el foc va arrasar durant deu dies la capital de l'imperi romà. L'emperador Neró, que havia rebut el comandament del seu pare adoptiu Claudi uns anys abans, no volia veure soscavats els recursos del *Fiscus* (el tresor imperial que es feia servir per sufragar la despesa pública) amb l'enorme desemborsament que requeria reconstruir la ciutat de Roma.

Després de consultar amb els seus assessors, va idear una forma gairebé innòcua de fer que ningú sufragués aquesta despesa. Va fundar totes les monedes que formaven part del *Fiscus* (s'estima que al voltant del 30% de totes les monedes que hi havia en circulació), i va tornar a encunyar-les, encara que reduint lleugerament la quantitat de metall preciós que hi havia a cadascuna. El denari, per exemple, va veure reduït el component de plata de 3,8 grams a 3,2. D'aquesta manera, amb un 15% més de monedes sota el seu poder, l'Estat va poder pagar les factures de la reconstrucció sense problemes. I atès que gairebé ningú no va notar la diferència, els preus es van mantenir estables i pràcticament no hi va haver inflació.

Aquest aparent èxit de Neró va ser en realitat una maledicció. Un cop es va haver trencat el tabú de variar la quantitat de metall preciós que contenien les monedes, altres emperadors posteriors van repetir el truc de màgia i van anar reduint-ne cada cop més el contingut. Es calcula que en arribar al segle III, pràcticament no quedava plata a les noves monedes que s'emetien.



Tampoc els diners representatius es van anar salvar dels abusos. En el seu disseny original, el nombre de bitllets en circulació en una economia mai no podria superar la quantitat d'or dipositada als magatzems dels bancs, garantint així l'estabilitat dels preus. Però amb el pas dels segles, els banquers es van adonar que mai no venien tots els dipositants alhora a bescanviar els seus diners. Primer en petites quantitats i després de forma massiva, els bancs van començar a crear més bitllets que or realment tenien a les caixes fortes: així podien concedir més préstecs i cobrar per ells més interessos.

Per posar límits a aquesta pràctica es van crear els bancs centrals, que requerien els bancs comercials que mantinguessin una ràtio mínima de reserves d'or per cada préstec que concedien. Però aquestes ràtios van anar baixant amb el pas dels anys. Abans de l'abandonament del patró or, als bitllets de dòlars encara es podia llegir que eren bescanviables per monedes d'or al tresor dels Estats Units, però es tractava d'una farsa manifesta. El 1970, mentre les reserves d'or del país valien 10 mil milions de dòlars, hi havia en circulació uns 800 mil milions de dòlars.

Actualment, amb els diners fiat no existeix directament cap límit per a la creació de diners. Els bancs centrals, encarregats de regular la base monetària de les divises, poden crear tots els diners que desitgin introduint dades en un ordinador. L'únic que els lliga les mans a la pràctica és la inflació que les seves accions, portades a l'extrem, poden provocar.

Seguirà Donald els passos de Neró?

En un any en què l'or s'ha revalorat en un 65%, el seu millor any des del 1979, gairebé tots els analistes apunten al temor a un enviliment digital com a principal causa, però a què es refereixen? En un context en què els diners no tenen valor intrínsec, com poden els inversors témer que cada cop tinguin menys valor?

L'explicació la trobem, com hem avançat al principi de la carta, a la popular sèrie *“La casa de papel”*. Els protagonistes prenen el control de la Reial Casa de la Moneda i imprimeixen per al seu ús privat grans quantitats de bitllets. En altres paraules, fan exactament el mateix que va fer Neró: crear diners del no-res, aparentment sense perjudicar ningú.

Però la realitat és molt diferent. Els diners, tant fa 2.000 anys com ara, són per sobre de tot, una unitat de mesura, un mitjà d'intercanvi, i sempre haurien de correspondre a la mida de l'economia d'un territori. La riquesa de Roma no va augmentar gens quan Neró va augmentar la base monetària un 15%: l'únic que va fer va ser augmentar el denominador sobre el qual la riquesa de l'imperi es comptabilitzava. El mateix va passar amb els protagonistes de *“La casa de papel”*: no estaven robant al govern espanyol, estaven robant a tots els ciutadans que fem servir l'euro a la nostra vida diària, ja que tota la riquesa de la Unió Europea ara s'havia de dividir entre més bitllets.

Encara que probablement li agradaria, Donald Trump no té tant poder als Estats Units com el tenien al seu dia els emperadors romans. La Reserva Federal, per exemple, encarregada de regular la quantitat de diners en circulació, no està subordinada al braç executiu que ell controla. Tanmateix, això podria canviar en breus: Jerome Powell, l'actual president de la Fed, acaba el seu mandat el maig d'aquest any; i Trump continua sondejant diversos candidats per substituir-lo.

Ha deixat clar que nomenarà aquell que estigui més disposat a escoltar les seves opinions una vegada al càrrec, però aconseguirà, com l'emperador romà, que augmenti la massa monetària de forma massiva per ajudar el tresor públic? La gran diferència amb Neró rau en la situació de les arque públiques dels dos imperis. Roma disposava d'una gran quantitat d'or que Neró va manipular perquè valgués més; ara els inversors temen que Trump faci els mateixos parany, però aquest cop perquè el valor del seu insostenible deute públic valgui menys. ¿Ens trobem a les portes d'una gran devaluació com ha passat tantes altres vegades a la història?



Anybody that disagrees with me will never be the Fed Chairman!

Dec 23, 2025, 12:55 PM

Encara és de nit a Caracas

Vuit minuts exactament, va ser el que l'armada americana va trigar a capturar Nicolás Maduro, cap de l'Estat i dictador de Veneçuela. No per esperat, va ser menys impactant. Tot i que el govern americà havia iniciat una escalada militar al Mar Carib, pocs s'imaginaven que acabaria amb el president d'un estat sobirà a una presó federal de Nova York.

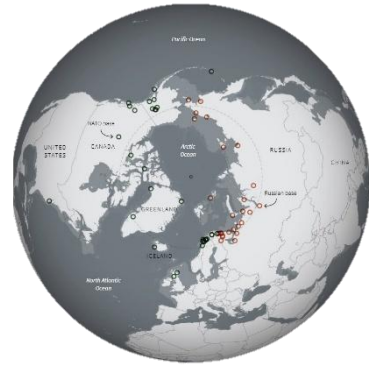
A parer nostre, aquests darrers dies els mitjans generalistes estan fent una anàlisi superficial i desencaminada sobre la situació, emmarcant l'operació com si es tractés únicament de petroli. No els culpem, Donald Trump sembla el primer interessat a encaminar el discurs en aquesta direcció. Creiem que forma part de la necessitat constant de simplificar els missatges, i produir contingut victoriós per al seu electorat, i el seu ego. Creiem que és més revelador escoltar Marco Rubio, secretari d'Estat.

Fa un any, vam escriure una carta referint-nos a la reinterpretació contemporània de Trump sobre la [Doctrina Monroe](#) que podeu recuperar ("Amèrica per als americans"), i fa sis mesos, vam publicar una exhaustiva anàlisi sobre la [situació geopolítica](#). L'operació de Veneçuela és la confluència d'aquestes dues idees. Des de fa uns anys, la decadència del bloc occidental és aprofitada per l'aliança estratègica que formen la Xina, Rússia i l'Iran, units per un objectiu comú: enderrocar l'ordre liberal mundial que consideren un fre a les seves ambicions. Aquesta triple aliança compta (o comptava) amb diversos estats satèl·lits, un dels quals era el règim chavista de Veneçuela.

Davant l'amenaça llunyana, però cada cop més plausible, d'un xoc total entre els dos blocs, l'administració americana està decidida a tenir el control absolut sobre el seu hemisferi occidental. A la cosmovisió americana, s'entén que el país ha estat beneït amb dues grans trinxeres defensives: l'oceà Atlàntic i el Pacífic. Per això, per garantir la seva seguretat nacional, consideren necessari el control del nord i del sud de les seves fronteres.

Veneçuela havia esdevingut una plataforma estratègica del bloc autocràtic. Un node clau on Rússia brindava suport diplomàtic i cooperació militar, la Xina aportava recursos i finançament a canvi del petroli; i l'Iran feia volar els seus drons. Fins i tot se sospita que existia una àmplia xarxa de finançament il·lícit vinculada al narcotràfic i rentat de diners per part de grups terroristes com Hezbollah. I tot això a menys de 2.000km de les costes de Florida.

Els Estats Units consideren essencial expulsar la intrusió xinesa, russa i iraniana de la seva esfera d'influència. Per això, el següent objectiu podria ser Groenlàndia, que tècnicament també és a Amèrica del Nord. L'administració Trump entén el desafiament que suposa l'Àrtic i les oportunitats que sorgeixen pel desgel, i considera que els europeus no són capaços de defensar-lo. Si mirem el globus terraqüi des de dalt i assumim que la major part del gel desapareixerà els propers anys, s'entén a la perfecció que Groenlàndia és un territori clau entre Rússia i els Estats Units.



En resum, les grans potències semblen preparar-se per a un improbable però possible xoc. Això està portant el món de tornada a les esferes d'influència. Els Estats Units volen controlar l'hemisferi occidental, Rússia manté la seva cosmovisió expansionista a l'est d'Europa, i la Xina podria finalment fer un moviment sobre Taiwan. Els pròxims dies sentirem parlar molt de l'Iran, el rival més feble de l'eix autocràtic, sumit en una crisi interna que Occident pretén aprofitar. El règim dels aiatol·làs podria col·lapsar deixant la Xina i Rússia més aïllades.

L'ordre mundial establert després de la Segona Guerra Mundial ha esclatat definitivament. Ningú no és capaç d'afirmar com i quan es tornaran a establir unes noves normes, ordre i equilibris. El que sí que sabem és que aquestes convulsions solen venir acompanyades de canvis dràstics en l'ordre i el sistema econòmic. És precisament en aquestes dècades, on es troben els riscos més grans per al patrimoni, però també les majors oportunitats. Seran temps convulsos fins que el món torni a trobar l'equilibri: serà cabdal estar atents, diversificats i ser flexibles.

Informe de gestió

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

- 1. Posició en renda variable:** Per tercer any consecutiu, la renda variable global s'ha revalorat més del 15%; si tornés a passar el 2026, seria la primera vegada des del 1999. L'economia sembla que continua creixent a bon ritme i les previsions per als resultats empresarials que ara comencen a publicar-se són optimistes. Serà interessant veure si amb el nou any els inversors comencen a reclamar per fi a les empreses tecnològiques resultats tangibles de les seves inversions a IA, o se segueixen conformant amb promeses. Les nostres posicions en renda variable han tingut un exercici una mica pitjor que el mercat en conjunt, minvant el resultat del fons un **-0,4%** aquest trimestre.
- 2. Posició en volatilitat:** Durant el trimestre, hi ha hagut dos episodis de volatilitat: el 10 d'octubre, quan Trump va amenaçar amb nous aranzels la Xina, i el 21 de novembre, quan els inversors van començar a témer que la Reserva Federal no abaixaria els tipus d'interès a la reunió del desembre. Finalment, les dues amenaces es van resoldre favorablement i la volatilitat va disminuir fins a mínims de l'any. Vam poder monetitzar el primer dels dos esdeveniments, cosa que ens va ajudar a limitar les pèrdues en aquest actiu a un **-0,1%**.
- 3. Posició en or:** Després de corregir un 11% des dels màxims d'octubre, l'or ha recuperat el camí alcista i segueix marcant nous rècords. L'avivament del conflicte entre Trump i la Reserva Federal no fa sinó afegir més llenya al foc; com menys independents semblin les decisions del banc central, més seguiran els inversors buscant refugi a l'or. Aquest trimestre, el metall preciós ha aportat un **+0,5%**.
- 4. Posició en futurs de renda fixa:** Tot i els esforços de l'*establishment* americà per baixar l'interès del seu deute, aquest es resisteix a baixar. Ni les baixades de tipus, ni els descensos en el preu del petroli estan aconseguint el seu objectiu. Les dades d'ocupació han seguit mostrant debilitat, però sembla clar que els *yields* no baixaran tret que ens encaminem a una recessió. La posició de renda fixa del fons ha ajudat aquest trimestre en un **+0,1%**.
- 5. Posició en matèries primeres:** El preu del petroli amb prou feines ha reaccionat als esdeveniments a Veneçuela; malgrat que es tracta del país amb més reserves provades del món, gairebé no estava produint barrils per la manca d'infraestructura. Hem aprofitat les darreres baixades per afegir a la nostra inversió en matèries primeres una posició en futurs de petroli. Les altres matèries primeres han tingut un bon final d'any, cosa que ha permès a l'actiu afegir un **+0,2%** al resultat final.

“La dona del Cèsar no només ha de ser honesta, sinó també semblar-ho”

- Juli Cèsar

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%	0.8%	0.4%	-0.9%	+13.3%

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 Balmaes 188
08006 Barcelona
+34 93 152 10 28