

## Informe de gestión Q4 2025

Estimados inversores,

Hanway Capital Fund ha obtenido un **retorno del +0,3% este trimestre**, alcanzando un precio por acción de **169,0€** neto de comisiones, **finalizando el año 2025 con una rentabilidad del +13,3%**. Tan solo hace doce meses que Donald Trump asumió la presidencia de Estados Unidos, quedan 36. En el terreno geopolítico, el presidente está decidido a acelerar lo que en cualquier caso era inevitable: un cambio de orden mundial. Serán tiempos convulsos hasta que el mundo sepa encontrar un nuevo equilibrio. En el campo monetario, parece dispuesto a seguir el camino que inició Nerón hace 2.000 años. Pero para entender como Donald Trump puede poner en jaque el sistema monetario actual, primero deberemos responder a una pregunta muy oportuna: ¿a quién robaban en realidad los protagonistas de la aclamada serie “*La casa de papel*”?

### Una breve y decreciente historia monetaria

Si analizamos la historia de la humanidad desde el punto de vista monetario, observamos una tendencia imperturbable: nuestro dinero cada vez está respaldado por menos. O, dicho de otra manera; nadie confiaría en nuestro sistema monetario actual si intentase implantarse de un día para otro. La única razón por la que se sostiene es gracias a que el proceso de degradación de las monedas ha sido muy paulatino, hasta convertir lo que al principio fue un bien en sí mismo en algo meramente simbólico.



Cuando abandonamos la economía de intercambio y empezamos a transaccionar con monedas, lo hicimos usando lo que ahora denominamos “dinero mercancía”. Las monedas que se usaban durante el imperio romano, por ejemplo, derivaban su valor de su contenido real en oro o plata, no de la confianza en su emisor, el emperador. Si una moneda de oro se fundía para hacer una joya, por ejemplo, su valor seguía siendo exactamente el mismo. Por eso mismo, si el emperador deseaba aumentar el tesoro público, no le quedaba otra que aumentar los tributos, descubrir nuevas minas o saquear nuevos territorios.

Más adelante, con la llegada de la mercantilización y el aumento del comercio mundial, los ciudadanos empezaron a depositar su dinero en sucursales bancarias. Los bancos entregaban a cambio certificados de depósito, que los depositantes podían canjear por su dinero en cualquier momento. Poco a poco y por razones de practicidad, la gente empezó a utilizar ese papel moneda como si fuera igual de valioso que el dinero en sí. Pasamos así a utilizar “dinero representativo”: el dinero ya no era valioso en sí mismo, pero esos billetes sí daban derecho a recibir ese valor.

El tipo de dinero que usamos cambió de nuevo en 1971, cuando el Shock de Nixon terminó con el sistema monetario de Breton Woods y suspendió la convertibilidad del dólar en oro. A partir de ese día pasamos a usar “dinero fiat” (o “dinero por decreto”), dinero cuyo valor deriva de la confianza de los ciudadanos en el sistema y de un gobierno con capacidad de forzar el uso de esa moneda. En la Unión Europea, por ejemplo, la obligación de pagar los impuestos utilizando el euro garantiza que siempre habrá una demanda para nuestra moneda.

Por último, con la popularización de internet y la informatización de casi todas las bases de datos, incluyendo las de las instituciones bancarias y gubernamentales, el dinero físico ha pasado a representar solo un 5% del dinero actual en circulación. El otro 95% existe únicamente en formato electrónico; es decir, es en realidad líneas de código almacenadas en el servidor de una institución financiera. La tendencia es clara: costaba una importante cantidad de oro acuñar una moneda hace 2.000 años; para acuñarla hoy en día apenas hacen falta unos clics en un ordenador.

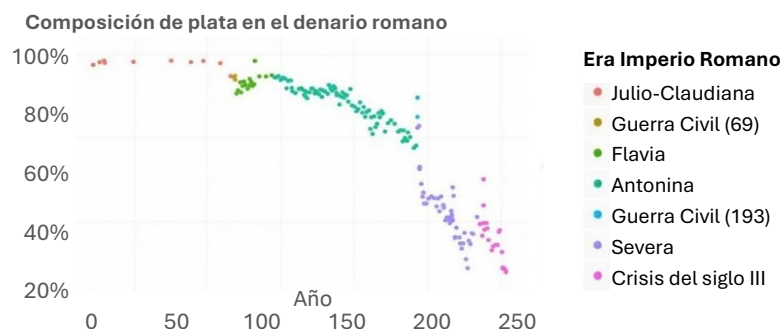
### El envejecimiento, una historia de abusos

Hemos mencionado antes que, en la Roma imperial, la única manera teórica de aumentar el tesoro público era mediante los impuestos y las conquistas. Pero los emperadores pronto descubrieron que había una tercera manera aún más sencilla: corromper el sistema.

Corría el año 64 DC cuando un gigantesco fuego arrasó durante diez días la capital del imperio romano. El emperador Nerón, que había recibido el mando de su padre adoptivo Claudio unos años antes, no quería ver socavados los recursos del *Fiscus* (el tesoro imperial que se usaba para sufragar el gasto público) con el enorme desembolso que requería reconstruir la ciudad.

Tras consultar con sus asesores, ideó una forma casi inocua de hacer que nadie sufragara ese gasto. Fundió todas las monedas que formaban parte del *Fiscus* (se estima que alrededor del 30% de todas las monedas que había en circulación), y volvió a acuñarlas, aunque reduciendo ligeramente la cantidad de metal precioso que había en cada una de ellas. El denario, por ejemplo, vio reducido su componente de plata de 3,8 gramos a 3,2. De esta forma, con un 15% más de monedas en su poder, el Estado pudo pagar las facturas de la reconstrucción sin problemas. Y dado que casi nadie notó la diferencia, los precios se mantuvieron estables y prácticamente no hubo inflación.

Este aparente éxito de Nerón fue en realidad una maldición. Una vez se hubo roto el tabú de variar la cantidad de metal precioso que contenían las monedas, otros emperadores posteriores repitieron el truco de magia y fueron reduciendo cada vez más su contenido. Se calcula que al llegar al siglo III, apenas quedaba plata en las nuevas monedas que se emitían.



Tampoco el dinero representativo se salvó de los abusos. En su diseño original, el número de billetes en circulación en una economía nunca podría superar la cantidad de oro depositada en los almacenes de los bancos, garantizando así la estabilidad de los precios. Pero con el paso de los siglos, los banqueros se dieron cuenta de que nunca venían todos los depositantes a la vez a canjear su dinero. Primero en pequeñas cantidades y luego de forma masiva, los bancos empezaron a crear más billetes que oro realmente tenían en sus cajas fuertes: así podían conceder más préstamos y cobrar por ellos más intereses.

Para poner límites a esta práctica se crearon los bancos centrales, que requerían a los bancos comerciales que mantuvieran un ratio mínimo de reservas de oro por cada préstamo que concedían. Pero estos ratios fueron bajando con el paso de los años. Antes del abandono del patrón oro, en los billetes de dólares aún podía leerse que eran canjeable por monedas de oro en el tesoro de los Estados Unidos, pero se trataba de una farsa manifiesta. En 1970, mientras las reservas de oro del país valían 10 mil millones de dólares, había en circulación unos 800 mil millones de dólares.

En la actualidad, con el dinero fiat no existe directamente ningún límite para la creación de dinero. Los bancos centrales, encargados de regular la base monetaria de sus divisas, pueden crear todo el dinero que deseen introduciendo datos en un ordenador. Lo único que les ata las manos en la práctica es la inflación que sus acciones, llevadas al extremo, pueden provocar.

### ¿Seguirá Donald los pasos de Nerón?

En un año en el que el oro se ha revalorizado un 65%, su mejor desempeño desde 1979, casi todos los analistas apuntan al temor a un envilecimiento digital como su principal causa, pero ¿a qué se refieren? En un contexto en el que el dinero no tiene valor intrínseco, ¿cómo pueden los inversores temer que cada vez tenga menos valor?

La explicación la encontramos, como hemos avanzado al principio de la carta, en la popular serie *“La casa de papel”*. En ella, los protagonistas toman el control de la Real Casa de la Moneda e imprimen para su uso privado grandes cantidades de billetes. En otras palabras, hacen exactamente lo mismo que hizo Nerón: crear dinero de la nada, aparentemente sin perjudicar a nadie.

Pero la realidad es muy distinta. El dinero, tanto hace 2.000 años como ahora, es por encima de todo, una unidad de medida, un medio de intercambio, y debería corresponder siempre al tamaño de la economía de un territorio. La riqueza de Roma no aumentó en absolutamente nada cuando Nerón aumentó la base monetaria un 15%: lo único que hizo fue aumentar el denominador sobre el que la riqueza del imperio se contabilizaba. Lo mismo ocurrió con los protagonistas de *“La casa de papel”*: no estaban robando al gobierno español, estaban robando a todos los ciudadanos que usamos el euro en nuestra vida diaria, pues toda la riqueza de la Unión Europea ahora debía dividirse entre más billetes.

Aunque probablemente le gustaría, Donald Trump no tiene tanto poder en Estados Unidos como lo tenían en su día los emperadores romanos. La Reserva Federal, por ejemplo, encargada de regular la cantidad de dinero en circulación, no está subordinada al brazo ejecutivo que él controla. Sin embargo, esto podría cambiar en breves: Jerome Powell, el actual presidente de la Fed, termina su mandato en mayo de este año; y Trump sigue sondeando a varios candidatos para sustituirle.

Ha dejado claro que nombrará a aquel que esté más dispuesto a escuchar sus opiniones una vez en el cargo, pero ¿logrará, cual emperador romano, que aumente la masa monetaria de forma masiva para ayudar al tesoro público? La gran diferencia con Nerón radica en la situación de las arcas públicas de ambos imperios. Roma disponía de una gran cantidad de oro que Nerón manipuló para que valiera más; ahora los inversores temen que Trump haga las mismas trampas para que el valor de su insostenible deuda pública valga menos. ¿Nos hallamos a las puertas de una gran devaluación como ha sucedido tantas otras veces en la historia?



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

Dec 23, 2025, 12:55 PM

### Aún es de noche en Caracas

Ocho minutos exactamente, fue lo que la armada americana tardó en capturar a Nicolás Maduro, jefe del Estado y dictador de Venezuela. No por esperado, fue menos impactante. A pesar de que el gobierno americano había iniciado una escalada militar en el Mar Caribe, pocos se imaginaban que acabaría con el presidente de un estado soberano en una prisión federal de Nueva York.

En nuestra opinión, estos últimos días los medios generalistas están haciendo un análisis superficial y desencaminado sobre la situación, enmarcando la operación como si únicamente de petróleo se tratase. No les culpamos, Donald Trump parece el primer interesado en encaminar el discurso en esa dirección. Creemos que forma parte de su necesidad constante de simplificar los mensajes, y producir contenido victorioso para su electorado, y su ego. Creemos que es más revelador escuchar a Marco Rubio, Secretario de Estado.

Hace un año, escribimos una carta refiriéndonos a la reinterpretación contemporánea de Trump sobre la [Doctrina Monroe](#) que podéis recuperar (“América para los americanos”), y hace seis meses, publicamos un exhaustivo análisis sobre la [situación geopolítica](#). Pues bien, la operación de Venezuela es la confluencia de estas dos ideas. Desde hace unos años, la decadencia del bloque occidental está siendo aprovechada por la alianza estratégica que forman China, Rusia e Irán, unidos por un objetivo común: derrocar el orden liberal mundial que consideran un freno a sus ambiciones. Esa triple alianza cuenta (o contaba) con varios estados satélites, uno de los cuales era el régimen chavista de Venezuela.

Ante la amenaza lejana, pero cada vez más plausible, de un choque total entre los dos bloques, la administración americana está decidida a tener el control absoluto sobre su hemisferio occidental. En la cosmovisión americana, se entiende que el país ha sido bendecido con dos grandes trincheras defensivas: el Océano Atlántico y el Pacífico. Por ello para garantizar su seguridad nacional, consideran necesario el control del norte y del sur de sus fronteras.

Venezuela se había convertido en una plataforma estratégica del bloque autocrático. Un nodo clave donde Rusia brindaba respaldo diplomático y cooperación militar, China aportaba recursos y financiación a cambio de su petróleo; e Irán hacia volar sus drones y hasta se sospecha que existía una amplia red de financiamiento ilícito vinculadas al narcotráfico y lavado de dinero por parte de grupos terroristas como Hezbolá. Y todo esto a menos de 2.000km de las costas de Florida.

Estados Unidos considera esencial expulsar la intrusión china, rusa e iraní de su esfera de influencia. Por ello, el siguiente objetivo podría ser Groenlandia, que técnicamente también está en Norteamérica. La administración Trump entiende el desafío que supone el Ártico y las oportunidades que surgen por el deshielo, y considera que los europeos no son capaces de defenderlo. Si miramos el globo terráqueo desde arriba y asumimos que la mayor parte del hielo desaparecerá en los próximos años, se entiende a la perfección que Groenlandia es un territorio clave entre Rusia y Estados Unidos.



En resumen, las grandes potencias parecen prepararse para un improbable pero posible choque. Esto está llevando el mundo de vuelta a las esferas de influencia. Estados Unidos quiere controlar el hemisferio occidental, Rusia mantiene su cosmovisión expansionista en el Este de Europa, y China podría finalmente hacer un movimiento sobre Taiwan. En los próximos días oiremos hablar mucho de Irán, el rival más débil del eje autocrático, sumido en una crisis interna que Occidente pretende aprovechar. El régimen de los ayatolas podría colapsar dejando a China y Rusia más aisladas.

El orden mundial establecido tras la Segunda Guerra Mundial ha estallado definitivamente. Nadie es capaz de afirmar como y cuando se volverá a establecer unas nuevas normas, orden y equilibrios. Lo que sí sabemos es que estas convulsiones suelen venir acompañadas de cambios drásticos en el orden y sistema económico. Es precisamente en estas décadas, donde se hallan los mayores riesgos para el patrimonio, pero también las mayores oportunidades. Serán tiempos convulsos hasta que el mundo vuelva a encontrar el equilibrio: será crucial estar atentos, diversificados y ser flexibles.

## Informe de gestión

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

- 1. Posición en renta variable:** Por tercer año consecutivo, la renta variable global se ha revalorizado más del 15%; si ocurriera de nuevo en 2026, sería la primera vez desde 1999. La economía parece que sigue creciendo a buen ritmo y las previsiones para los resultados empresariales que ahora empiezan a publicarse son optimistas. Será interesante ver si con el nuevo año los inversores empiezan a reclamar por fin a las empresas tecnológicas resultados tangibles de sus inversiones en IA, o se siguen conformando con promesas. Nuestras posiciones en acciones han tenido un desempeño algo peor que el mercado en su conjunto, menguando el resultado del fondo un **-0,4%** este trimestre.
- 2. Posición en volatilidad:** Durante el trimestre, ha habido dos episodios de volatilidad: el 10 de octubre, cuando Trump amenazó con nuevos aranceles a China, y el 21 de noviembre, cuando los inversores empezaron a temer que la Reserva Federal no bajaría los tipos de interés en su reunión de diciembre. Finalmente, ambas amenazas se resolvieron favorablemente y la volatilidad disminuyó hasta los mínimos del año. Pudimos monetizar el primero de los dos eventos, lo que nos ayudó a limitar las pérdidas en este activo a un **-0,1%**.
- 3. Posición en oro:** Tras corregir un 11% desde sus máximos de octubre, el oro ha recuperado la senda alcista y sigue marcando nuevos récords. El avivamiento del conflicto entre Trump y la Reserva Federal no hace sino añadir más leña al fuego; cuanto menos independientes parezcan las decisiones del banco central, más seguirán los inversores buscando refugio en el oro. Este trimestre, el metal precioso ha aportado un **+0,5%**.
- 4. Posición en futuros de renta fija:** Pese a los esfuerzos de todo el *establishment* americano por bajar los *yields* de su deuda, esta se resiste a bajar. Ni las bajadas de tipos, ni los descensos en el precio del petróleo están logrando su objetivo. Los datos de empleo han seguido mostrando debilidad, pero parece claro que los *yields* no bajarán a no ser que nos encaminemos a una recesión. La posición de renta fija del fondo ha ayudado en un **+0,1%** este trimestre.
- 5. Posición en materias primas:** El precio del petróleo apenas ha reaccionado a los eventos en Venezuela; a pesar de que se trata del país con mayores reservas probadas del mundo, casi no estaba produciendo barriles por la falta de infraestructura. Hemos aprovechado las últimas bajadas para añadir a nuestra inversión en materias primas una posición en futuros de petróleo. Las demás materias primas han tenido un buen final de año, lo que ha permitido al activo añadir un **+0,2%** al resultado final.

*“La mujer del César no debe solo ser honesta, sino también parecerlo”*

- Julio César

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%	-0.2%	2.2%	2.1%	0.8%	0.4%	-0.9%	<b>+13.3%</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