

Carta del primer trimestre de 2025

Salmon Mundi Capital finalizó el primer trimestre de 2025 con una rentabilidad positiva del +4,8%. Las mineras de oro, las compañías de petróleo y las coberturas aportaron rentabilidad consiguiendo más que compensar las caídas en otras posiciones de la cartera.

La volatilidad ha vuelto a los mercados este trimestre. A nivel global ha habido ventas continuas de bonos estatales. En concreto, Japón y China han estado realizando ventas significativas de bonos de EEUU, y como consecuencia, China actualmente tiene el menor nivel de Treasuries desde 2009. Esto es una señal de riesgo, ya que EEUU sigue teniendo una deuda y un déficit muy elevados, que continúan aumentando. En febrero el déficit aumentó un 38% frente al mismo periodo del año fiscal anterior. Además, los tipos actuales más altos en el país dificultan la refinanciación que debe realizar en 2025 de casi \$10 trillones americanos e incrementan también el coste del servicio de la deuda, que ya alcanza el 4,7% del PIB.

También ha sufrido caídas la renta variable de EEUU, puesto que los inversores están saliendo del país con destino a Europa principalmente. Es un movimiento que tiene sentido atendiendo a la sobrevaloración que aún existe en la bolsa americana, que finalizó el año pasado con un valor de mercado sobre PIB ("indicador de Buffett") del 211%, situándose un 67% por encima de la línea de tendencia histórica del mercado.

Los aranceles propuestos por el presidente Trump, aparte de las disrupciones que pueden suponer en el comercio global, están incrementando las posibilidades de que EEUU entre en un periodo de estanflación. Las expectativas de inflación a largo plazo se sitúan en su nivel máximo de los últimos treinta y dos años y la Fed de Atlanta estima que el PIB en términos reales de EEUU dejará de crecer en estos meses.

En Europa los países están intentando estimular sus economías estancadas, especialmente Alemania, que tras llevar desde 2020 sin crecer, su gobierno ha anunciado un fuerte plan de gasto militar e inversión en infraestructuras. China, por su parte, continúa sus medidas para intentar salir de la crisis, aunque eso no ha evitado que este trimestre haya vuelto a quebrar otro gran promotor inmobiliario (Vanke).

La **estructura de la cartera** mantiene un posicionamiento defensivo. A cierre de año las posiciones largas representaban el 73% de la cartera y las posiciones cortas el 48%. La distribución de las posiciones largas por sectores era la siguiente: oro, plata y mineras de oro (26%), petróleo (21%), TMT (18%) y otros sectores (8%). Por otro lado, se mantienen posiciones cortas sobre índices internacionales de renta variable con el objetivo de proteger la cartera. La distribución de las posiciones cortas es la siguiente: EEUU (22%), Australia (10%), Canadá (9%) y otros (7%). La liquidez y bonos corporativos a corto plazo representan el 32% de la cartera.

Los futuros del **oro** han superado los \$3.150 por onza en el trimestre. La tensión geopolítica unida a las mayores expectativas de inflación y a los estímulos monetarios continuos, hacen que el metal siga su senda alcista a pesar de haber alcanzado máximos históricos. Además, la demanda de los bancos centrales se mantiene fuerte y los inversores particulares comienzan a mostrar interés, ya que en febrero y marzo ha habido fuertes entradas de dinero en ETFs de oro físico, por valor de más de \$11,4 billones americanos. Aún así, la tenencia de ETFs de oro por parte de los inversores occidentales ronda los 86 millones de onzas, muy por debajo de las más de 110 millones de onzas que se alcanzaron en 2020. El precio de la **plata** también se ha visto impulsado por sus buenas perspectivas, debido principalmente a la fuerte demanda del metal a nivel global, que podría hacer que 2025 se convirtiera en el quinto año consecutivo de déficit estructural de oferta. Además, actualmente el ratio de oro/plata es más favorable a la plata.

Las **mineras de oro** han comenzado el año con subidas superiores a las del precio del oro, aspecto muy relevante ya que llevaban desde 2008 con un comportamiento relativo poco favorable. A pesar de las subidas, siguen un c30% por debajo de los máximos alcanzados en 2011 y están en su nivel de valoración más atractivo desde 2015 y 2020, si tenemos en cuenta los márgenes (precio/AISC). Actualmente, las mineras de oro están generando un flujo de caja libre superior al de las acciones tecnológicas. Algo que ya pasó en 2001 y marcó el comienzo de una de las décadas de mayor revalorización para las empresas de la industria minera. Se mantienen en cartera las dos mayores compañías del sector (Barrick y Newmont) esperando que reporten resultados positivos en los próximos trimestres.

Las compañías vinculadas al sector **petróleo** tuvieron en general un comportamiento positivo. Se han realizado cambios para reposicionar parte en compañías petroleras europeas que consideramos que cotizan a unos múltiplos más atractivos. Las perspectivas creemos que son favorables para el petróleo por las incesantes tensiones geopolíticas, la demanda en máximos, los bajos inventarios y el potencial estancamiento de la oferta, ya que la gran fuente de crecimiento en los últimos años (cuenca de Permian en Texas), lo está haciendo cada vez a menor ritmo. Ya son varios los directivos de grandes empresas petroleras los que han alertado de que el shale de EEUU podría alcanzar máximos de producción en estos próximos cinco años para luego mantenerse estancado.

Las cotizaciones de las compañías que componen el **sector TMT** tuvieron un comportamiento mixto. Siendo Bolloré la que peor comportamiento tuvo y Samsung Electronics la que más repuntó. Consideramos que Samsung está cotizando a múltiplos muy atractivos con respecto a sus comparables del sector tecnológico. Bolloré, por su parte, es un holding familiar que creemos que ofrece un gran potencial de revalorización por su elevado descuento sobre NAV.

Las **coberturas** han protegido la cartera en estos meses de bajadas de la renta variable americana, donde algunos índices finalizan el trimestre con caídas en torno a doble dígito. Creemos que aún hay riesgo de mayores ajustes debido a la sobrevaloración de muchas clases de activos. En este sentido mantenemos una estructura de cartera defensiva.

Atentamente,

Salmon Mundi Advisors

AVISO LEGAL

Este documento tiene carácter meramente informativo y no constituye ninguna oferta, solicitud o recomendación de inversión del producto financiero del cual se informa. Ninguna información contenida en el mismo debe interpretarse como asesoramiento o consejo, financiero, fiscal, legal o de otro tipo. En ningún caso este documento sustituye a cualquier otro de carácter legal, debiendo cumplimentar en cada caso de inversión, aquel que resulte adecuado para cada modalidad de inversión. A este respecto el inversor deberá recibir la documentación requerida por las disposiciones legales correspondientes. La información contenida en este documento se ha obtenido de buena fe de fuentes que consideramos fiables, empleando la máxima diligencia en su realización. No obstante, no se garantiza la exactitud o integridad de la información que se contiene en el presente documento, la cual se manifiesta ha sido basada en servicios operativos y estadísticos u obtenida de otras fuentes de terceros. Todas las estimaciones y opiniones recogidas en este documento son realizadas en la fecha de su publicación y podrían cambiar sin previo aviso.

El valor de cualquier inversión puede fluctuar como resultado de cambios en los mercados. La información de este documento no pretende predecir resultados ni asegurar los mismos. La información aquí contenida se ha preparado para su difusión general y en ningún caso sustituye a la información oficial. No tiene en cuenta los objetivos específicos de inversión, situación financiera o necesidades de ninguna persona en particular. Las inversiones discutidas en esta publicación pueden no ser idóneas para todos los inversores. Cualquier inversión deberá ajustarse al perfil de riesgo de cada inversor resultante del correspondiente test Mifid que se deberá completar. Debería buscarse asesoramiento de un asesor financiero sobre la idoneidad de los productos aquí mencionados antes de comprometerse a compra dichos productos, a la luz de sus objetivos específicos, situación financiera y necesidades particulares. Ninguno de los consejeros de Salmon Mundi Capital Sicav ni sus representantes legales, ni Salmon Mundi Advisors EAF, S.L. ni ninguno de sus respectivos empleados, representantes legales, consejeros o socios aceptan ninguna responsabilidad por pérdidas directas o indirectas. No se aceptará ninguna responsabilidad por el uso de la información contenida en este documento, que pueda producirse basadas en la confianza o por un uso de esta publicación o sus contenidos o por cualquier omisión. Los resultados pasados no son garantía o predicción de rentabilidades futuras. La información aquí contenida no pretende predecir resultados, los cuales pueden diferir sustancialmente de los reflejados.

Este documento no puede ser reproducido (en parte o en su totalidad) sin nuestro permiso previo por escrito. Este documento se dirige exclusivamente a su destinatario y puede contener información confidencial sometida a secreto profesional o cuya divulgación esté prohibida en virtud de la legislación vigente, por lo que se informa a quien lo recibiera sin ser su destinatario la responsabilidad en la que podría incurrir si lo utilizara o divulgase para cualquier fin. Si ha recibido este documento por error, le rogamos que nos lo comuniqué por teléfono y proceda a su eliminación. Por razones legales y operativas, este documento no está dirigido a personas físicas residentes en Estados Unidos o personas jurídicas constituidas bajo legislación estadounidense.