

Carta del primer semestre de 2025

Salmon Mundi Capital finalizó el primer semestre de 2025 con una rentabilidad positiva del +2%, siendo las mineras de oro las que tuvieron un mejor comportamiento en el trimestre mientras que las posiciones cortas y las compañías de servicios de petróleo las que más rentabilidad detrajeron.

El segundo trimestre ha estado marcado por la geopolítica. Los índices de renta variable comenzaron el trimestre con caídas fuertes tras anunciar Trump la imposición de aranceles en su guerra comercial, pero la recuperación fue rápida. El conflicto en Oriente Medio entre Israel e Irán, y la participación de EEUU, tampoco logró desestabilizar los mercados de renta variable, finalizando los índices el semestre en positivo. Consideramos que los fuertes repuntes son fruto de una complacencia extrema, los riesgos continúan agravándose y la incertidumbre a nivel global es muy elevada. La economía de EEUU se contrajo un 0,5% en el primer trimestre del año (mayor contracción desde 2020 y un cambio radical respecto al crecimiento del 2,4% del cuarto trimestre de 2024), se espera que la deuda y el déficit alcancen niveles récord este año, la sobrevaloración continúa, la morosidad está aumentando en todas las categorías de crédito y los directivos de las compañías americanas llevan meses vendiendo acciones.

Tanto los aranceles de la guerra comercial, como los conflictos armados abiertos, creemos que incrementan las expectativas de inflación en los próximos años. Un repunte fuerte de la inflación históricamente ha sido negativo tanto para los índices de renta variable (impacto en los márgenes empresariales), como para los bonos. Sin embargo, las materias primas (especialmente el petróleo y el oro) y las compañías vinculadas a este sector, han sido las grandes beneficiarias en estos períodos. A pesar de que el oro haya repuntado, las mineras de oro siguen prácticamente en mínimos históricos en relativo al precio del metal. Y en el caso concreto del petróleo, si consideramos el precio en términos reales, se encuentra hoy en un nivel similar al de mediados de la década de los 80 y las compañías del sector cotizando a unas valoraciones muy atractivas.

La **estructura de la cartera** mantiene un posicionamiento defensivo. A cierre del semestre las posiciones largas representaban el 74% de la cartera y las posiciones cortas el 51%. La distribución de las posiciones largas por sectores era la siguiente: petróleo (27%), oro, plata y mineras (20%), TMT (19%) 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 (21%), Canadá (10%), Australia (9%) y otros (11%). La liquidez y bonos corporativos a corto plazo representan el 26% de la cartera.

Los futuros del **oro** volvieron a alcanzar niveles récord en el trimestre, señal de que existen importantes desequilibrios en la economía. La demanda de los bancos centrales se mantiene

fuerte, alcanzando por tercer año consecutivo compras de más de 1.000 toneladas, muy por encima de las 400-500 toneladas que compraban de media en la década anterior. El caso más llamativo es el del banco central de China ya que, según informó Goldman Sachs, está comprando en secreto casi diez veces más oro del que reporta. Por otra parte, este año se ha alcanzado otro nuevo hito, ya que el oro ha superado al euro como segundo mayor activo de reserva mundial.

El precio de la **plata** ha alcanzado en estos meses máximos de los últimos trece años, aun así, y debido al fuerte repunte del oro, el ratio del oro contra la plata sigue más favorable a la plata. Además, los repuntes en el precio de la plata tienden a seguir a los del oro, aunque con un decalaje.

Pensamos que las **mineras de oro** son un sector atractivo, ya que están consiguiendo los mejores márgenes de los últimos cincuenta años y el flujo de caja por acción ha alcanzado su nivel más alto desde 2012. Se han aprovechado las subidas para reducir la exposición, pero se mantienen en la cartera las dos mayores mineras de oro del mundo. En concreto Barrick, la mayor posición de la cartera en el sector, espera aumentar un 30% la producción en los próximos años, debido, en gran parte, a que en los próximos años empezarán a producir dos nuevas minas (Reko Diq y Lumbwana). Gracias a ellas aumentarán su exposición también al cobre, que consideramos que es un metal crítico con perspectivas muy positivas, ya que para 2035 se espera que la demanda sea ya superior que la oferta.

Las compañías de **petróleo**, exceptuando las del sector servicios, tuvieron en general un buen comportamiento en relativo al crudo. A pesar de que pesa en la valoración del sector la posibilidad de que haya un exceso de oferta de petróleo este año, es importante tener en cuenta que la escasa inversión de la última década puede tener consecuencias en el medio plazo. Según la Agencia Internacional de la Energía 2025 va camino de ser el primer año en que descienda la inversión año tras año desde 2020. Los inventarios de crudo de EEUU han tocado mínimos estacionales de los últimos once años y los productores de shale en el país tienen complicaciones para abrir nuevos pozos rentables cuando el precio es inferior a \$65/barril. Es un sector que actualmente está muy despreciado y consideramos que gran parte de las noticias negativas están ya descontadas por el mercado. Es llamativa la infraponderación de los gestores a las compañías energéticas en las carteras, que se sitúa en mínimos de los últimos veinte años.

En el sector **TMT**, Samsung Electronics continúa cotizando a múltiplos muy atractivos a pesar del sólido comportamiento de sus acciones en lo que va de año. Esperamos una mejora del resultado en la división de semiconductores en la segunda mitad del año a medida que la compañía incremente las ventas de chips de memoria de alto valor añadido utilizados en desarrollos de IA. Creemos que Bolloré cotiza con un importante descuento sobre NAV. La simplificación de la cartera de negocios de la compañía debería a medio plazo facilitar la puesta en valor de sus acciones.

Las **coberturas** sirven a Salmon Mundi como protección ante eventuales caídas, pero también como instrumento que proporciona liquidez en los momentos de estrés en los que suelen aflorar las oportunidades de inversión más interesantes. Hasta que no se disipen los riesgos latentes, la estructura de la cartera se mantendrá 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 comunique 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.