

Carta del tercer trimestre de 2025

Salmon Mundi Capital finalizó los primeros nueve meses del año con una rentabilidad positiva acumulada del +10,8%. Destacamos el buen comportamiento de las mineras de oro, del oro y la plata, y también de Samsung Electronics y Repsol.

Los índices bursátiles de EEUU continúan marcando máximos, mientras la sobrevaloración del mercado sigue agravándose. Actualmente el CAPE (precio/beneficio normalizado de los últimos 10 años) del S&P 500 cotiza ya por encima de 40x frente a su media histórica de 17,3x.

Consideramos que el fuerte repunte del precio del oro es una señal más de los problemas que se observan en la economía. El oro es un activo refugio al que los inversores recurren, no en épocas de bonanza, sino en épocas de desequilibrios e incertidumbre. En este sentido es importante destacar que entre los grandes demandantes de oro se encuentran los bancos centrales, que ya acumulan más oro que bonos americanos, algo que no sucedía desde 1996.

La **estructura de la cartera** mantiene un posicionamiento defensivo. A cierre del semestre las posiciones largas representaban el 72% de la cartera y las posiciones cortas el 50%. La distribución de las posiciones largas por sectores era la siguiente: petróleo (27%), oro, plata y mineras (20%), TMT (18%) y otros sectores (7%). 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 (20%), Canadá (10%), Australia (9%) y otros (11%). La liquidez y bonos corporativos a corto plazo representan el 28% de la cartera.

El fuerte repunte de las cotizaciones de las **mineras de oro** ha permitido tomar beneficios en este sector, sobre todo en Barrick y Newmont. En metales preciosos se mantiene una mayor exposición a plata que a oro ya que el ratio oro-plata es actualmente más favorable a la plata. Además, las continuas importaciones de plata por parte de China e India, continúan tensionando un mercado que ya es deficitario desde el año 2020.

A pesar de que el precio del crudo haya caído desde el inicio del año (-11,5% el Brent), las **compañías energéticas** de la cartera han tenido un comportamiento razonablemente positivo ya que las petroleras integradas han más que compensado la evolución de las compañías de servicios. Nuestra opinión es que, a medio plazo, los fundamentales de este sector son muy favorables. Las tasas de declino de los yacimientos en producción se han venido acelerando en los últimos años, el crecimiento de la producción del shale en EEUU sigue ralentizándose y la inversión en exploración y producción continúa en niveles insuficientes para abastecer el crecimiento constante de la demanda de crudo.

En el sector **TMT**, destacamos la buena evolución de las acciones de Samsung Electronics, sobre todo por los avances de la compañía en la parte del negocio de memoria vinculado a los desarrollos de IA (memoria HBM). En cuanto a Bolloré, creemos que cotiza a 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.

Consideramos que la persistente implementación de políticas monetarias laxas por parte de los bancos centrales ha generado importantes desequilibrios en la economía y burbujas en muchas clases de activos. En este sentido, mientras los riesgos no se disipen se mantiene una estructura de cartera defensiva con **coberturas**.

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.