



Silver Alpha Asset Management

Carta Trimestral

Tercer trimestre 2025

1. Escenario de mercado hasta septiembre 2025

El tercer trimestre de 2025 ha seguido estando marcado por un escenario de elevada incertidumbre en los mercados. La inflación en EE. UU. y Europa muestra signos de moderación, aunque la política monetaria sigue condicionando los flujos de inversión globales. La Reserva Federal cumplió con el guión y recortó los tipos de interés de referencia en 25pb, siendo la primera bajada de 2025 y la primera desde diciembre 2024. Por su parte, el BCE ha mantenido sin cambios su política monetaria.

Las tensiones geopolíticas —desde la guerra en Ucrania hasta la incertidumbre en Oriente Medio— se suman a la campaña electoral en EE. UU., donde los mercados han empezado a descontar un mayor riesgo de interferencia política en la Reserva Federal. Estos factores han contribuido a un aumento de la volatilidad en los activos financieros.

En el periodo, la renta variable ha mantenido un tono positivo, apoyada en unos resultados empresariales sólidos y en la expectativa de un ciclo de recortes de tipos por parte de los bancos centrales. Los principales índices estadounidenses han alcanzado nuevos máximos, mientras que Europa mostró un comportamiento más moderado y los mercados emergentes se han beneficiado del repunte en Asia.

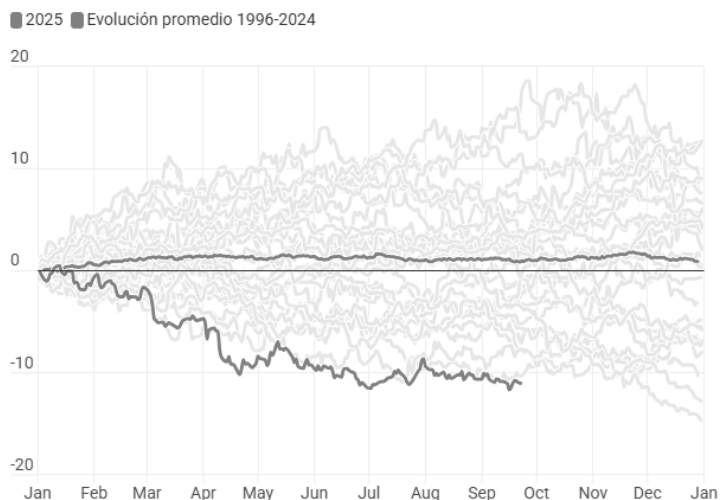
En renta fija, los bonos soberanos han recuperado parte del terreno perdido tras la relajación de las curvas, y los diferenciales de crédito se han estrechado. Las materias primas por su parte, han mostrado un comportamiento mixto, con avances del oro y otros metales y correcciones en el petróleo.

En este contexto, el dólar ha registrado su peor ejercicio en tres décadas, con una apreciación notable del euro que ha restado rentabilidad a las inversiones internacionales desde la perspectiva europea, reflejando la combinación de ralentización del crecimiento, déficits elevados y mayor incertidumbre política. Este movimiento de divisas ha tenido un impacto directo en los resultados de las inversiones internacionales para los partícipes europeos.

2. El impacto de la divisa: más ruido que realidad en la cartera

En lo que llevamos de año, la evolución de Silver Alpha Vision Equities refleja un retroceso que, a primera vista, podría sugerir un deterioro en el comportamiento de nuestras compañías en cartera. Sin embargo, el análisis detallado revela una conclusión bien distinta: la totalidad del diferencial negativo proviene del efecto divisa, no de la evolución fundamental de los negocios en los que invertimos ni sus cotizaciones.

Índice del dólar estadounidense anual hasta septiembre (1996 - 2025)



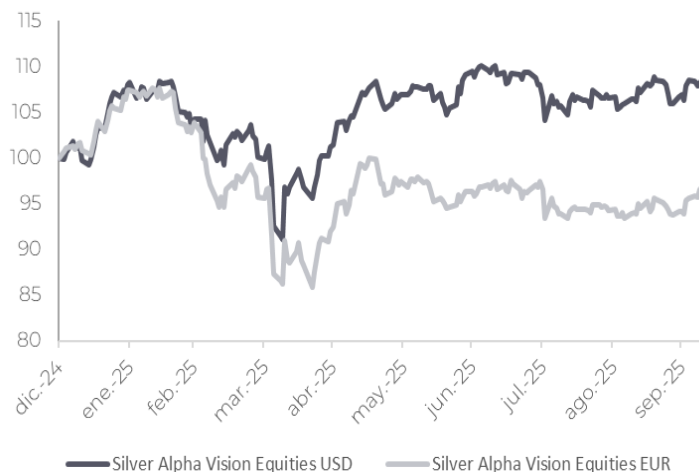
Fuente: Bloomberg, El Economista.

La rentabilidad negativa de Silver Alpha Vision Equities en lo que va de año no se debe a caídas en las cotizaciones de nuestras compañías. De hecho, la cartera en su moneda (USD) presenta resultado positivo y los negocios mantienen fundamentales sólidos (crecimiento de beneficios, generación de caja y balances saneados). El diferencial aparece al trasladar esas ganancias a euros: la depreciación del dólar frente al euro ha reducido el valor de esas plusvalías cuando se convierten a EUR.

Para ponerlo en contexto

- En USD, la cartera muestra una rentabilidad positiva ($\approx +6,9\%$).
- Efecto divisa: la apreciación del EUR frente al USD resta $\sim 12,8$ puntos porcentuales al convertir a euros.
- En EUR, el resultado agregado queda en $-5,9\%$, pese a que las compañías lo han hecho bien en su moneda.

Evolución del fondo USD vs EUR



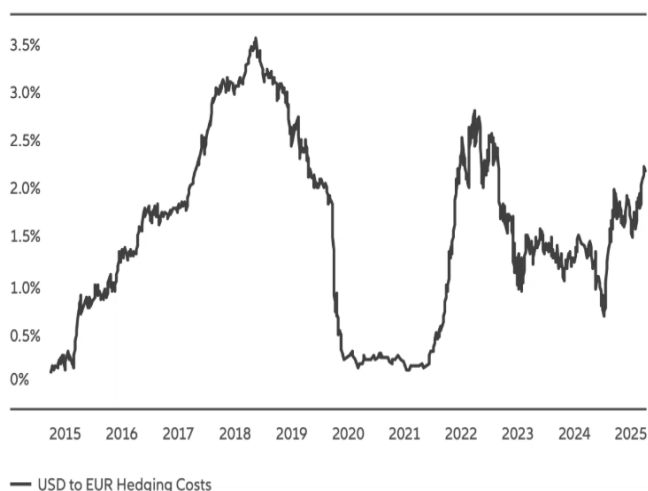
Fuente: datos en base 100 cotización diaria en EUR y USD. Datos Bloomberg.

El comportamiento de 2025 no refleja debilidad de las empresas ni de sus cotizaciones, sino un efecto de traducción contable por divisa. La tesis de inversión sigue anclada en los fundamentales y en la duración del crecimiento de los negocios, no en apostar por movimientos del tipo de cambio.

3. El coste de cubrir la divisa

Cubrir el riesgo divisa no es gratis. Requiere el uso de derivados (forwards, swaps) y supone lo que se denomina pagar un 'carry' negativo, cuando los tipos de interés en EE. UU. están muy por encima de los europeos. En otras palabras, el coste de financiar la posición es mayor cuando la brecha de tipos de interés entre EE.UU. y Europa es más grande, como el momento actual. Vamos a verlo con números.

Coste de cubrir el 100 % de una posición en dólares estadounidenses frente al euro durante un año



Fuente: Allianz Global Investors.

¿Cómo leerlo?

- **2015–2018:** el coste sube de ~0% a >3% por el ciclo de subidas de la Fed mientras el BCE mantenía tipos muy bajos. Cubrir era caro.
- **2020–2021:** con tipos casi a 0% en ambos lados por la pandemia, el coste cae casi a cero (cubrir apenas “cuesta”).
- **2022:** la Fed vuelve a subir agresivamente y el BCE va por detrás el coste salta hacia ~2,5%.
- **2023–2024:** cierto alivio, volviendo a umbrales del 1–1,5%, pero sin volver a niveles de 2020–21.
- **2025:** repunte de nuevo hacia ~2%.

Esto qué implica? Cubrir el tipo de cambio suele costar entre un 1-3% anual, y este coste es recurrente y merma la rentabilidad de una estrategia cubierta. Cubrir el riesgo divisa en renta variable tiene un coste elevado a largo plazo, pues implica pagar de forma recurrente la diferencia de tipos de interés entre EE. UU. y la Eurozona.

Ese “seguro” erosiona silenciosamente la rentabilidad acumulada de los inversores. De hecho, estudios históricos evidencian que cubrir divisa en renta variable reduce la volatilidad en el corto plazo, pero supone un lastre de más del 2% anualizado en horizontes largos, especialmente en entornos de tipos de interés como el actual.

En este contexto, nuestra decisión de no cubrir divisa responde a una convicción estratégica: a largo plazo, el crecimiento de los negocios pesa mucho más que los vaivenes cambiarios. Y lo cierto es que hoy, con el dólar en niveles históricamente bajos frente al euro, el efecto divisa que este año resta, mañana puede convertirse en viento de cola.

4. Momento de oportunidad

La evolución reciente del fondo refleja principalmente el impacto del tipo de cambio, no el comportamiento de las compañías en cartera. De hecho, la mayoría de nuestras posiciones ha seguido revalorizándose en sus monedas locales, impulsadas por crecimientos sólidos en beneficios y márgenes.

En otras palabras, el valor de los negocios sigue creciendo, aunque la conversión a euros haya reducido temporalmente la rentabilidad en el corto plazo. Esta situación no altera la tesis de inversión: Silver Alpha Vision Equities busca crear valor a través del crecimiento operativo y la generación de caja, no mediante la expansión de múltiplos ni apuestas de mercado.



Carta Trimestral – Silver Alpha Vision Equities

Históricamente, las variaciones de divisa tienden a compensarse con el tiempo: un año restan, otro suman. Lo importante es que los fundamentales de las compañías sigan mejorando, y eso es precisamente lo que estamos viendo.

Por ello, creemos que el momento actual representa una buena oportunidad. Las valoraciones siguen razonables, los negocios mantienen una elevada rentabilidad sobre capital, y las dislocaciones provocadas por el tipo de cambio permiten acceder a compañías de calidad a precios atractivos.

Historico de la estrategia (septiembre 2025)



