

Magnus International Allocation FI.

Carta Trimestral - Tercer Trimestre de 2025.

Trimestre positivo donde el fondo ha obtenido un +1,61% de rentabilidad dejando una rentabilidad positiva en lo que llevamos de año. En comparación a fondos mixtos, seguimos entre los mejores entre aquellos más vendidos. Desde diciembre del 2018 el fondo lleva una rentabilidad acumulada del 45%. En este fondo plasmamos nuestras opiniones sobre diferentes clases de activo, así como nuestra cartera de acciones seleccionada.

Tabla 1. Rentabilidades Anuales.

2025	2024	2023	2022	2021
▲	11,58 %	10,92 %	-15,20 %	12,71 %
1,52 %	2020	2019	2018	
	7,12 %	10,00 %	-2,71 %	

Tabla 2. Rentabilidades Acumuladas.

	Acumulado 2025	en 1 mes	en 6 meses	en 1 año	en 3 años	en 5 años	en 10 años	desde inicio
Rentabilidad	1,52%	1,44%	5,53%	4,82%	28,17%	26,02%		37,67%
TAE				4,82%	8,62%	4,73%		4,67%

"Para gustos colores"

Enfocamos la parte final del año con un sentimiento de mercado que va del pesimismo a la euforia en pocos días, a veces incluso en pocas horas. Comentábamos el mes anterior como la FED se ponía en modo acomodaticio finalizando agosto con euforia, la FED bajó tipos este mes y ahora el mercado vuelve a centrarse en si habrá más bajadas. Volvemos a una situación del "peor es mejor", una vez que se descarta recesión económica el mercado prefiere ver indicadores malos lo que le permitiría seguir bajando tipos. En definitiva, imitando a cierto político, si "malo no demasiado malo es bueno" si "malo malo es malo" si "bueno no demasiado bueno es bueno" y si "muy bueno es malo". No me he vuelto loco, aunque entiendo que les lleve unos minutos entenderlo, pero créanme que en estas frases queda resumido como entender en estos momentos los vaivenes del mercado.

Siempre hemos creído que el ruido del corto plazo te lleva a tomar decisiones equivocadas, la mayor parte de las veces el "no hacer nada" es la mejor decisión siempre que creas que realmente el fondo no ha cambiado. Ahora, el tema de moda es hablar de la burbuja de la IA y se aburrirán de ver a mucha gente comparando a Nvidia hoy con Cisco en el 2000. Siento que es un debate eterno, que habitualmente, aparece a medida que los mercados tocan nuevos máximos, el apocalipsis se cierne por enésima vez en nuestras cabezas. Las diferencias con





el año 2000 son muy importantes respecto la situación actual, quien escribe estas líneas tuvo el "privilegio" de vivir *in situ* la burbuja tecnológica del año 2000 ya como gestor de fondos de inversión y es necesario explicar las grandes diferencias entra ambos periodos. Primero, la *burbuja punto com* del año 2000 fue acompañada por unos incrementos de cotizaciones que para nada se correspondían al incremento contable de beneficios y ventas de las compañías de la época, actualmente eso no pasa, recuerdo como en esa época los analistas valoraban las compañías de internet en función del número de "*clicks*" que se hacían a los *banners*. En segundo lugar, en el nacimiento de internet vimos grandes ideas, pero había una razón económica que provocó el estallido de la burbuja, las compañías no sabían o no podían monetizar el negocio en internet, por tanto, el inicio de la caída se dio en el momento en que todos se dieron cuenta que la industria no tenía todavía la capacidad de hacer negocio contante y sonante. Finalmente, y lo más importante para que estalle una burbuja, todos los grandes *crash* tienen un denominador común que no se da, la deuda, el apalancamiento financiero del sector privado es bajo si lo comparamos con el de gobiernos y los de otras épocas (1929, 1987 y 2008...).

Obviamente, también con la IA existe un riesgo de sobrecapacidad, sin embargo, la adopción de la IA en mayor o menor medida cada vez más no es algo que solo estén haciendo las grandes compañías tecnológicas, su adopción en muchos casos va a hacer que empresas de todo tipo y tamaño les va a permitir seguir siendo competitivas o no. Nuestra postura es muy pragmática, confiamos en la IA y estamos convencidos que va a suponer una revolución muy importante, pero solo nos creemos los beneficios que generen y eso es lo único que vamos a seguir evaluando, que estos estén de acuerdo con las valoraciones, mientras eso pase seguiremos en el barco. Internet tuvo su *momento 2000* y la IA también podría tenerlo, pero no sabemos cuándo.

El consenso dice que hay preocupación por las valoraciones de las 7 magníficas, no se puede generalizar, por ejemplo, *Amazon* se ha quedado muy rezagada sin razones concretas y *Nvidia* no tiene nada que ver con *Microsoft*, sin embargo, todas tienen un denominador común, fuertes crecimientos de beneficios. A nosotros nos preocupa más el pírrico incremento de beneficios en algunas áreas de mercado que curiosamente el consenso las considera "*baratas*", en fin, ...*para gustos colores*...

ANÁLISIS DE LA CARTERA

Las mayores contribuciones de este trimestre ha sido la renta variable, que en su conjunto ha aportado un 0,94% de rentabilidad, pero la posición que más ha contribuido al retorno ha sido...pues la "*trasnochada*" *Alphabet* (+37%!!), no está mal para una compañía que apenas hace un año estaba en las apuestas como la primera gran perdedora de la IA. Si alguien lee nuestros comentarios habitualmente, recordará que decíamos que esto acababa de comenzar. Han aguantado el envite y no olvidemos que *Alphabet* es el propietario de *Deep Mind*,



filial que hace años que trabaja en el desarrollo de la IA y quizás su producto más conocido el *Gemini*, el modelo de IA de *Alphabet*. Continúa siendo una de nuestras principales posiciones, históricamente ha demostrado una capacidad de adaptación fuera de lo común, al igual que Microsoft, Meta y Nvidia, se han situado en la cumbre pero a lo largo de su historia han tenido momentos complicados que han sabido navegar magistralmente.

Al fin ha despertado *ASML Holding* (+22,52%), la eterna infravaloración se ha ajustado en poco tiempo, este trimestre ASML ha sido nuestra tercera mejor contribución al retorno justo por detrás de *Broadcom* (+19%).

A nivel táctico, nuestra exposición a Oro y Plata físicos a través de diferentes ETF nos ha proporcionado una importante fuente de retorno.

Deere & Co.

Quisiera comentar una compañía más allá de la tecnológicas y que muchas veces está completamente fuera del radar de muchos inversores, pero dentro de inversión de calidad es de lo mejor que podemos encontrar:

"Ah! Si hombre los de los tractores". Esta es la frase habitual que me comentan muchos inversores cuando les comienzo a explicar la compañía. Es mucho más que eso, son los absolutos líderes en la *agricultura de precisión* (si, también fabrican tractores y maquinaria agrícola...).

La *agricultura de precisión* permite optimizar al máximo la productividad, tienen la tecnología para poder decidir de manera científica palmo a palmo que nutrientes necesita un campo, analizan cada zona del cultivo y lo que en unos centímetros se puede necesitar una cantidad determinada de un nutriente, en apenas otros pocos centímetros la cantidad puede ser completamente diferente. Esto permite gestionar los cultivos optimizando al máximo el tratamiento del campo. El área de *John Deere Financial Services* se dedica a proveer de financiación a los agricultores y ganaderos que necesitan adquirir sus servicios, y es curioso porque la primera vez que vimos la compañía con más detenimiento nos dimos cuenta de que casi no tenían impagados, lo que nos extrañó mucho. Haciendo preguntas nos explicaron la razón por la que sus préstamos no suelen tener impagos, o como mínimo ratios de insolvencia muy por debajo al de cualquier banco. La razón es muy simple, pero da una enorme ventaja competitiva, la red de concesionarios *Deere* es muy amplia y en EE. UU. casi cada población con algo de peso en agricultura tiene su concesionario oficial *Deere*, desde el que realizan la operativa de préstamos al cliente. En muchos casos son poblaciones pequeñas donde todo el mundo sabe todo de todos, el resultado es que saben perfectamente a quien pueden prestar dinero y a quien no. Quizás no sea un sistema muy científico, pero es muy acertado.

Finalmente quiero comentar que la cotización de *John Deere* tiene una fuerte correlación con el precio de los productos de agricultura, es una excelente vía



dentro de una cartera para tener exposición a estos sin necesidad de tomar posiciones directas en *commodities*.

Oro, Plata y Metales preciosos

Nos preocupa el Oro, creemos que se está cocinando poco a poco una burbuja importante. Comienzan a haber voces comentando que no cuadra la cantidad de oro teóricamente comprado a través de ETF con el existente. Más allá de la razón de fondo de la subida del Oro, una dislocación por la exagerada demanda de inversión pasiva puede dar algún susto importante.

Dentro de los metales preciosos, este trimestre subimos el peso comprando plata, tiene que ajustar parte de la subida que ya ha hecho el oro, pero además la plata tiene un uso industrial mucho más amplio en nuevas tecnologías y su demanda va a tener un soporte mucho más real que el oro, cuya demanda viene de banqueros centrales y de inversores, pero con un uso industrial mucho más reducido que la plata, su uso es para joyería y reserva de valor.

Renta Fija

La Renta Fija nos está ayudando a dar cierta estabilidad a la cartera, no podemos invertir más allá del 25% en emisores sin grado de inversión. Tenemos posiciones en bonos del tesoro EE.UU. a corto plazo con una TIR muy atractiva y creyendo que el USD frente al Euro ya ha hecho suelo y que debería de estabilizarse en un rango lateral por algún tiempo.

Seguimos con una posición en Bonos de Inflación TIPS a 20 años, no es una posición nueva como sabrán si han leído cartas previas, pero el fundamento de esta posición es protegernos ante una hipotética recesión económica, de hecho, en muchos casos estos bonos son sustitutivos del oro. A pesar de que el PIB en los EE.UU. está siendo muy potente, este está siendo inflado por la descomunal inversión en CAPEX que están realizando las grandes tecnológicas, lo que es muy positivo siempre y cuando estas inversiones den resultados. Los Bonos de Inflación se mueven en función de los tipos de interés reales (nominales ajustados a inflación), en caso de recesión o desaceleración sobrevenida, estos fácilmente podrían situarse en el 0% lo que supondría una muy importante ganancia en dichos bonos.

Aparte esta posición, nuestro posicionamiento de curva de tipos es conservador, las duraciones largas no pagan una TIR extra suficientemente atractiva para asumir ese riesgo de duración, por tanto, nos situamos en bonos corporativos con duraciones entre 3 y 5 años para capturar una rentabilidad que ayude a dotar de mayor estabilidad al conjunto de la cartera.

¿Qué pasa con el USD? El fin del dólar

Lo del USD este año está siendo muy destacable, este año la divisa está marcando la evolución de las carteras. Nosotros tenemos una exposición elevada al dólar,



porque tenemos una exposición elevada a empresas de los EE. UU., no porque lo hayamos buscado, sino porque las inversiones que hemos considerado atractivas están allá. Dicho esto, la depreciación del USD tiene dos efectos sobre la cartera, obviamente, un primer impacto negativo e inmediato que ya ha sido reflejado y otro positivo que se irá reflejando en los próximos trimestres en las cuentas de las compañías que se beneficiaron de un dólar más barato para vender más.

En líneas generales, aunque eso nos haya penalizado este año, nos gusta tener poca divisa cubierta por dos razones principales. Primero el coste de la cobertura, cubrir no es gratis y su coste varía en función del diferencial de tipos de interés, pero de forma global el coste está entre un 1,5% y un 2% anual, lo que significa que en un periodo largo de tiempo el coste acumulado puede ser brutal (15%-20% en 10 años). Esa es la razón por la que no cubrimos toda la cartera de forma sistemática. La siguiente razón a la que me refería es que el dólar, normalmente, te da una cobertura natural por el mero hecho de tenerlo, esto se debe a que si tienes acciones en dólares y hay una crisis bursátil la parte de la divisa te ayuda a compensar la caída, ya que en muchas crisis hay una búsqueda del dólar como refugio. Este efecto este año no se ha dado, lo que ha perjudicado a muchas carteras de carácter global, sin embargo, la caída de la divisa te genera un impacto negativo inmediato, pero al mismo tiempo una divisa más débil permitirá que muchas de las compañías de la cartera vean un incremento en sus ventas que compensará una parte importante, pero estos efectos se ven con trimestres de retraso, no es inmediato.

Activos digitales y el GENIUS Act.

En algún comentario mensual ya habíamos advertido del brillante *conejo en la chistera* de Mr. Trump. Creemos que esta ley aprobada este año puede ser un gran espaldarazo a las *Stablecoins*. Estas son token soportadas por un activo, en este caso la GENIUS ACT establece que estos activos que soporten a dichas *stablecoins* con Bonos del Tesoro de los EE. UU. de un plumazo y dada la fuerte demanda que habrá de dichos activos digitales, ha convertido a toda la comunidad cripto en financiadores estables del déficit norteamericano. Brillante...

Hemos comprado acciones de *Bitmine Immersion Technologies*, tradicionalmente minera digital pero que se ha convertido en empresa que actividad principal consiste en acumular cartera de Ethereum, moneda digital que puede ser la gran beneficiada ya que su *Blockchain* es en la que operan la mayor parte de *stablecoins*. El peso es muy pequeño dada su volatilidad, pero vemos ahí una oportunidad de futuro muy interesante.

Perspectivas 2025

El 2025, hasta la fecha, está su rentabilidad condicionada por la exposición, o no, al USD.



El tema del año es la desaparición del dólar a los infiernos y su sustitución por el oro y el bitcoin, no lo sé, quien sabe, con la que llevamos estos últimos cinco años para hacer previsiones estamos. Pero nosotros nos medimos frente al euro que es la moneda de referencia de la cartera y que mejor cobertura ante el anunciado apocalipsis del dólar que estar invertidos en empresas de calidad. Puede que el dólar caiga más en líneas generales, pero me cuesta ver que pueda hundirse de manera importante frente al euro, por méritos del dólar o por deméritos del euro. Comenzó el año con una gran euforia ante el gran plan de estímulo alemán, poco hemos vuelto a saber, aunque mi escepticismo ante los planes de la UE contraste con la admiración y confianza ante el rigor germánico. Pero está por ver y de momento vemos que en Europa el crecimiento de beneficios empresariales no despegue, añadir la crisis de Francia, menos mal que en España vamos muy bien y nuestro PIB va a la cabeza, seguro que *Coca Cola*, *Pepsi* y *Heineken* están muy contentos con nosotros. Quizás algún día habrá que hacer un monográfico a como crecemos en España, pero quizás sea más apropiado hacerlo para *Halloween*. Ante este panorama... ¿De verdad podemos pensar que el Euro tiene más poder de apreciación? El diferencial de tipos dólar euro es lo que va a marcar la evolución de este par de divisas.

Respecto a la fortaleza económica global, los datos manufactureros tanto en Europa como en EE.UU. e incluso en China no son muy buenos, Europa y EE. UU. dependen de los servicios y gran parte de la fortaleza económica en EE. UU. está provocada por las ingentes cantidades de dinero invertidas en *Capex* para el desarrollo de la IA. China tiene el sector interno muy flojo y cada vez se parece más a un país occidental en lo malo, hablan de los mismos errores que ha hecho occidente en los últimos 15 años, inyectar liquidez al sistema, más deuda y un envejecimiento poblacional que en un futuro será un problema. China sin sus exportaciones tendría una economía en recesión y no se venderá de forma barata a Mr. Trump y este último necesita reducir su déficit respecto a China. ¿Qué puede salir mal? ¿O quizás eso sean buenas noticias? Siga leyendo...

Nos movemos en un entorno complicado, y en este entorno tiene más sentido que nunca centrarse en la inversión de calidad con negocios sólidos, recordar un concepto básico que normalmente se desconoce, los ciclos bursátiles y económicos no coinciden temporalmente y ya hemos visto múltiples veces una economía al ralentí con bolsas al alza y economías muy fuertes con bolsas a la baja, por esto ciertos problemas económicos pueden ser buenas noticias para que Mr. Xin Pi y Mr. Trump se pongan de acuerdo en cosas, que Mr. Putin vea que tiene problemas y quiera acabar la guerra de Ucrania y que Mr. Powell y Ms. Lagarde bajen más tipos. Lo que provocaría un fuerte rally al alza...

¿Puede ser la economía un problema para los mercados? No necesariamente, estos se mueven por flujos de liquidez y esta es abundante y además la FED y BCE están en modo bajadas de tipos, pero hay que estar atento, ya hemos comentado que nos creemos la IA, pero somos pragmáticos y hemos de ver cómo van yendo las cosas en las diferentes compañías, por algo en todos los conference calls de



CFO trimestrales lo más analizado son las alusiones a sus inversiones en IA y principalmente si generan negocio o no.

¿Después de todo esto va a resultar que importa más el éxito del ingente CAPEX invertido en IA que todas las tribulaciones del Sr. Trump? Así es, respuesta correcta, ni lo duden. La IA es el motor del mercado y esta está ocultando una gran recesión de beneficios corporativos que queda disimulada por el fuerte aumento de beneficios de las 7 magníficas (...y de alguna más...), de la misma manera si cogemos los beneficios agregados del Stoxx 600 y del S&P493 (500 sin las siete magníficas) vemos que el crecimiento de beneficios es pírrico. No es cuestión de bolsa europea o norteamericana, es cuestión de compañías con capacidad de seguir creciendo o no.

Para finalizar, la clave de que el mercado actual siga de forma positiva va a depender (otra vez) del feedback que den las compañías sobre cómo evolucionan sus inversiones en IA, el mercado exige resultados ya sobre este respecto, cualquier indicación sólida en este punto puede extender el rally o bien lo puede frenar en seco. Interesante y clave para Europa comenzar a ver resultados del plan de inversión anunciado por Alemania, del promovido por la UE somos bastante escépticos dados los precedentes existentes. *"In Germany We Trust"*.



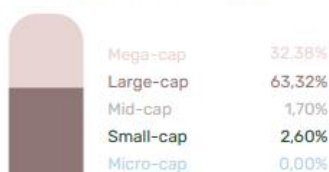
Principales magnitudes del Fondo.

EXPOSICIÓN DE RIESGOS SOBRE PATRIMONIO

	Exposición Neta	Inversión Directa	Inversión IIC	Inversión Derivados
Renta Variable	70,15%	55,33%	4,13%	10,69%
Renta Fija	22,44%	22,44%	0,00%	0,00%
Inversión Alternativa	1,36%	0,00%	1,36%	0,00%

ANÁLISIS RENTA VARIABLE

Distribución por Capitalización Bursátil



Distribución por Sector



DIEZ MAYORES POSICIONES EN RENTA VARIABLE

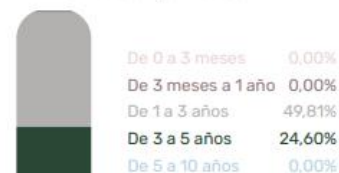
ALPHABET INC - CLASS A
MICROSOFT CORP
BROADCOM LTD
FAIR ISAAC CORPORATION
META PLATFORMS INC-CLASS A
AST SPACEMOBILE INC
ASML HOLDING NV
ZOETIS INCORPORATED
NOVO NORDISK A/S - SPONS ADR
VISA INC CLASS A SHARES

ANÁLISIS RENTA FIJA

Distribución por Rátigo



Distribución por Duración



Riesgo de divisa distinta a euro sobre patrimonio

Dólar USA	30,21%	Varías	2,68%	Rupia	1,45%	Corona Danesa	1,28%	Franco Suizo	0,87%
-----------	--------	--------	-------	-------	-------	---------------	-------	--------------	-------