

## Carta del primer semestre 2023

El valor liquidativo de Salmón Mundi Capital (SMC) retrocedió un 4,2% en el primer semestre del año debido principalmente a que las coberturas de la cartera detrajeron rentabilidad, sobre todo las posiciones cortas sobre índices de EEUU. En nuestra opinión estas posiciones son necesarias por los riesgos que vemos y por el nivel de sobrevaloración que ofrecen algunos activos, en particular, la renta variable de EEUU. El buen comportamiento de SMC el año pasado (un ejercicio muy complejo tanto para renta fija como para renta variable) se debió en buena medida a la estructura de coberturas con las que contaba la cartera.

Los bancos centrales se han visto obligados a endurecer sus políticas monetarias para intentar contener la inflación, provocando un deterioro progresivo de la situación económica y financiera global, de ahí que nuestra opinión con respecto a las bolsas globales sea negativa. Creemos que los resultados empresariales empezarán a resentirse notablemente por el impacto de la inflación y de las subidas de tipos. Por otro lado, vemos bastante probable que los bancos centrales se vean forzados a pivotar antes de haber conseguido controlar la inflación, lo que complicaría aún más la situación.

En lo que se refiere a la estructura de la cartera, a cierre del semestre las posiciones largas representaban un 85% y las posiciones cortas un 51%. La distribución de las posiciones largas por sectores era la siguiente: oro y mineras de oro (29,5%), petróleo (18%), TMTs (18%), tabaco (15%), fertilizantes (4,5%) y liquidez y bonos a corto plazo (15%). Por otro lado, las posiciones cortas están tomadas sobre índices bursátiles con el objetivo de proteger la cartera de riesgos estructurales (valoraciones muy exigentes, endeudamiento excesivo, inflación) que creemos podrían generar estrés en los mercados a medida que el contexto macro se deteriora. La distribución de las posiciones cortas es la siguiente: EEUU (22%), Canadá (12%), Australia (11%) y Europa y Hong Kong (6%).

Nuestra opinión con respecto al **oro** continúa siendo muy positiva. El argumento principal gira en torno a su condición de activo monetario y al comportamiento de los bancos centrales en los últimos tiempos. La gran cantidad de dinero creada por las autoridades monetarias durante los últimos años está erosionando el poder adquisitivo de las divisas fiduciarias, lo que podría impulsar al alza de manera significativa el precio del oro. En nuestra opinión, las **mineras de oro**, que son la principal posición de la cartera, son una opción ideal de cara a aprovechar el potencial que ofrece el precio del metal precioso. El buen comportamiento del oro impulsó las cotizaciones de algunas de las mineras de la cartera (Northern Star, Alamos o Evolution) y permitió tomar beneficios. También se redujo la exposición a Newcrest, cuya cotización experimentó una fuerte revalorización tras recibir una OPA de Newmont. Actualmente las principales posiciones de la cartera en este sector continúan siendo Agnico Eagle y Barrick.

El precio del crudo retrocedió en el semestre probablemente porque el mercado está ya anticipando un escenario de recesión. Sin embargo, creemos que los fundamentales del

**petróleo** continúan siendo muy sólidos por la falta de inversión en exploración y producción, la caída de los inventarios, los recortes de la OPEP+ y la situación geopolítica. Las petroleras canadienses que forman parte de la cartera (principalmente Canadian Natural Resources, Suncor y Cenovus), en agregado, sufrieron caídas muy inferiores a las del precio del crudo. Todas ellas ofrecen valoraciones atractivas, activos de calidad, vida de reservas larga y costes de producción bajos que les permiten continuar generando caja en escenarios de precio del crudo adversos.

Las compañías de **tabaco** tuvieron un comportamiento mixto. La cotización de Altria permaneció relativamente estable, Philip Morris International bajó ligeramente, mientras que British American Tobacco e Imperial Brands (ambas cotizadas en Reino Unido) sufrieron mayores caídas. Creemos que los inversores en general han evitado sectores defensivos, como el tabaco, en favor de otros sectores con más expectativas de crecimiento. En todo caso, pensamos que las compañías tabaqueras de la cartera son una buena oportunidad ya que cotizan a múltiplos muy bajos, forman parte de un oligopolio con elevadas barreras de entrada, son grandes generadoras de caja en cualquier momento del ciclo económico y ofrecen rentabilidades por dividendo en el entorno del 8%.

En el sector **TMT**, hay que destacar el buen comportamiento de Samsung Electronics que se ha visto favorecida por el optimismo en el sector tecnológico y, en concreto, por la inteligencia artificial. Samsung está muy bien posicionada en semiconductores, es líder mundial en chips de memoria y número dos en el negocio de foundry. Cuenta con un balance muy sólido y ofrece una valoración muy atractiva. También las acciones de Bolloré se comportaron bien debido al anuncio de una oferta para vender su negocio logístico por €5.000 millones (EV). Por último, las acciones de Liberty Global (proveedor de telefonía, internet y TV en Europa) cayeron, entendemos que en gran medida por su perfil defensivo y su condición de utility.

En el sector de **fertilizantes** se ha seguido aumentando el peso de Nutrien en la cartera. La compañía es líder mundial en potasa con una cuota de mercado del 21%. Su cotización se vio penalizada por la acumulación de inventarios de fertilizantes el año pasado. No obstante, el sector ofrece muy buenas perspectivas, sobre todo teniendo en cuenta que los inventarios globales sobre consumo de grano están en mínimos de los últimos 25 años.

En nuestra opinión estamos ante una de las mayores burbujas del último siglo. Pensamos que Salmón Mundi está bien posicionado para navegar este entorno con compañías baratas y de gran calidad.

Gracias por la confianza.

Atentamente,

Salmón Mundi

## 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 Salmón Mundi Capital Sicav ni sus representantes legales, ni Salmón Mundi 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.*