

## Carta anual 2023

El valor liquidativo de Salmón Mundi Capital retrocedió un 3,3% en 2023. La evolución positiva de parte de la cartera (oro y mineras de oro, TMT y petroleras), no fue suficiente para compensar el impacto negativo de las posiciones cortas (coberturas) que nos penalizaron por las fuertes subidas que registraron las bolsas.

2023 ha sido un ejercicio con numerosos sobresaltos, como quiebras de bancos y fuertes tensiones geopolíticas. No obstante, lo que ha primado al final en los mercados ha sido una interpretación optimista del discurso de la Reserva Federal americana (FED). El mercado parece haber descontado un escenario que incluye un aterrizaje suave de la economía de EEUU e inminentes bajadas de tipos de interés presuponiendo que la FED ha conseguido ya controlar la inflación.

Nuestra opinión es que tantos años de políticas monetarias extremas han distorsionado los precios de muchos activos y generado graves desequilibrios a nivel económico y financiero. Con déficits públicos tan elevados no va a ser fácil que los bancos centrales puedan controlar la inflación de manera estructural sin generar tensión en los mercados financieros. Pensamos que las bolsas están caras, en particular EEUU, y vemos graves riesgos a la baja a nivel global.

Un ejemplo de estos desequilibrios es la burbuja de crédito de China que ya ha empezado a tener consecuencias a nivel local. En el sector inmobiliario, uno de los principales destinatarios de este crédito, las ventas de vivienda están cayendo, el nivel de impagos subiendo, hemos visto ya quiebras de importantes promotores locales y esto podría acabar afectando gravemente al sistema bancario chino, uno de los más grandes del mundo. El año pasado la renta variable en China finalizó el año con una caída del -14%.

En lo que se refiere a la **estructura de la cartera**, a cierre del año las posiciones largas representaban un 88% y las posiciones cortas (coberturas) un 55%.

La distribución de las posiciones largas por sectores era la siguiente: oro y mineras de oro (34%), petróleo (16%), tecnología, media y telecomunicaciones, TMT (19%), tabaco (12%), otros (7%) y liquidez y bonos a corto plazo (12%). Por otro lado, Salmón Mundi Capital mantiene las posiciones cortas sobre índices bursátiles con el objetivo de proteger la cartera de riesgos estructurales que podrían generar estrés en los mercados. La distribución de las posiciones cortas es la siguiente: EEUU (25%), Canadá (12%), Australia (12%) y Europa (6%).

2023 fue un buen año para el **oro**, llegando incluso a cotizar en máximos históricos. El oro podría tener un gran potencial a medio plazo por la gran cantidad de dinero que las autoridades monetarias han creado en los últimos años y por los elevados déficits públicos que acumulan los estados. Además, históricamente se ha comportado como un activo refugio en épocas de inestabilidad. Los bancos centrales están siendo grandes compradores de oro. Han adquirido por segundo año consecutivo más de 1.000 toneladas del metal, unos niveles que no veíamos desde 2010.

Las **mineras de oro** también tuvieron un comportamiento sólido, aunque no tan destacado como el del propio metal. Siguen siendo uno de los pilares de la cartera por el gran potencial que ofrecen. Actualmente cotizan frente al oro con un descuento cercano a máximos históricos. Durante el ejercicio se aprovechó el buen comportamiento de algunas de las compañías en cartera para vender (Newcrest y Evolution Mining) o reducir exposición (Northern Star). Actualmente las principales posiciones en este sector son Agnico Eagle, Barrick Gold, Newmont y el ETF VanEck Vectors Junior Gold Miners.

A pesar de que el precio del crudo (WTI) cayó más de un -11% en el año, el **sector energía** aportó rentabilidad a la cartera. Canadian Natural Resources que es la principal posición en este sector se revalorizó un 18%. Seguimos pensando que los fundamentales del petróleo son sólidos. La caída de la inversión en exploración y producción de los últimos años podría complicar a medio plazo el abastecimiento de la demanda de petróleo, que es creciente y que ha alcanzado ya máximos históricos. Por otro lado, los inventarios de petróleo finalizaron el año cerca de los mínimos de la última década. Creemos que las petroleras incluidas en la cartera ofrecen balances sólidos, activos de gran calidad, valoraciones atractivas y son compañías capaces de continuar generando caja a precios del crudo sensiblemente inferiores a los actuales.

El **sector tabaco** detrajo rentabilidad. Creemos que las compañías en cartera (Altria, British American Tobacco e Imperial Brands) se vieron penalizadas por caídas de volúmenes en EEUU superiores a lo esperado y por su condición de valores defensivos en un contexto de excesivo apetito por el riesgo. En nuestra opinión, este sector diversifica y complementa la cartera al ser anticíclico. Son compañías que generan mucha caja, ofrecen una elevada rentabilidad por dividendo (entre un 9% y un 11%) y conforman un oligopolio con importantes barreras de entrada.

El **sector TMT** tuvo una evolución positiva en agregado, gracias a Samsung Electronics (+19%) y Bolloré (+8,4%), que son dos de las principales posiciones de la cartera. Samsung está muy bien posicionada en el negocio de semiconductores (líder global en chips de memoria y número dos en foundry), ofrece una valoración atractiva y cuenta con un balance muy sólido. Bolloré creemos que está muy barata. La compañía continúa simplificando la estructura del holding tras el acuerdo que ha firmado para vender su negocio logístico. Una vez que esta operación esté cerrada (previsiblemente en el 1T 2024), el grueso de los activos de Bolloré serán sus participaciones en Universal Music Group y Vivendi. Esto unido a una masiva posición de liquidez hace que, en nuestra opinión, no se justifique el descuento sobre NAV actual.

Las **posiciones cortas** fue lo que más rentabilidad restó de la cartera por las fuertes subidas de las bolsas, especialmente de la renta variable americana. Se cerró la posición corta sobre el índice Hang Seng de Hong Kong tras los buenos resultados obtenidos. Las coberturas se mantienen como protección frente a riesgos como por ejemplo la sobrevaloración de la renta variable americana o la burbuja crediticia de China.

Salmón Mundi Capital continúa primando la inversión en compañías de mucha calidad a valoraciones muy atractivas, y el uso de coberturas mientras persistan riesgos latentes y excesiva complacencia.

Atentamente,

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