

## Carta del primer trimestre de 2024

El valor liquidativo de Salmón Mundi Capital repuntó un 3,68% en el primer trimestre del año gracias al buen comportamiento registrado por la cartera en marzo. El oro y las mineras de oro, las compañías de petróleo y TMT fueron los sectores que más rentabilidad aportaron.

El mercado sigue pendiente de cuándo se producirá la primera bajada de tipos por parte de la Reserva Federal. Sin embargo, la inflación podría no estar tan controlada como se está estimando. La deuda a nivel global ha alcanzado niveles muy elevados y los déficits de los estados siguen creciendo. Unos déficits sobre gastos muy abultados fueron una condición necesaria para las inflaciones altas del Siglo XX.

Seguimos viendo riesgos en la economía, valoraciones caras en muchas clases de activos y excesiva complacencia, fruto de años de políticas monetarias muy laxas que han distorsionado profundamente los mercados.

En lo que se refiere a la **estructura de la cartera**, al cierre del trimestre las posiciones largas en renta variable representaban un 82% y las posiciones cortas sobre índices (coberturas) un 48%.

La distribución de las posiciones largas por sectores era la siguiente: oro y mineras de oro (34%), petróleo (16%), tecnología, media y telecomunicaciones o TMT (16%), tabaco (12%) y otros (4%). La liquidez y bonos a corto plazo representaban un 18%. Por otro lado, Salmón Mundi Capital mantiene 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: EEUU (21%), Canadá (12%), Australia (11%) y Europa (4%).

Han sido unos meses muy favorables para el **oro**, que está cotizando en máximos históricos. Existen numerosos motivos que justifican la fuerte subida: tensiones geopolíticas, perspectivas de bajadas de tipos en EEUU en junio, inflación, potenciales problemas en el sector financiero, adquisición masiva por parte de los bancos centrales y compras abundantes en China, tanto de su banco central como por parte de sus ciudadanos. Las importaciones de oro para uso no monetario en el país aumentaron un 51% en los dos primeros meses del año.

Las **mineras de oro** han tenido un comportamiento destacable en el mes de marzo, aunque sus cotizaciones aún siguen muy deprimidas con respecto al precio del metal. Creemos que tienen mucho potencial si consiguen mantener relativamente controlados sus costes. Pensamos que la falta de inversión en el sector pone aún más en valor a las compañías con

buenos activos y vida de las reservas larga. Actualmente las principales posiciones en este sector son Agnico Eagle, Barrick Gold, Newmont y el ETF VanEck Vectors Junior Gold Miners.

Las compañías del **sector energía** tuvieron un comportamiento muy positivo en este primer trimestre del año. Se han tomado beneficios en Canadian Natural Resources tras la buena evolución de su acción, y se ha incorporado NOV Inc. a la cartera. Actualmente la principal posición en este sector es Suncor Energy, que cuenta con un mix de activos muy interesante, márgenes elevados y una valoración atractiva.

El **sector tabaco** tuvo una evolución desigual, siendo las acciones de Altria las que mejor se comportaron. Creemos que tiene sentido que los equipos directivos de algunas de las compañías en cartera hayan optado por vender acciones de empresas participadas que cotizan a múltiplos elevados (ITC en el caso de British American Tobacco y AB InBev en el caso de Altria) con el objetivo de recomprar acciones propias a múltiplos deprimidos. Los productos de riesgo reducido alternativos a los cigarrillos empiezan ya a ser rentables. El sector tabaco, al ser un negocio defensivo, históricamente se ha comportado bien en épocas de mayor aversión al riesgo por parte de los inversores.

El **sector TMT** tuvo una evolución positiva gracias al buen comportamiento de Samsung Electronics y Bolloré, que son además 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 continúa simplificando su estructura. En febrero cerró definitivamente la venta de su negocio logístico por €4.850 millones. Tras esta operación, el grueso de los activos de Bolloré son sus participaciones en Universal Music Group y Vivendi, además de una caja neta que asciende a €6.000 millones.

Las **posiciones cortas** detrajeron rentabilidad debido a las fuertes subidas de las bolsas en este primer trimestre del año. Todo ello a pesar de los numerosos problemas que acontecen a nivel macroeconómico. Nuestra opinión es que tantos años de políticas monetarias expansivas han distorsionado los precios de muchos activos y generado importantes desequilibrios a nivel económico y financiero.

Salmón Mundi Capital continúa primando la inversión en compañías de mucha calidad a valoraciones 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.*