

Informe de la cartera del primer semestre

El valor liquidativo de Salmon Mundi Capital repuntó un 7,1% en el primer semestre del año debido principalmente al buen comportamiento de los metales preciosos y algunas mineras de oro, de las compañías petroleras y del sector del tabaco, más que compensando el impacto de las posiciones cortas.

La mayoría de bolsas de los principales países del mundo han tocado máximos históricos recientemente, a pesar de que los riesgos y los desequilibrios continúan acumulándose. En concreto, creemos que la renta variable de EEUU está particularmente sobrevalorada. La rentabilidad de los índices proviene cada vez de menos compañías, más del 40% de las acciones del S&P 500 han obtenido rentabilidades negativas en lo que va de año y la inversión de la curva de tipos (2 vs. 10 años), indicador muy fiable en las últimas décadas, sugiere que EEUU podría entrar en recesión.

Se han realizado ciertos ajustes en la **estructura de la cartera**, que ha pasado a tener actualmente un sesgo más defensivo. Durante los primeros seis meses del año se han ido tomando beneficios en algunas de las posiciones de la cartera tras su buena evolución. Esto se ha traducido en que la exposición a deuda corporativa a corto plazo (con vencimiento inferior a 1 año) se ha incrementado. Por otro lado, se ha reducido ligeramente la posición neta larga a renta variable (diferencia de posiciones largas y cortas). A cierre del semestre las posiciones largas representaban el 69% de la cartera y las posiciones cortas el 39%. La distribución de las posiciones largas por sectores era la siguiente: oro y mineras de oro (27%), petróleo (13%), TMT (13%), tabaco (10%), otros sectores (6%) y liquidez y bonos a corto plazo (31%). Por otro lado, se mantienen posiciones cortas sobre índices internacionales de renta variable con el objetivo de proteger la cartera de riesgos estructurales que creemos que eventualmente generarán estrés en los mercados financieros. La distribución de las posiciones cortas es la siguiente: EEUU (18%), Canadá (9%), Australia (9%) y Europa (3%).

El precio del **oro** volvió a tocar máximos históricos durante el segundo trimestre. Las compras de los Bancos Centrales y de China, están siendo los principales catalizadores. Además, se observan signos de mejora en el interés de los inversores por el oro. En junio se han producido las mayores entradas de dinero a nivel global en ETFs de oro desde mayo de 2023, acumulando dos meses consecutivos de entradas netas. La cartera también tiene exposición a **plata** (Sprott Physical Silver) lo que le ha permitido beneficiarse de la fuerte revalorización (superior a la del oro) que ha experimentado este metal durante la primera mitad del año.

Las **mineras de oro** siguen siendo la principal posición de la cartera debido al potencial de revalorización que vemos en el sector. Se han tomado beneficios en Agnico Eagle (que había sido la primera posición de Salmon Mundi desde 2022) tras la buena evolución de su cotización, para concentrar la exposición más en Newmont y en Barrick, que son la primera y

la segunda minera de oro del mundo en términos de producción y reservas, con minas de gran calidad y valoraciones muy atractivas. Además, ambas compañías esperan mejoras significativas a nivel operativo en los próximos años, tanto en producción, como en costes. Con el incremento que hemos visto en el precio del oro durante el segundo trimestre esperamos importantes mejoras en términos de generación de caja cuando publiquen sus resultados.

Las compañías de **petróleo** han tenido un comportamiento positivo en lo que va de año y los fundamentales del petróleo (poca inversión, inventarios bajos, problemas geopolíticos y estancamiento del shale en EEUU) creemos que siguen siendo sólidos. Se han tomado beneficios en Canadian Natural Resources y en Cenovus. Suncor es actualmente la principal posición de la cartera en este sector. La compañía es la segunda mejor petrolera de Canadá en términos de beneficio bruto por barril producido y cuenta con más de 25 años de reservas (2P). Además, en el trimestre, Salmon Mundi ha ido incrementando paulatinamente la exposición a empresas de servicios al sector petróleo, ya que creemos que, a medida que vaya avanzando el ciclo y las petroleras empiecen a aumentar sus niveles de inversión, se pueden ver muy favorecidas.

El sector **tabaco** también ha tenido una evolución favorable lo que ha permitido la toma de beneficios. Se ha vendido completamente la posición que había en Altria y se ha reducido la exposición global a este sector. Se mantienen en cartera British American Tobacco e Imperial Brands, que son dos de las grandes tabaqueras globales, que forman parte de un mercado que es un oligopolio, cotizan a múltiplos bajos y ofrecen una remuneración al accionista muy atractiva. Además, debido al gran poder de fijación de precios que tienen las compañías tabaqueras, este ha sido un sector que ha tenido históricamente un buen comportamiento en épocas inflacionarias.

En el sector **TMT** se han hecho tomas de beneficios puntuales sobre todo en Bolloré y Liberty Global. En lo que se refiere a Samsung Electronics (la principal posición de la cartera en este sector), la recuperación que está experimentando el mercado de chips de memoria se traducirá en un fuerte incremento de los beneficios de la compañía en el segundo trimestre. Aún así los inversores siguen a la espera de que Samsung comience la producción en masa de sus chips de gran ancho de banda (HBM) utilizados en los sistemas de inteligencia artificial, algo que sí que han conseguido ya sus dos principales competidoras (SK Hynix y Micron).

Las **coberturas** tuvieron un comportamiento mixto. Las posiciones cortas sobre los índices de Canadá, Australia, Europa, el Russell 2000 y el Dow Jones aportaron rentabilidad, sin embargo, las posiciones cortas sobre el índice S&P 500 y el Nasdaq restaron. Mientras los riesgos latentes no se disipen y las valoraciones excesivas persistan seguiremos manteniendo coberturas con el objetivo de proteger la cartera.

Salmon Mundi mantiene una estructura de cartera defensiva en un entorno que consideramos de riesgo elevado.

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 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.