

Carta anual 2024

Salmon Mundi Capital finalizó el ejercicio 2024 con una rentabilidad positiva del +3,4%. El último trimestre del año restó rentabilidad debido principalmente a los descensos en las cotizaciones de las mineras de oro, las compañías vinculadas al sector petróleo y Samsung Electronics.

El acontecimiento más destacable del último trimestre fue el triunfo de Trump en las elecciones celebradas en noviembre en EEUU. La victoria provocó que los inversores huyeran de activos refugio hacia otros activos con mayor exposición a mercado. Independientemente de los cambios que pueda realizar el nuevo presidente, creemos que la economía de EEUU va a seguir con problemas, entre otros motivos, por un probable aumento del déficit que, ya de por sí, es excesivo. EEUU ha tenido tres años de déficit fiscal del 7% (prácticamente el triple de la media del periodo 1970-2010). Esta preocupación se está viendo reflejada en el repunte de la rentabilidad de los bonos soberanos americanos. Consideramos, además, que la valoración del mercado de renta variable estadounidense es excesiva, habiendo alcanzado los índices máximos históricos en un momento en el que hay señales recesivas, el número de quiebras de empresas está en máximos desde el año 2010 y, a pesar de todos los avances tecnológicos, el PIB de EEUU ha crecido de media sólo un 2,1% anual desde el año 2000, frente al crecimiento del 3,7% anual del medio siglo anterior.

China, a pesar de los estímulos por parte de su banco central, no ha conseguido salir de la crisis en la que se encuentra inmersa. La rentabilidad del bono a 10 años chino cayó por primera vez en la historia por debajo del 2%, dando señales de que los problemas persisten. Y, en Europa, se agrava la incertidumbre ante la posibilidad de que se impongan aranceles, el aumento del precio de la energía y la inestabilidad política.

La **estructura de la cartera** se ha mantenido relativamente estable y, por tanto, mantiene un posicionamiento defensivo. A cierre de año las posiciones largas representaban el 62% de la cartera y las posiciones cortas el 38%. La distribución de las posiciones largas por sectores era la siguiente: oro, plata y mineras de oro (18%), TMT (18%), petróleo (17%) y otros sectores (9%). Por otro lado, se mantienen posiciones cortas sobre índices internacionales de renta variable con el objetivo de proteger la cartera. La distribución de las posiciones cortas es la siguiente: EEUU (16%), Australia (8%), Canadá (7%) y otros (7%). La liquidez y bonos corporativos a corto plazo representan el 38% de la cartera.

El **oro** tuvo un año excelente y llegó a tocar máximos históricos en el mes de octubre (\$2.790/onza). La inestabilidad geopolítica, las bajadas de tipos de interés y las compras de los bancos centrales fueron los principales catalizadores. Las perspectivas siguen siendo positivas ya que vivimos en un contexto de incertidumbre, de déficits públicos estructurales muy elevados, los estímulos económicos a nivel global continúan y, los bancos centrales siguen comprando oro (en los dos últimos meses del año el banco central de China volvió a

incrementar sus reservas de oro, después de haber parado las compras durante seis meses consecutivos). La **plata** cerró también un ejercicio extraordinario y, los próximos años podrían seguir siendo positivos para este metal ya que, la oferta no está siendo capaz de abastecer la demanda, siendo 2024 el cuarto año consecutivo de déficit estructural en el mercado.

Las **mineras de oro** tuvieron un comportamiento débil en el último trimestre. Sin embargo, las fuertes subidas que registraron a lo largo del año, permitieron la toma de beneficios en Agnico Eagle, en Northern Star, en el ETF GDXJ y, parcialmente, en Newmont. El sentimiento de los inversores en el último trimestre del año ha sido muy negativo y esto ha provocado que el sector se encuentre cotizando prácticamente a mínimos históricos frente al precio del oro. Según Schroders, las mineras de oro deberían revalorizarse un 50% más que el oro para volver al nivel relativo al que cotizaban en 2020. Además, a pesar de haber sufrido un incremento en los costes, los márgenes (margen AISC) que están obteniendo estas compañías están cerca de máximos históricos. La mayor posición en la cartera es Barrick, la segunda minera de oro del mundo en términos de producción y reservas, con minas de gran calidad y valoración muy atractiva. La minera espera mejoras significativas a nivel operativo en los próximos años, tanto en producción, como en costes.

Las compañías vinculadas al sector **petróleo** tuvieron un comportamiento mixto. Se pudieron tomar beneficios en Canadian Natural Resources, Cenovus y, parcialmente, en Suncor, a lo largo del año. Sin embargo, TotalEnergies y las empresas de servicios restaron rentabilidad. TotalEnergies es actualmente la principal posición en el sector ya que ofrece un mix de negocio muy interesante a múltiplos bajos. En cuanto a las empresas de servicios, deberían verse muy favorecidas a medida que vaya avanzando el ciclo inversor en el sector. Los fundamentales del petróleo creemos que siguen siendo positivos ya que, unido a las tensiones geopolíticas, la demanda global está en máximos, la OPEC+ continúa con sus recortes de producción, la inversión sigue muy por debajo de los niveles del año 2014 y la productividad de Permian (principal yacimiento de shale en EEUU) ha disminuido un 15% desde 2020.

Las cotizaciones de las compañías que componen el sector **TMT**, principalmente Bolloré y Liberty Global, tuvieron un buen comportamiento en el ejercicio 2024. Las acciones de Samsung Electronics, por el contrario, fueron penalizadas al verse comprometida su tradicional posición de liderazgo tecnológico en memoria DRAM, por problemas de ejecución que han llevado a retrasos en la producción de la última generación de chips de gran ancho de banda (HBM), un producto muy vinculado a los desarrollos de inteligencia artificial.

La fuerte apreciación del **dólar americano** en el año y los **bonos de corta duración**, fueron un plus para la cartera en términos de rentabilidad.

Las **coberturas** restaron rentabilidad a la cartera, ya que el mercado sigue en modo "risk on". En general, los índices bursátiles han continuado su senda alcista provocando que la desviación que existe entre la evolución de la economía real y la de los mercados se amplíe. Los problemas económicos a nivel global, unidos a valoraciones excesivas, hacen que un ajuste sea cada vez más necesario. En este sentido consideramos apropiado mantener una estructura de cartera defensiva.

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 comuniqué 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.