

Carta anual 2022

Salmón Mundi Capital obtuvo una rentabilidad del +3,1%* en 2022, un año en el que la renta variable y la renta fija sufrieron importantes descensos. En particular en Estados Unidos, las acciones y bonos en agregado registraron su peor comportamiento desde 1871.

Creemos que los riesgos persisten. A pesar de los descensos vistos el año pasado, la valoración a nivel global de renta variable y renta fija combinadas continúa en un nivel históricamente muy elevado. Las caídas de las bolsas se han traducido en una compresión de múltiplos. No obstante, es probable que empecemos a ver un proceso de deterioro en los márgenes empresariales, que volvería a agravar el contexto de sobrevaloración en el que nos encontramos. En cuanto a China, pensamos que la burbuja inmobiliaria de la que hemos venido hablando en los últimos años ya ha explotado. Esto probablemente acabe siendo un lastre importante para el crecimiento de la economía global en el medio plazo.

En lo que se refiere a la estructura de la cartera, a cierre del ejercicio las posiciones largas representaban un 87,5%, y las posiciones cortas un 52,7%. Dentro de las posiciones largas la distribución por sectores era la siguiente: Metales preciosos (35,8%), Petróleo (16,2%), TMT (15,6%), Tabaco (14,4%) y otros (5,6%).

La cotización del **oro** en dólares finalizó el año prácticamente sin cambios, sin embargo, en euros subió un 6%. Los tipos de interés reales a 10 años en Estados Unidos, que empezaron el año 2022 en negativo (-0,7%), acabaron en positivo (+1,5%), un movimiento que no benefició al precio del oro.

En todo caso, continuamos con una opinión muy positiva sobre el oro, entre otras razones, porque pensamos que los tipos reales volverán eventualmente a terreno negativo, ya que no creemos que la inflación vaya a ser un fenómeno coyuntural de unos pocos meses. Hay tres motivos principales que nos llevan a pensar esto: i) creemos que estamos solamente comenzando a padecer las consecuencias de más de 13 años de extremismo monetario. Tal y como explicaba Mervyn King en su informe "No Money, No Inflation- The Role of Money in the Economy", existe una correlación muy elevada entre agregados monetarios e IPC en el largo plazo; ii) nos encontramos en un contexto de déficits públicos extraordinariamente elevados; y iii) ha habido en los últimos 8 años muy poca inversión en materias primas. Aunque podrían producirse episodios deflacionarios puntuales, pensamos que la inflación puede acabar siendo un problema estructural.

En este sentido, la principal posición de Salmón Mundi Capital son los metales preciosos y, en particular, algunas de las grandes **mineras de oro** del mundo (Agnico Eagle, Barrick Gold o Newcrest). Creemos que son todas compañías mineras que cuentan con activos de gran calidad, que están manteniendo sus costes relativamente controlados en un entorno inflacionario, muy saneadas a nivel financiero y que están recomprando acciones a precios muy atractivos.

En el ámbito de la **energía**, creemos que los fundamentales del petróleo continúan siendo sólidos. En los últimos años las compañías petroleras han reducido notablemente sus inversiones en exploración y producción. Además, a nivel político, se continúa desincentivando la inversión en combustibles fósiles. Por otro lado, las expectativas de crecimiento de la producción de "shale oil" en Estados Unidos se han reducido significativamente. Todas estas circunstancias plantean serias dudas en cuanto a cómo se va a poder cubrir el crecimiento de la demanda durante los próximos años sin unos precios del crudo significativamente superiores a los actuales. El grueso de la exposición de Salmón Mundi Capital al sector energía lo conforman compañías petroleras canadienses (Canadian Natural Resources, Suncor, Cenovus e Imperial Oil) enfocadas a la producción de crudo y, en menor medida, a actividades de refinó y marketing. En general todas ellas ofrecen valoraciones atractivas, activos de calidad, vida de reservas larga, costes bajos y, en el contexto actual, son grandes generadoras de caja.

Nos sigue gustando el **sector tabaco** tanto por su valoración como por sus fundamentales. El sector es un oligopolio y, como tal, presenta importantes barreras de entrada a nuevos competidores (las grandes tabaqueras venden más del 80% de todos los cigarrillos del mundo). Creemos que es un sector defensivo, en el que las compañías tienen mucha capacidad de fijación de precios y que suele comportarse bien en contextos de inflación. Salmón Mundi Capital tiene exposición al mercado estadounidense a través de Altria y British American Tobacco. El mercado de tabaco de EEUU es uno de los más atractivos del mundo por su buena asequibilidad, lo que les permite a las compañías subir precios allí con relativa facilidad. Además, las ventas de cigarrillos en Estados Unidos volvieron a subir en 2021 después de dos décadas bajando. Por otro lado, la estrategia de Philip Morris International está más enfocada a productos de riesgo reducido, que ya representan el 30% de las ventas de la compañía, sobre todo a través de su marca IQOS que es líder mundial en tabaco calentado. La reciente adquisición de Swedish Match confirma que van a continuar dando importancia a esta gama de productos como alternativa a los cigarrillos.

La exposición al **sector TMT** la conforman: Samsung Electronics, Liberty Global y Bolloré. En nuestra opinión, son todas compañías muy bien posicionadas en sus respectivos mercados, que cuentan con activos de mucha calidad y que cotizan a valoraciones atractivas.

Salmón Mundi Capital mantiene **posiciones cortas** sobre índices de renta variable en Estados Unidos, Australia y Canadá como protección ante los riesgos que en nuestra opinión persisten: valoraciones muy exigentes que afectan a la mayoría de las principales clases de activos, endeudamiento excesivo e inflación elevada.

Atentamente,

Salmón Mundi

(*) La rentabilidad ha sido calculada a partir de los valores liquidativos publicados en la página web de BME.

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.