

## Carta a los accionistas: primer trimestre 2023

En el primer trimestre la cartera retrocedió un 0,6%. El buen comportamiento del oro y de las mineras de oro no fue suficiente para compensar las caídas que registraron las compañías del sector tabaco y la evolución adversa de las posiciones cortas.

Aunque la inflación se ha moderado recientemente, hay que tener en cuenta que sigue subiendo, que es acumulativa y que continúa en niveles que no veíamos desde hace décadas. Para contenerla, la Reserva Federal está subiendo los tipos de interés. El problema es que después de tantos años de políticas monetarias ultra laxas, los desequilibrios acumulados dificultan enormemente este proceso. Prueba de ello son las tensiones que hemos vivido durante el mes de marzo en el sistema bancario, incluido el colapso de dos bancos americanos (Silicon Valley Bank y Signature Bank) y la posterior caída de Credit Suisse.

Por el momento los mercados han optado por ignorar estos acontecimientos. Los inversores parecen descontar que la Reserva Federal va a comenzar a relajar su política monetaria y esto se percibe como positivo para las bolsas. Sin embargo, en nuestra opinión, los riesgos persisten ya que nos encontramos en un contexto de deterioro económico, inflación elevada, activos sobrevalorados y exceso de deuda. Salmón Mundi Capital tiene posiciones en sectores que se pueden comportar bien en periodos de recesión como por ejemplo el oro y las mineras de oro, también en sectores defensivos como el del tabaco, que genera mucha caja independientemente de la parte del ciclo en la que nos encontremos y, además, las posiciones cortas sobre índices bursátiles de EE. UU., Canadá, Australia y Europa que nos proporcionan protección.

En lo que se refiere a la evolución de la cartera, durante estos primeros meses del año, el **oro** ha tenido un buen comportamiento debido a que las expectativas de subidas de tipos se han relajado, los tipos reales han descendido y como consecuencia de ello, el precio del oro ha llegado a alcanzar máximos históricos en algunas divisas.

Las **mineras de oro** han repuntado por la subida del precio del oro. Las compañías están teniendo un buen comportamiento a nivel operativo a pesar de las presiones al alza en costes, que ya en el cuarto trimestre de 2022 comenzaron a moderarse. Tanto Barrick Gold como Agnico Eagle consiguieron aumentar sus reservas el año pasado. Además, Agnico Eagle ya ha completado exitosamente la integración de Kirkland. Por otro lado, hay que destacar la fuerte revalorización que han registrado las acciones de Newcrest Mining tras la oferta de adquisición que ha recibido de su competidora Newmont.

Las compañías tabaqueras que hay en cartera tuvieron, en general, un comportamiento débil, creemos que debido al poco interés que ha habido por los negocios defensivos durante el trimestre. No obstante, este es un sector que históricamente se ha comportado mejor que el mercado tanto en recesiones como en periodos de inflación. Son compañías que ofrecen valoraciones atractivas y rentabilidades por dividendo elevadas.

Nutrien publicó unos resultados muy buenos a nivel operativo, ya que se benefició de las subidas de los precios de los **fertilizantes**. Existen numerosos factores que siguen apoyando un contexto de precios altos tanto de las materias primas agrícolas como de los fertilizantes. Los inventarios de grano (ex-China) están en su nivel más bajo desde 1996/97 y los márgenes de los agricultores americanos siguen siendo elevados.

Creemos que los fundamentales del **petróleo** siguen siendo sólidos. El nivel de inversión en el sector se mantiene muy por debajo de los máximos de 2014. Según la AIE la inversión se habría incrementado solamente un 10% en 2022 y esto a pesar de la subida de los precios del crudo, la caída de los inventarios y la escasa capacidad ociosa que hay en la industria. Creemos que, en general, las compañías petroleras ofrecen una proposición de inversión muy interesante: valoraciones atractivas, generación de caja en niveles récord y ratios de apalancamiento en mínimos históricos. Salmón Mundi Capital está expuesta al sector a través de compañías canadienses que producen crudo principalmente a partir de depósitos de arenas bituminosas (Canadian Natural Resources, Suncor Energy o Cenovus). Creemos que están baratas, que cuentan con activos de calidad, vida de reservas larga, costes de producción bajos y, en el contexto actual, son grandes generadoras de caja.

En el sector **TMT** destacan 3 compañías: Bolloré, Samsung Electronics y Liberty Global. En nuestra opinión todas ellas son compañías bien posicionadas en sus respectivos mercados, que cuentan con activos diferenciales y cotizan a múltiplos atractivos. Bolloré anunció recientemente que está negociando la venta de su negocio de transporte y logística al grupo CMA CGM por €5.000 millones, un precio sensiblemente superior al implícito en nuestra valoración, lo que continúa reforzando nuestra tesis de inversión. La compañía cerró el ejercicio 2022 con caja neta de €1.200 millones tras haber vendido su negocio logístico en África a MSC Group por €5.700 millones (EV).

En Salmón Mundi seguimos atentos al complicado entorno económico global, consecuencia de los desequilibrios que se han ido acumulando después de tantos años de excesos monetarios. Algunas de las cuestiones que nos preocupan son: el previsible deterioro de los márgenes empresariales que continúan en niveles artificialmente elevados, el exceso de apalancamiento financiero, la contracción del crédito, las salidas de depósitos de los bancos regionales americanos y las valoraciones excesivas en muchas clases de activos.

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 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.*