

## El trigo: precio ajustado por la inflación en mínimos históricos

### Creemos que el trigo está muy infravalorado

El trigo cotiza a 4,5\$/bushel, prácticamente al mismo precio de 1974. Ajustado por la inflación ha bajado casi un 85% y medido respecto al oro cotiza a su nivel más bajo desde 1934.

### La oferta ha crecido mucho en los últimos años principalmente por Rusia y Ucrania

Rusia y Ucrania han supuesto más del 50% del incremento de la oferta en los últimos cinco años gracias a la drástica depreciación de sus monedas y al incremento de la productividad de la tierra.

### Pero pensamos que los incrementos de oferta serán menores a futuro

El crecimiento de la producción de Rusia y Ucrania podría verse limitado ya que, tanto el rublo como la grivna, podrían apreciarse (estas monedas están prácticamente un 60% infravaloradas en poder de compra). En China vemos un limitado margen de mejora de la productividad de la tierra (actualmente en 5,4 Tn/hectárea) ya que se encuentra a niveles similares a la Unión Europea.

### China puede transformarse en un importador significativo

Creemos que la política de subvenciones de China no es sostenible a largo plazo. Los costes de producción del trigo en el país se han disparado en los últimos años y son ya prácticamente el doble del precio del trigo en el mercado internacional. Pensamos que China eventualmente volverá a ser un importador significativo.

### Los inventarios son más ajustados de lo que podría parecer

Los inventarios han repuntado en los últimos años (35% sobre el consumo) pero se encuentran más ajustados si excluimos los de China (19% sobre el consumo). Los inventarios de los exportadores también reflejan una situación de menor sobreabastecimiento ya que están por debajo de la media de los últimos 10 años.

### Las materias primas están muy deprimidas comparadas con los activos financieros

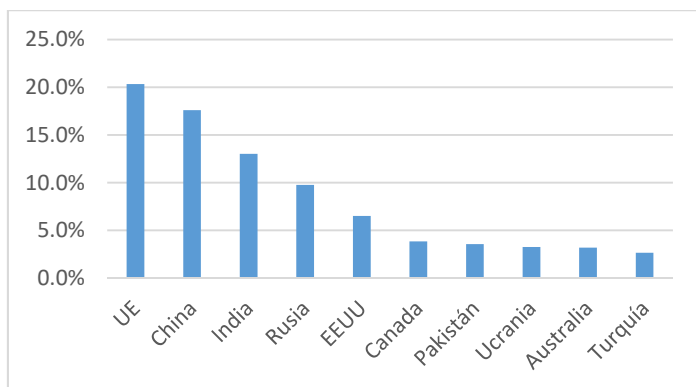
Las materias primas se encuentran muy infravaloradas en términos históricos respecto a los activos financieros (están a su nivel más bajo desde 1925). Creemos que se podrían ver beneficiadas por un repunte de la inflación ya que a largo plazo existe una correlación perfecta entre incremento de oferta monetaria e IPC y los estímulos monetarios han sido masivos.

## El trigo: uno de los principales cereales para la alimentación humana

El trigo es, junto con el arroz, uno de los principales cereales para la alimentación humana (aporta el 20% de las calorías que consumimos). Los principales productores son la UE, China, India, Rusia y EEUU. Los países que más consumen son la UE, China, India, Rusia y EEUU. Los principales países exportadores son Rusia, la UE, EEUU, Canadá, Australia y Ucrania y los importadores son Egipto, Indonesia, Argelia, Brasil y Bangladesh. Se espera para 2017/2018 una producción de trigo de 742 millones de toneladas y un consumo de 738 millones de toneladas.

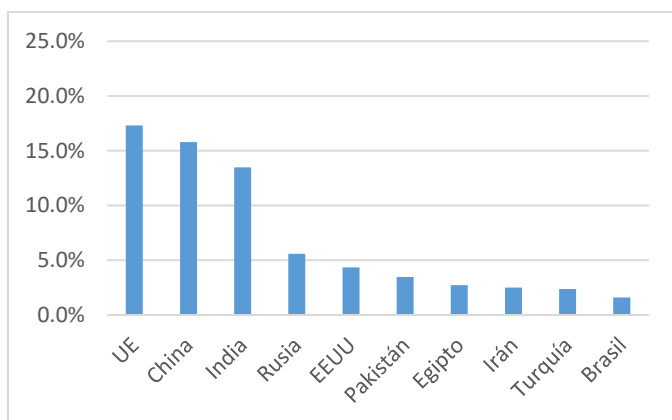
Existen seis tipos diferentes de trigo en EEUU. El "Hard Red Winter" utilizado sobre todo para pan de molde y noodles, el "Hard Red Spring" que es de mayor calidad y normalmente se utiliza para panes, croissants o pizzas, el "Soft Red Winter" bajo en gluten y usado para galletas y pastas, el "Soft White" que por su color se utiliza mucho en pastelería, el "Hard White" similar al "Hard Red Winter" pero de color blanco y el "Durum" alto en proteínas, se usa principalmente para hacer pasta y se cultiva básicamente en Canadá y en Italia. El "Hard Red Winter" es el más cultivado en EEUU (54%), seguido por el "Hard Red Spring" (22%), el "Soft Red Winter" (15%), el "Hard White" (7%) y el "Durum" (3%).

### Principales productores de trigo (%)



Fuente: USDA

### Principales consumidores de trigo (%)

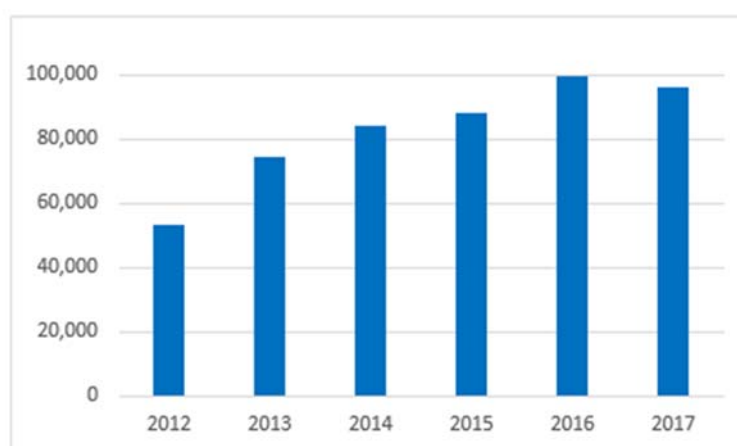


Fuente: USDA

## El crecimiento de la oferta ha venido propiciado básicamente por Rusia y Ucrania

La demanda de trigo es relativamente estable a nivel global, crece a un ritmo ligeramente superior al 1%. La oferta es más variable y es donde creemos que puede haber problemas a futuro. El crecimiento de la oferta en los últimos 5 años se ha producido principalmente gracias a Rusia, Ucrania y China. Conjuntamente Rusia y Ucrania han supuesto más del 50% del incremento de la oferta en este período.

### Producción de trigo de Rusia y Ucrania 2012-2017 (000s Tn)



Fuente: USDA

### Rusia se ha convertido en el primer exportador mundial

Uno de los factores fundamentales del mercado en los últimos años ha sido el ascenso de Rusia como país exportador (unido a Ucrania). Rusia ha pasado en los últimos 15 años de ser importador neto de trigo a ser el mayor exportador mundial. Tras el desmembramiento de la URSS la producción de trigo disminuyó drásticamente (cayó un 60% en el periodo de 1996-2000 respecto a 1990). La cabaña de ganado era muy numerosa al estar subvencionada. Al eliminarse las subvenciones, tanto la cabaña como la producción de grano, disminuyeron bruscamente.

En los últimos cinco años la producción de cereales, principalmente trigo, se ha recuperado significativamente gracias a una mayor presencia de empresas verticalmente integradas ("agroholdings"), a unos años de climatología favorable y a una drástica depreciación de la moneda que ha supuesto unos mayores ingresos para los exportadores locales. El ascenso de Rusia como país exportador se ha visto favorecido, además, por su cercanía a los principales países importadores del Norte de África y Oriente Medio vía el mar Negro.

### La depreciación de las monedas ha sido un factor fundamental

Este incremento de producción, tanto de Rusia como de Ucrania, se ha visto muy favorecido por la fuerte depreciación de sus monedas contra el dólar (más ingresos para el productor local). Las exportaciones suponen más de un 40% de la producción en Rusia y prácticamente el 60% de la producción en Ucrania. Sin embargo, creemos que este motor del crecimiento de la oferta podría revertirse a futuro ya que, tanto el rublo como la grivna, se encuentran muy infravalorados (aproximadamente en un 60% de poder de compra). Una eventual

apreciación de estas monedas eliminaría una parte significativa de la ventaja competitiva que han tenido estos últimos años a nivel de costes (prácticamente 50-60\$ por tonelada).

### Evolución del rublo contra el dólar y el euro



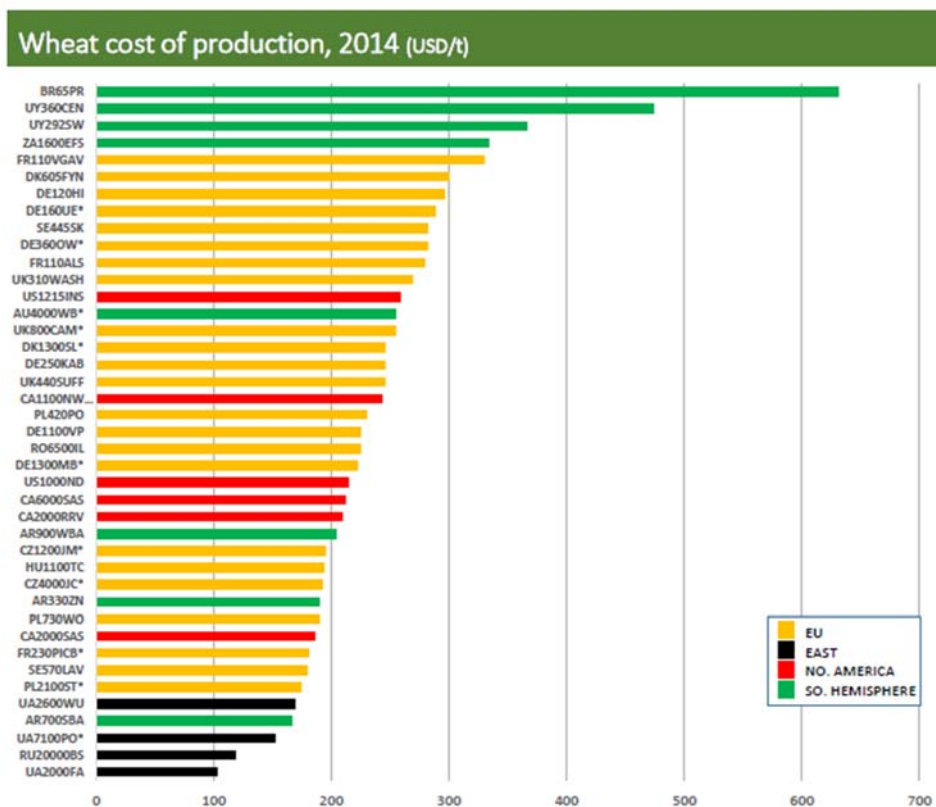
Fuente: Thomson Reuters

### Evolución de la grivna contra el dólar y el euro



Fuente: Thomson Reuters

## Coste de producción del trigo por países 2014 (\$/Tn)



Fuente: NDSU

### Creemos que el incremento de oferta en China será más complicado a futuro

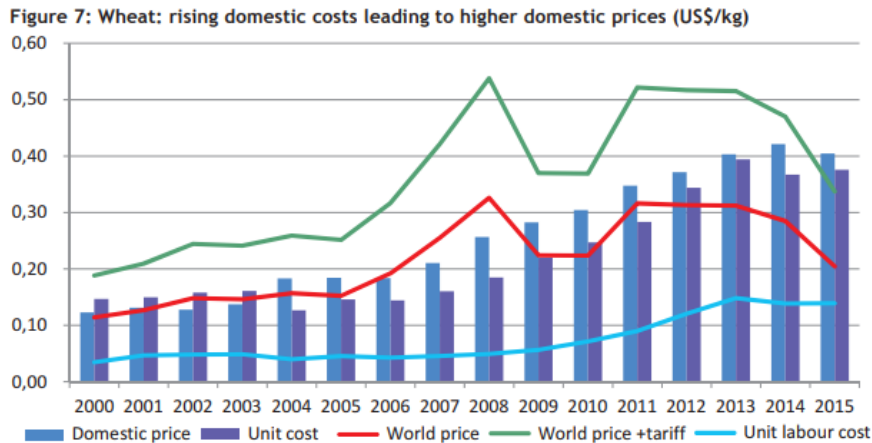
China también ha contribuido al incremento de la oferta sobre todo gracias al repunte de la productividad de la tierra (5,4Tn por hectárea). La tierra arable china, sin embargo, ha disminuido en los últimos años a ritmos del 0,1% anual. Creemos que podría acelerarse su descenso en el proceso de industrialización del país, al igual que pasó durante el desarrollo de otros países asiáticos como Japón o Corea del Sur en los que la tierra arable disminuyó entre el 1% y 2% anual. Vemos, además, un margen limitado de mejora para la productividad de la tierra en China, ya que se encuentra entre las mejores del mundo, a niveles equiparables a la Unión Europea.

### La agricultura china está subvencionada con costes disparados. Creemos que no es sostenible a largo plazo

En China se ha subvencionado al sector agrícola para mantener la autosuficiencia en grano. Algunas de las medidas han sido: subvencionar los precios de venta, pagar por tierra cultivada y subsidiar fertilizantes y maquinaria agrícola. Pero creemos que esta política de subvenciones está empezando a cambiar. En 2016 desde el gobierno chino se afirmaba en su "Policy Document n°1" que se apoyarán "en mercados y recursos tanto nacionales como internacionales". Pensamos que la política llevada hasta ahora no es sostenible a largo plazo. Creemos que el incremento de la productividad va a ser limitado. China tiene un problema de costes importante ya que sus costes de producción son prácticamente el doble que el precio

de venta en el mercado internacional. El coste de producir un kilo de trigo en China es de 0,38\$ frente a 0,16\$ por kilo de precio de venta en el mercado mundial.

### Trigo: precio y costes en China (USD/kg)

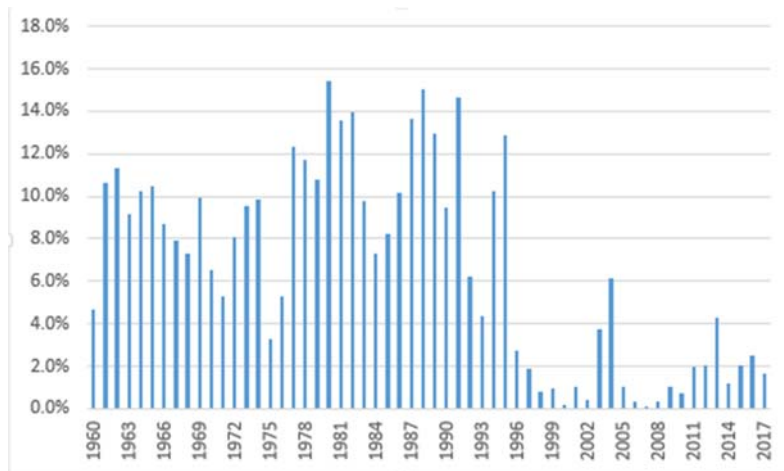


Fuente: China Agricultural Price Survey, Wusheng Yu

### China hoy en día tiene un peso muy pequeño en las importaciones globales

Las importaciones de China podrían crecer significativamente a futuro. Hoy en día representan tan sólo un 2% de las importaciones globales. Antes del año 1996, cuando China aún no se había marcado como objetivo la autosuficiencia en grano, representaban entre un 8% y un 12%. Creemos que este posible incremento de las importaciones se verá forzado por el continuo descenso de la tierra arable y por dificultades para incrementar la productividad de la tierra. Pensamos que el Gobierno chino es cada vez más consciente de la imposibilidad de ser autosuficiente en grano a futuro. Han dado ciertas señales en este sentido: proponer un objetivo de producción de grano de 550 millones toneladas para 2020 (por debajo de los 602 millones de 2013) o firmar el reciente acuerdo con Estados Unidos para importar arroz por primera vez desde este país.

### Evolución de las importaciones de trigo en China sobre el total mundial (%)

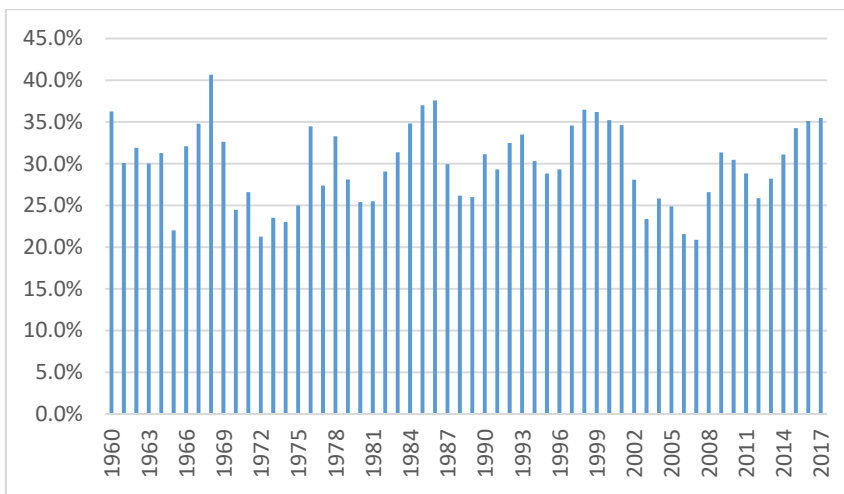


Fuente: USDA

## Los inventarios globales son amplios pero si excluimos los de China son ajustados

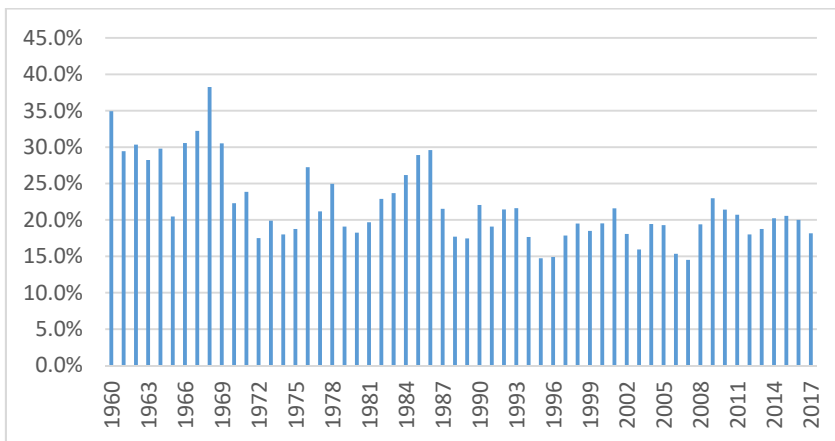
Los inventarios han crecido significativamente en los últimos años, un incremento tan fuerte tan sólo se había producido en el periodo de 1982-1986. Los inventarios a nivel global son relativamente elevados (ratio inventario/consumo está en 35%) pero este nivel es mucho más ajustado si excluimos los inventarios de China (19%). Este 19% está cerca de lo que se consideran niveles críticos ex-China de 15-17%. En otros períodos de la historia, cuando se han alcanzado niveles críticos, el trigo ha triplicado de precio. El sobreabastecimiento es bastante menor de lo que sugiere el dato global de inventarios de los países exportadores. Los inventarios de los ocho principales exportadores se encuentran en niveles cercanos al 9%, ligeramente por debajo de la media del 9,5% de los últimos diez años. A pesar de que el mercado parece muy sobreabastecido la situación real no lo es tanto.

### Inventarios de trigo frente al consumo mundial (%)



Fuente: USDA

### Inventarios de trigo ex-China frente al consumo mundial (%)

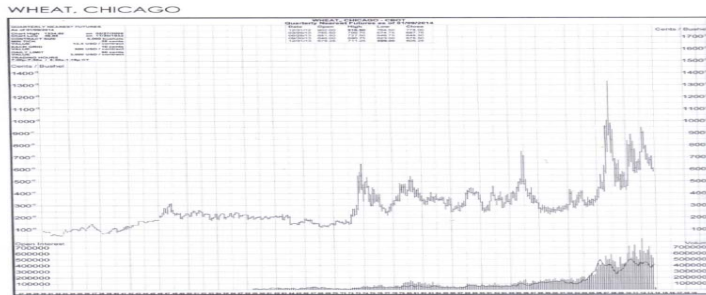


Fuente: USDA

## Los precios están muy deprimidos en términos históricos

Los precios medidos en términos históricos están muy deprimidos. Se encuentran a niveles del año 1974 y ajustados por la inflación han bajado un 85% desde entonces. El kilo de trigo medido en términos de oro representa un 0,35% de la onza de oro frente a la media del 1,35% desde los años 70 o del 2,95% de media desde 1930. Tan sólo en 1934-1935, en plena Gran Depresión, ha estado más barato en términos de oro. Además creemos que tiene un margen de bajada limitado ya que el coste variable de muchos productores está en torno a 120\$/Tn frente al precio de venta de 160\$/Tn.

## Precio del trigo en términos nominales (\$/bushel)

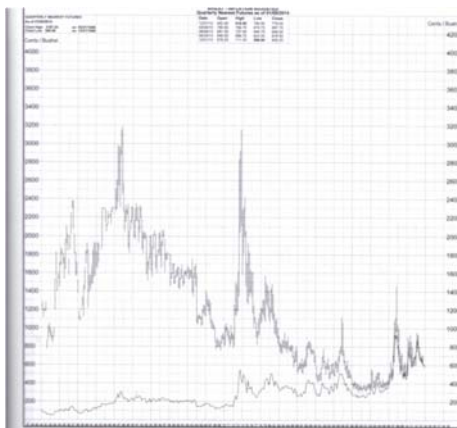


Fuente: CRB

## Creemos que a medio plazo el trigo podría ser uno de los beneficiados de un repunte de la inflación

Pensamos que los activos reales están muy infravalorados respecto a los activos financieros (según BofA Merrill Lynch están a su nivel más bajo desde 1925). Creemos que el trigo podría beneficiarse del crecimiento de la oferta monetaria tan abrupto de los últimos años. Según Mervyn King la correlación entre oferta monetaria e IPC es perfecta en el largo plazo, aunque no necesariamente en el corto plazo. La correlación sube significativamente según se van alargando los plazos y se hace especialmente significativa en períodos de 5 a 10 años. El estímulo monetario después de la caída de Lehman Brothers fue masivo y, dado que han pasado varios años desde entonces, creemos que podría haber un repunte significativo de la inflación y que el trigo podría ser uno de los activos que se beneficie de ello.

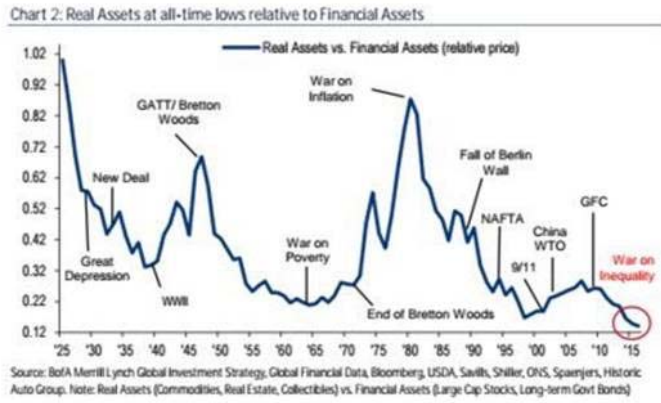
## Precio del trigo ajustado por la inflación (\$/bushel)



Fuente: CRB

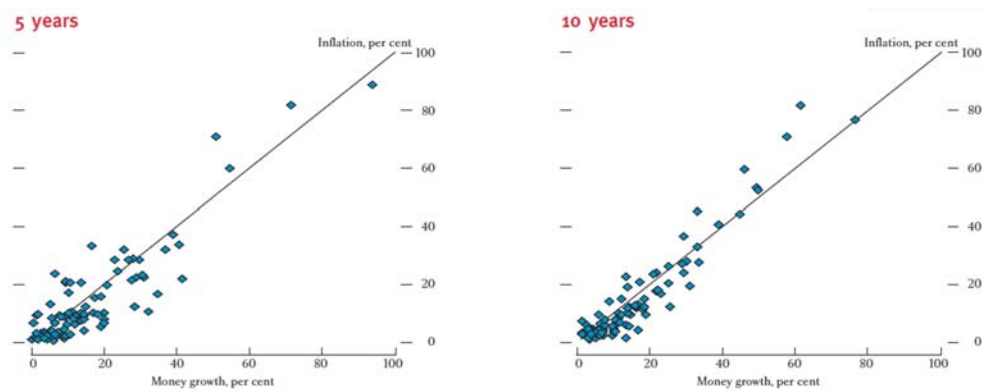


## Precios de los activos reales frente a los activos financieros



Fuente: BofA Merrill Lynch

## Correlación entre oferta monetaria y precios en plazos de 5 y 10 años



Fuente: Mervyn King. *No money, no inflation—the role of money in the economy*

Gracias

Guillermo Nieto, Marta Escribano

## 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.*