

Un potencial aterrizaje brusco de China y un aumento elevado de la inflación a largo plazo son, junto a los procesos políticos previstos, sobre todo en Europa, los grandes riesgos que impactarán en la economía global a medio y largo plazo, según el gestor de Salmon Mundi de Andbank. Para hacer frente a un potencial impacto de estas crisis, la carte-

ra se decanta por la renta variable japonesa; agricultura; metales preciosos y acciones globales. En renta variable, Guillermo Nieto ve muchos riesgos y mercados caros, sobre todo en EE UU. A excepción de Japón, donde las compañías japonesas de pequeña y mediana capitalización tienen valoraciones excepcionalmente baratas.

Guillermo Nieto, asesor del fondo Salmon Mundi Capital de Andbank

“Hay condiciones para alcanzar una inflación bastante alta a futuro”

■ Maite Nieva

— **¿Cuáles son los principales riesgos a los que se enfrentan los mercados?**

— Aparte de los riesgos políticos previstos a corto plazo, sobre todo en Europa, vemos grandes riesgos de un potencial aterrizaje brusco de China y, a largo plazo, de inflación. China tiene un riesgo de crisis de crédito que lleva gestándose prácticamente desde 2004 y podría impactar al resto del mundo, vía reducción de la inversión o una devaluación de la moneda. Probablemente la devaluación de la moneda sea la opción elegida y podría ser una devaluación relativamente grande. Su sistema bancario es similar al europeo en tamaño y el boom de crédito se ha desarrollado en solo diez años. Eso puede dar lugar a pérdidas dentro del sistema bancario que podrían estar en el rango de 3,5 trillones de dólares americanos.

Creemos que la inflación puede subir y dar paso a tipos elevados en la economía global. Nunca en la historia ha habido tanto Banco Central imprimiendo tal cantidad de dinero y es probable que lleve a una elevada inflación en el futuro. Históricamente siempre que hay una correlación muy alta entre el M3 -agregado monetario de dinero líquido y depósitos a la vista, más depósitos a plazo, depósitos en divisas y las cesiones temporales de activos- e inflación de IPC en periodos de cinco a diez años. Creemos que más o menos estamos en ese lapso temporal y en caso de una eventual crisis o una recesión en EE.UU, la acción más probable será volver a imprimir dinero. Son las condiciones que llevan a inflaciones bastante altas a futuro.

— **¿Cómo está cubriendo las Carteras ante este tipo de acontecimientos?**

— Para hacer frente a un potencial impacto de crisis de crédito en China tenemos posiciones cortas sobre índices en renta variable, básicamente americanos, australianos y algunos asiáticos. También nos protegemos con posiciones cortas en monedas asiáticas. Si hay una devaluación del yuan eventualmente afectará a las monedas de la zona obligándolas a devaluarse.

Para protegernos de la inflación tenemos una exposición en oro y en materias primas en plata, compañías mineras de oro y petroleras rusas que, en un escenario de inflación alta harían también de refugio. El oro lo entendemos como dinero, no como materia prima. Así ha sido elegido por la humanidad durante miles de años e históricamente lo hace bien en periodos inflacionarios. El respaldo de la oferta americana respecto al oro es bajo, en relación a los niveles históricos. También las materias primas lo han hecho bien históricamente. Cuando los niveles de inflación pasan del 4% la inflación ya no es buena para la renta



F. MORENO

EL PERSONAJE Y SU IMAGEN

Guillermo Nieto es asesor de Salmon Mundi Capital Andbank, una Sicav que tiene un enfoque de inversión global, con una filosofía basada en la inversión en valor y en la escuela austriaca de economía. Licenciado en

Derecho y en Dirección y Administración de Empresas por ICADE (E-3), ha trabajado anteriormente en Interdin durante 10 años en los departamentos de Análisis y Ventas Internacionales. En el Departamento de

Análisis fue responsable del seguimiento de bancos, aerolíneas y papeleras. Anteriormente trabajó en Chase Manhattan Bank, donde realizó un programa de rotación por diferentes departamentos.

variable y eso es bueno para materias primas.

— **¿Cómo está repartida la cartera?**

— Tenemos en Japón un 30%; agricultura 35%, metales preciosos cercano a 20% y acciones a nivel global alrededor del 20%.

— **¿Son elevadas las probabilidades de alcanzar una inflación del 4% a medio plazo?**

— Sí. Creemos que la inflación puede subir y dar paso a tipos elevados como ha ocurrido en otras épocas. En un proceso de subida de tipos las materias primas, renta variable emergente, renta variable global y renta variable USA, por ese orden, suelen tener un mejor comportamiento.

Históricamente la Fed va detrás de la inflación. Eso ya está pasando pero van subiendo tipos de una manera muy lenta y dejando que la inflación

corra. Al mismo tiempo vemos bonos negativos en muchos países que es una manera de devaluar la deuda. No vemos que vaya a haber una normalización de tipos a medio plazo si hay tipos reales negativos y demasiada deuda en el mundo.

— **¿Habrá un pinchazo de la burbuja de bonos?**

— Sí, en países desarrollados sobre todo. Después de Lehman Brothers no ha habido un desapalancamiento. Por el contrario, ha habido focos de incremento de deuda, uno de corporaciones de mercados emergentes y otro de deuda pública. Las bases de los bonos son muy elevadas y sobre todo en países desarrollados. También es probable que parte de la burbuja de China esté en los bonos.

En caso de crisis, el bono americano podría actuar de refugio temporalmente. Pero a largo plazo no creo que los bonos estatales de paí-

terias ultra laxas antes de lo previsto?

— Vemos complicado que se vayan recortando los balances de los Bancos Centrales porque ellos han sido los que han calmado el mercado y en el momento en que se retiran vuelve a entrar el pánico. Es una huida hacia adelante y los excesos se van haciendo más grandes. Y al final vienen las crisis, bien crediticias o del mercado de bonos. Una crisis de deuda no se resuelve con más deuda.

— **¿Cuál es la apuesta en renta variable?**

— Tenemos una posición larga, relativamente grande, en Japón donde encontramos compañías de pequeña y mediana capitalización que están cotizando por debajo de la caja neta. Son compañías que pueden valer mucho más y sólo la posición de caja justifica su valoración en muchas ocasiones, sin dar un valor cero al negocio. Esta posición las hace bastante resistentes ante eventuales problemas en el mundo. Son negocios domésticos para que no sufra su negocio si hay crisis en el mundo. No tenemos prácticamente ninguna exportadora.

Básicamente es un tema de valoración. No encontramos en ningún otro lugar del mundo valoraciones a euro / ebitda tan baratas. La cartera japonesa está a 1,5 veces Ebita.

Apostamos también por la renta variable rusa. Tienen rendimientos del 6% y el PER de 10 años del país está 5,9 veces y no tienen problemas de deuda pública. También vemos que está bastante barata. Además, tenemos alguna exposición como Sprot, una gestora canadiense que tiene un negocio muy ligado a recursos naturales y casi el 40% de su capitalización en caja neta y además están controlados por el *management* que tiene casi un 40% en capital. Cerca del 75% de los activos bajo gestión están ligados en recursos naturales y podrían beneficiarse en una eventual crisis inflacionaria.

Intentamos comprar activos que están baratos en términos absolutos y protegernos frente a esos riesgos en parte con posiciones cortas. Nos gusta mirar tanto en países como en industria activos que están un poco olvidados o depreciados y donde encontramos valoraciones baratas. Buscamos compañías que no tengan deuda o tengan posiciones de caja bastante elevadas y negocios más o menos recurrentes. Y sobre todo valoraciones baratas. En renta variable, en general, vemos muchos riesgos y mercados caros sobre todo en EE.UU.

— **¿Cuál es el enfoque de la inversión en agricultura?**

— Vemos que hay un problema de oferta y demanda. La demanda no es estable y creemos que podría haber problema de oferta. Sobre todo en el caso de China. Tiene un problema estructural con un 6% de tierra arable para dar de comer a prácticamente al 20% de la población mundial. También como cobertura contra la inflación. Creemos que la salida de la crisis será con inflaciones altas e históricamente lo ha hecho bien en periodos de inflación.

— **¿Cuál es la filosofía del fondo?**

— Está basada en la inversión en valor y en la escuela austriaca de economía invierte de forma global en todo tipo de activos con un horizonte temporal de largo plazo.

La teoría económica austriaca nos da un marco de inversión para entender los ciclos económicos, que no estén ligados a ciclos de créditos y esto nos ayuda a evitar creencias políticas o industrias donde creemos que ha habido muchos excesos de crédito. Invertimos en plazos superiores a 5 años, un plazo que creemos razonable para que las inversiones maduren.

“Vemos grandes riesgos de un potencial aterrizaje brusco de China. El boom de crédito puede dar lugar a pérdidas en el sistema bancario en el rango de 3,5 trillones de dólares americanos”

“Nunca en la historia ha habido tanto Banco Central imprimiendo tal cantidad de dinero. Es probable que lleve a una elevada inflación en el futuro”

“Para protegernos de la inflación tenemos una exposición en oro y en materias primas en plata, compañías mineras de oro y petroleras rusas”

ses desarrollados sean una buena idea de inversión.

— **En Europa los bonos alemanes vuelven a ser refugio. ¿Cree que podrían seguir apreciándose?**

— Podrían seguir apreciándose, sobre todo si la incertidumbre política sigue incrementándose, pero a largo plazo no parece una buena proposición de valor.

— **¿Cree que el BCE pondrá punto final de las condiciones mone-**