

Carta anual a los inversores 2018

En el mes de diciembre de 2018 la cartera ha retrocedido un -3,3% debido sobre todo a los descensos de las empresas de "offshore" haciendo que el año terminara con una rentabilidad del -8,0%. En 2018 los mayores cambios que hemos realizado en la parte larga de la cartera han sido aumentar el peso en las mineras de oro y de uranio, así como en las compañías de "offshore" y hemos reducido el peso en materias primas agrícolas y empresas japonesas. En cuanto a las posiciones cortas hemos ido aumentándolas comprando unas "puts" para mantener de forma estructural la cartera más protegida ante riesgos que vemos más cercanos.

Cambios en el entorno global

Creemos que los descensos en la renta variable global se han debido principalmente a dos factores:

1) La reducción del crecimiento en China: creemos que en el país empiezan a verse las primeras grietas de su boom crediticio que comienza a impactar tanto en el sector inmobiliario como en el de consumo. Ésta ha sido probablemente la mayor expansión crediticia de la historia en términos absolutos. En 2017, los activos del sistema bancario chino suponían ya 37 trillones de dólares (un importe mayor que el del sistema bancario europeo), habiendo aumentado de forma exponencial en estos últimos años. Creemos que el mayor problema puede surgir en las empresas del país ya que tienen una deuda del 164% sobre el PIB (2017), muy por encima de niveles de otros países. En este sentido es importante destacar que también recientemente las familias chinas han incrementado significativamente su nivel de deuda (52% del PIB en 2018) y ya están al nivel de algunos países desarrollados. Pensamos que el problema no es sólo el importe acumulado de crédito sino las tasas de crecimiento que ha experimentado. La contrapartida de ese crecimiento de crédito ha sido, en gran medida, una gran burbuja inmobiliaria. El valor de las casas en China, según Yi Xianrong, ha alcanzado 65 trillones de dólares, más de 5 veces el PIB del país. Poniéndolo en perspectiva, para ver su tamaño, el mercado total de acciones de EEUU capitaliza unos 28 trillones de dólares. Creemos que un "aterrizaje brusco" de China puede afectar significativamente al crecimiento económico global y a sectores dependientes del país.

2) Una política monetaria más restrictiva en EEUU: pensamos que empieza a impactar ya en el mercado. En EEUU vemos un mercado caro y maduro, que por duración es el segundo ciclo expansivo más largo de su historia. La riqueza de las familias ha alcanzado prácticamente 5,2 veces el PIB estadounidense, por encima de los niveles alcanzados en las burbujas del año 2000 y 2007. En renta variable los mayores excesos los vemos en las pequeñas y medianas empresas. El índice Wilshire 5000 cotiza prácticamente a 130% sobre PIB, niveles similares a los alcanzados en la burbuja del año 2000. En el caso del Russell

2000, más de un 30% de las compañías del índice pierde dinero y un 10% de sus componentes cotiza a más de 10 veces ventas.

La cartera

Mantenemos la posición en **oro y plata**. El oro nos parece muy buen activo en un entorno de impresión masiva de dinero en el que creemos que todavía no se han visto los potenciales efectos negativos. El oro todavía no ha hecho de refugio, pero pensamos que lo hará en el futuro. Históricamente el oro protege en bajadas con volatilidad elevada, que hasta ahora no se han producido. Creemos que nos dirigimos a un entorno de tipos reales más negativos, debido a la limitada capacidad de subir tipos por el exceso de deuda y al decalaje de las impresiones de dinero sobre la inflación, siendo este escenario el mejor para subidas del oro. Además, el peso del oro sobre el total de activos financieros globales es relativamente pequeño respecto a décadas pasadas (0,52% en 2017 frente al 2,74% que llegó a representar en 1980). En relación con la plata, la vemos muy infravalorada respecto al oro (a 84 veces el ratio oro/plata frente a la media cercana a 55 veces de los últimos 40 años).

Hemos incrementado el peso en **mineras de oro**, que están muy infravaloradas respecto al oro, el ratio está en mínimos desde 1940. En concreto las mineras de oro en que más peso tenemos son Newcrest, Goldcorp y Polyus. Newcrest tiene 26 años de reservas y además cuenta con una muy buena mina en Australia (Cadia) con 33 años de vida de las reservas que produce por debajo de \$200 la onza. Goldcorp cotiza muy barata a EV/Reservas y tenía un plan estratégico para incrementar producción, reservas y bajar costes. En enero de 2019 Newmont ha anunciado la compra de Goldcorp con una prima del 18% en acciones. Para Newmont vemos razonable comprar reservas baratas ya que estamos en un entorno en el que creemos que va a costar reponerlas con los precios actuales del oro. Como accionistas de Goldcorp creemos que no es una mala opción por los problemas operativos que habían tenido y no vemos Newmont cara. Por último, respecto a Polyus es la que más barato produce de las "majors" de la industria (\$611 AISC), con una ley elevada de 1,8 gramos por tonelada y con los mayores márgenes. Además, con la entrada en producción en 2018 de la mina Natalka y en el futuro, de Sukhoi Log, aumentará significativamente la producción y las reservas.

Las **materias primas agrícolas** nos siguen gustando, las vemos baratas ya que están a precios nominales de los años 70. El precio de los activos reales respecto a activos financieros está en mínimos desde 1925. Creemos que la disminución de tierra arable en China puede acelerarse y transformar el país en un mayor importador de agricultura. Hemos concentrado más la posición en arroz, café y trigo que son las que nos parecían más atractivas a los precios actuales.

En el arroz vemos los inventarios ex-China relativamente ajustados (10%) y además se está empezando a producir la reducción de tierra arable en China. En el trigo los inventarios de los países exportadores están cada vez más ajustados. En el caso del café creemos que se ha visto presionado a la baja por la depreciación del real brasileño y una buena cosecha en Brasil. Los fundamentales del país, sin embargo, creemos que no son tan negativos como en crisis anteriores por lo que pensamos que el real no se debería depreciar mucho más. Además, a estos precios del café muchos productores de Latinoamérica están en pérdidas. A largo plazo pensamos que el consumo de China ofrece una oportunidad ya que consumen 180 gramos por habitante y año, frente a los 1,3 kilos de media mundial o los 4 kilos de Japón.

En **Japón** mantenemos compañías muy baratas pero veíamos menos valor que en otras empresas de otros países, por lo que hemos preferido reducir posiciones.

Hemos incrementado el peso en las empresas de **"offshore"** (plataformas petrolíferas). El sector lleva cuatro años de caídas de la inversión con un total de más de un 50%. Sin

embargo, según Rystad, la inversión se va a incrementar ya en 2019. Las compañías del sector han sufrido mucho, pero todas las empresas coinciden en que se ha tocado suelo, aunque todavía es pronto para saber la velocidad de la recuperación. En las compañías hemos dado importancia a los vencimientos de la deuda para que puedan aguantar bien el ciclo.

Tenemos más peso en Diamond Offshore, controlada por el holding Loews de los hermanos Tisch, que cotiza a 0,4 veces valor en libros y tiene la mejor estructura de deuda del sector (no tiene vencimientos hasta el año 2023 y más del 60% de ellos son a partir del año 2039). Enscó tiene sólo un vencimiento de deuda de 236 millones antes de 2024 y Transocean a pesar de tener más vencimientos cercanos es la que tiene mayores pedidos del sector y una posición de liquidez relativamente elevada.

Hemos incrementado ligeramente la exposición a **Rusia** ya que es un mercado muy atractivo que cotiza a PE 6x de 10 años (frente a 29x de EEUU). Está muy saneado financieramente, tiene sólo un 15% de deuda pública. Es el sexto país por reservas a nivel global y se encuentra entre los países emergentes con mejor posición de reservas frente a sus necesidades de financiación a corto plazo. La depreciación del rublo además apoya los resultados de las compañías exportadoras.

Gazprom cotiza a PE 2,5x, con muy poca deuda, tiene el 17% de las reservas mundiales de gas y ha generado flujo de caja libre durante 11 años consecutivos. Lukoil cotiza a PE 5x, con un dividendo del 6,5%, su deuda neta sobre Ebitda es de tan sólo 0,2x y tiene 19 años de reservas (muy por encima de los once años de la media del sector). En el caso de Sberbank cotiza a PE 5x con ROEs del 25%, su cuota de mercado en Rusia es del 45% en depósitos minoristas, tiene el mejor ratio de capital de los mayores bancos globales ("tangible equity" al 12,4%), con una morosidad controlada y un ratio de eficiencia bajo (en el 31%).

Hemos mantenido la posición en **uranio** e incrementado en mineras de uranio. El precio ha estado muy deprimido, especialmente tras el desastre de Fukushima. El precio en el mercado de contado ha bajado desde los \$136/lbs de 2007 hasta los \$29/lbs actuales. A estos precios prácticamente la mitad de la producción no cubre los costes totales. El mercado ha estado sobre abastecido, pero se están produciendo ciertos cambios: la demanda de Japón está empezando a volver (hay ya 9 reactores en funcionamiento), el "underfeeding" puede tener menor importancia debido a los bajos precios del enriquecimiento, el nacimiento de nuevos fondos de uranio físico y las compras de Cameco en el mercado spot. La oferta, además, está siendo más disciplinada, ya se ha producido una reducción de más del 20%, en otras crisis del uranio hubo ajustes de entre un 30% y un 50% de la oferta, pero creemos que esta vez el ajuste necesario para el repunte del uranio podría ser menor debido a la fortaleza de la demanda. Además, a medio plazo, las eléctricas tienen necesidades no cubiertas de uranio del 20% para 2021 y del 50% para 2025 y a largo plazo las perspectivas son muy favorables y hay un gap entre oferta y demanda que tiene que ajustarse.

En uranio tenemos Uranium Participation, que lo vemos como una manera de invertir en la materia prima sin riesgo operativo, y las empresas desarrolladoras Denison Mines y NexGen Energy. Denison, especialmente en su depósito Phoenix, tendrá unos costes bajos con una buena ley de 3,5% U3O8 y NexGen, en su depósito Arrow, también tendrá uno de los costes más bajos (\$11,7 AISC) con una buena ley de 3,09% U3O8. Arrow probablemente es uno de los mejores depósitos de uranio del mundo con una geología muy favorable para su extracción.

Hemos incrementado ligeramente las **posiciones cortas** principalmente a través del índice TSX de Canadá y una compra de opciones de venta ("puts") sobre el S&P500 y el Russell 2000. Vemos los riesgos cada vez más cercanos y queremos proteger más la cartera. Las posiciones cortas son principalmente sobre índices de Australia, EEUU y Canadá. En EEUU, como hemos comentado anteriormente, vemos un mercado caro y maduro. Australia es muy

dependiente de China, una crisis fuerte en este país dañaría mucho la economía australiana que lleva 27 años sin recesión, con burbuja inmobiliaria y con un 35% de sus exportaciones dirigidas a China. La deuda de las familias australianas, además, es la mayor de los países desarrollados (126% del PIB). En Canadá la deuda de las familias también está en niveles máximos históricos y aparte de una burbuja inmobiliaria, tiene, según el BIS, los bancos con más indicadores de riesgo actualmente. Tanto en el ASX como en el TSX las empresas financieras tienen un peso muy elevado.

Creemos que estamos en un período que no tiene precedentes en la historia en términos monetarios. Nunca los tipos de interés globales habían estado tan bajos y esto ha provocado burbujas en muchas clases de activos. Pensamos que todavía no se han visto los potenciales efectos negativos por eso queremos tener una cartera que esté protegida en este entorno.

Desde Salmón queremos daros las gracias por la confianza.

Atentamente,

Guillermo Nieto y 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 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.