

Carta a los inversores, primer semestre 2019

En el mes de junio la cartera repuntó un 4,8% terminando el primer semestre en +3,1%. En este período los mayores cambios que hemos realizado han sido incorporar Barrick y Schlumberger. Mantenemos las posiciones cortas como protección ante riesgos que consideramos probables. Hemos concentrado la cartera, aumentando el peso de las primeras posiciones.

Un ciclo maduro

En **China** creemos que se empiezan a ver las primeras grietas de su boom crediticio. La intervención de Baoshang Bank (0,2% de los activos del sistema bancario chino), ha sido la primera intervención de un banco chino en 20 años y podría ser una de las primeras señales de que los problemas se empiezan a trasladar a su sistema financiero. Los activos del sistema bancario chino representan un 45% del PIB mundial, por eso un eventual problema en el mismo podría afectar a la economía global. Además, creemos que el margen de estímulo del gobierno chino es mucho menor que en 2008 por el gran volumen de deuda que han acumulado.

Estamos ya en el período expansivo más largo de la historia de **EEUU** y la valoración de la renta variable americana es muy elevada en términos históricos. Empiezan a aparecer señales de recesión como la inversión de la curva de tipos. Las últimas veces que se ha mantenido así, en unos 12-18 meses la economía entró en recesión. En EEUU un segmento que creemos que tiene cada vez mayor riesgo es el de los bonos con grado de inversión BBB. Su volumen se ha multiplicado por cuatro desde la crisis financiera. Si se produce una recesión gran parte de estos bonos podrían ver rebajada su calificación crediticia a "bono basura" y como consecuencia, muchos tenedores podrían verse obligados a venderlos al perder el grado de inversión. Estas ventas forzosas podrían provocar una crisis de liquidez.

En **Europa** pensamos que los problemas continúan. Creemos que hay una burbuja de bonos fruto de las políticas del BCE y problemas bancarios no resueltos (morosidad encubierta, mucha exposición a bonos soberanos...). Los bonos BBB suponen un riesgo adicional ya que han crecido exponencialmente y representan un 45% de los bonos con grado de inversión del continente.

La cartera

El **oro** ha repuntado en este primer semestre especialmente en el mes de junio gracias a las expectativas de bajadas de tipos de la Reserva Federal americana. Los tipos reales son uno de los factores más importantes para el precio del oro. Cuando son negativos es muy

favorable para el oro y se han reducido significativamente en los últimos meses. Creemos que el oro está muy infravalorado respecto a los agregados monetarios. La plata también pensamos que está muy barata, el ratio oro/plata ha alcanzado 93 veces, su segundo nivel más elevado en los últimos 50 años y muy por encima de la media de 49,5 veces desde el año 1800. Consideramos el oro como dinero y como refugio en un entorno de intervenciones monetarias extremas.

Las **mineras de oro** han tenido un muy buen comportamiento, especialmente en el mes de junio tras el repunte del precio del oro. Barrick ha completado la fusión con Randgold y ha logrado finalmente formar una joint venture con Newmont-Goldcorp en Nevada. Barrick tiene cinco de las diez mejores minas Tier 1 (minas que producen más de 500.000 onzas anuales con reservas de más de 10 años). Creemos que Mark Bistrow, el nuevo CEO de Barrick, es uno de los mejores de la industria y pensamos que continuará la buena labor que llevó a cabo en Randgold. Newmont-Goldcorp es, tras la fusión de ambas, la primera minera de oro del mundo. Prevén producir aproximadamente 7 millones de onzas anuales hasta 2025 y reducir costes paulatinamente (para 2021 esperan ya un AISC por debajo de \$900). Esperan sinergias significativas tanto de la fusión de ambas como de la joint venture con Barrick. Polyus ha incrementado su producción y este año pasará a ser ya el cuarto mayor productor de oro a nivel mundial. Tiene 64 millones de onzas en reservas con 26 años de vida y una ley elevada de 1,7gr/Tn. Sigue siendo la que más barato produce de las principales mineras de oro (\$605 AISC) con los mejores márgenes de la industria. Además, tiene muy buenas perspectivas de crecimiento gracias a Natalka y Sukhoi Log. Newcrest también ha presentado buenos resultados gracias a Cadia, una de las mejores minas de oro a nivel global (AISC \$147/oz). Creemos que las mineras siguen estando muy baratas a pesar de la reciente subida ya que el ratio de las mineras de oro respecto al oro está prácticamente en mínimos de los últimos treinta años.

Las **materias primas agrícolas** han repuntado tras un mal inicio de año. El café ha subido desde mediados de mayo cuando alcanzó niveles mínimos desde 2006. El repunte del real brasileño y las perspectivas de un tiempo adverso en Brasil hicieron que subiera el precio. Los inventarios además siguen históricamente bajos, cercanos al 20% sobre consumo. La producción de trigo en 2018 ha caído por primera vez en cinco años. Los inventarios de trigo son aparentemente elevados (39%) pero, excluyendo los de China, están ajustados. Los inventarios de los ocho principales exportadores están por debajo de la media de los últimos 10 años, cercanos a los niveles alcanzados en 2012/2013 cuando los precios estaban mucho más elevados. En China hay una amenaza adicional para los cultivos, ha llegado la oruga (spodoptera frugiperda) que causó grandes daños en África. El USDA advertía de que existe una "alta probabilidad" de que llegue a las principales zonas productoras de China.

Las empresas de plataformas petrolíferas ("**offshore**") presentaron unos resultados flojos. Las tarifas diarias no han repuntado todavía y el sector sigue con sobrecapacidad. Pero creemos que hay factores positivos: la utilización de capacidad es la segunda más baja en los últimos 50 años y la reducción de la oferta está en marcha, ya se ha destinado a chatarra prácticamente un tercio de la flota global (ver informe de Diamond Offshore). Loews, accionista principal de Diamond, estima que cada año entre un 5% y un 7% de la flota mundial se convierte en chatarra. Creemos que es sólo cuestión de tiempo que la oferta se ajuste. Históricamente el repunte de los precios de las compañías de plataformas en la recuperación es muy fuerte (100%-400%) ya que la oferta tarda en responder unos tres o cuatro años. Hemos vendido Transocean y comprado Schlumberger. Schlumberger es líder en el sector de servicios de tecnología y productos para las empresas de petróleo. Schlumberger tiene la mayor cuota del sector (30%), los mejores márgenes y ha generado flujo de caja libre positivo a lo largo del ciclo. Además, ha incrementado su mercado potencial mediante adquisiciones en los últimos años por lo que creemos que puede verse muy beneficiada de la recuperación del sector.

En **Rusia** las empresas han tenido un excelente comportamiento este semestre. Su economía está muy saneada, la deuda pública es de tan sólo el 17% del PIB, tiene una posición cómoda de reservas y es el mercado más barato de los principales países, cotiza a

PER 7,5x de 10 años. Gazprom subió con fuerza tras anunciar una propuesta de aumento de dividendo. Prevén pagar el 50% de sus beneficios en tres años y no menos del 27% hasta que se llegue a ese 50%. Por otro lado, la compañía continúa con su buen comportamiento operativo, sus exportaciones de gas a Europa han crecido. En 2018 el 37% del gas que consumía Europa era de Gazprom frente al 27% de 2007. A pesar de la subida, Gazprom sigue muy barata a PER 3,8x. Lukoil continúa dando buenos resultados, su BPA en el primer trimestre ha crecido un 18% respecto al año anterior. Lukoil continúa expandiéndose en zonas donde tiene una tasa fiscal más favorable (éstas representan ya un 31% de su producción), tiene muy poca deuda (0,2x deuda neta/Ebitda) y está barata (PER 6x). Sberbank continúa su buena tendencia, el beneficio ha crecido un 12,8% anual desde 2011, tiene un 45% de los depósitos minoristas en Rusia y sigue siendo uno de los mejores bancos globales a nivel de costes, capital y rentabilidad. Cotiza tan sólo a PER 5,8x. El mercado ruso además está muy poco penetrado a nivel de crédito hipotecario (6% del PIB).

En **uranio** la reducción de la oferta continúa. Ésta ha disminuido un tercio, incluyendo las compras que han realizado los ETFs, frente al 30-50% de reducción de la oferta en otras crisis del uranio. Tanto Denison Mines como Nexgen Energy siguen avanzando en sus proyectos.

Las **posiciones cortas** han ido a la contra durante el semestre. Mantenemos los cortos sobre índices de Hong Kong, EEUU, Australia y Canadá. Hemos incrementado la posición corta sobre el índice Hang Seng que tiene un 61% de exposición a financieras e inmobiliarias. El sistema bancario de Hong Kong representa un 826% de su PIB, del cual un 40% está expuesto a China continental y, además, Hong Kong es el mercado inmobiliario más caro a nivel global.

Pensamos que los problemas continúan y que las actuaciones de los bancos centrales de estos últimos años no los han resuelto sino que los han diferido e incrementado. Hay más deuda, aunque en diferentes segmentos del mercado. En los 5.000 años de historia que recogen S. Homer y R. Sylla en su libro "Historia de los tipos de interés" nunca había habido tipos nominales negativos. Creemos que hasta ahora tan sólo se han visto las consecuencias positivas de la política monetaria pero pensamos que, como en el pasado, tendrá consecuencias negativas.

Desde Salmón agradecemos vuestra 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.