

Carta del primer semestre 2020

El primer semestre ha estado marcado por el COVID-19 que ha supuesto una tragedia a nivel humano y económico. La respuesta de los bancos centrales ha sido masiva, han incrementado drásticamente sus balances para apoyar a los mercados y a las economías. Estamos en un entorno de una enorme distorsión de precios y de excesos en las valoraciones en muchas clases de activos. Creemos que los bancos centrales no pueden eliminar el ciclo económico, sino que tan sólo lo alargan, a costa de incrementar los desequilibrios y de hacer las recesiones más profundas en un futuro, como pasó en las dos crisis anteriores.

La cartera ha acumulado una rentabilidad del 10,9% en el primer semestre, gracias al buen comportamiento de los metales preciosos, en concreto, de las mineras de oro que es la clase de activo con mayor peso en las posiciones largas de la cartera, y a las posiciones de cobertura. La renta variable global, sin embargo, registró descensos detrayendo rentabilidad. Hemos dado más peso a las empresas robustas, con activos únicos, posiciones difícilmente replicables y precios atractivos frente a compañías de menor calidad. Hemos incrementado el peso en el sector de las mineras de oro, reducido agricultura, mantenemos el peso en acciones rusas y aumentamos las posiciones de cobertura.

Principales posiciones de la cartera

El **oro** ha repuntado en el primer semestre un 17%. El oro se comporta especialmente bien con tipos reales negativos, que es el escenario en el que estamos y creemos que se pueden amplificar a futuro, por un posible aumento de la inflación debido a las excesivas inyecciones de liquidez de los bancos centrales. La **plata** ha tenido un comportamiento más moderado, pero creemos que está especialmente barata. La ratio oro/plata (número de onzas de plata que se pueden adquirir con una onza de oro) ha alcanzado este año niveles que no se habían visto en los últimos 300 años. Actualmente con una onza de oro se pueden comprar 98 de plata, frente a la media cercana a 68 veces desde 1990. A pesar de que la mitad de la demanda de plata tiene un uso industrial, creemos que tiene un componente monetario importante.

Las **mineras de oro** han tenido un excelente comportamiento, la mayoría de las que tenemos en cartera han subido prácticamente un 40% este primer semestre.

Barrick tiene 6 de las principales minas de oro del mundo (Tier 1), una buena ley de 1,7 gramos/Tonelada y 13 años de vida de las reservas. Está liderada por Mark Bristow quien, junto a su equipo, está haciendo una gran labor como ya realizaron en la antigua Randgold. La compañía prevé producir 5 millones de onzas anuales durante los próximos 10 años, rebajar sus costes hasta \$800 la onza (AISC) para 2024 y reducir sus necesidades de inversión. En los últimos años Barrick ha reducido drásticamente su deuda, gracias a la

generación de caja y a la venta de activos no estratégicos. Además, han incrementado el dividendo.

Newmont es la primera minera de oro del mundo por producción, cuenta con 8 minas Tier 1 y podría conseguir dos adicionales (Yanacocha y Merian). Tienen 96 millones de onzas en reservas y 16 años de vida de las reservas. En mayo retrasaron su objetivo de producción de 2020 para 2021. No obstante, la compañía espera una producción anual de más de 6 millones de onzas para los próximos 10 años y prevé rebajar sus costes por onza a un rango de \$800-\$900 AISC para 2023. La compañía tiene un elevado apalancamiento al precio del oro, ya que por cada \$100 que aumenta el precio de la onza, ellos consiguen \$400 millones adicionales de flujo de caja libre. A los precios actuales podría generar \$15.000 millones de flujo caja libre en los próximos 5 años. La compañía tiene poca deuda (0,7x deuda neta/Ebitda).

Agnico tiene la mejor ley de las principales mineras de oro (2,8 gramos/Tonelada) y su equipo gestor, liderado por Sean Boyd, tiene muy buena trayectoria. La compañía produce en Canadá, México y Finlandia, el 84% se produce en Canadá y México y el 97% de los ingresos provienen del oro. La compañía ha estado más afectada que otras mineras por el COVID-19, no obstante, prevén incrementar la producción un 18% hasta 2022 gracias a sus nuevos proyectos.

Polyus es la compañía que mejor comportamiento ha tenido de la cartera, subiendo casi un 60% en el primer semestre. Polyus ha tenido un gran crecimiento en los últimos años y tiene unos activos excelentes. En los últimos cinco años, la compañía ha pasado de ser la octava minera de oro del mundo por producción, a la cuarta. Tiene 21 años de vida de las reservas y es la más eficiente en costes de las principales mineras, produce a \$594 la onza. Tiene los mejores márgenes de Ebitda del sector, un 67%, y muy buena ley (1,8 gramos/Tonelada). Su principal mina (Olimpiada) es un activo extraordinario. Además, Polyus tiene un 78% de Sukhoi Log, uno de los depósitos de oro más grandes del mundo aún sin desarrollar. Este depósito tiene 63 millones de onzas en recursos minerales, 40 años de vida y una ley de 2,1 gramos/Tonelada. Polyus tiene crecimiento en una industria en la que crecer es normalmente complicado.

Hemos aumentado el peso de **Newcrest** que se había quedado rezagada respecto al resto de las mineras de oro. A EV/reservas cotiza muy por debajo de las competidoras. Newcrest es la principal minera de oro de Australia. Tiene 23 años de vida de las reservas y tiene costes bajos, produce a \$795 la onza. Tiene dos activos de mucha calidad, Cadia en Australia y Lihir en Papúa Nueva Guinea, que son dos de las principales minas de oro del mundo. Tanto Cadia como Lihir tienen elevados años de vida de las reservas (22 y 23 años respectivamente). Con la llegada del consejero delegado Sandeep Biswass en 2014, han reducido mucho la deuda (actualmente a 0,8x deuda neta/Ebitda).

Hemos realizado cambios en la parte de **agricultura**. Hemos vendido las materias primas que teníamos de forma directa para centrarnos en compañías líderes mundiales. Tenemos **Nutrien**, la compañía líder mundial en fertilizantes. Tiene una posición de liderazgo en potasa (21% mundial) donde se sitúa en la parte baja de costes y donde tendría la posibilidad de añadir casi 6 millones de toneladas prácticamente sin inversión y otros 5 millones de toneladas con una inversión limitada. Creemos que esta opcionalidad es muy positiva, en un sector donde las barreras de entrada son elevadas, por el tiempo de puesta en funcionamiento de la nueva capacidad y por su elevado coste. La compañía tiene una buena posición en nitrógeno, donde se beneficia de los bajos costes actuales del gas natural. Y en la división de venta minorista tiene una posición de liderazgo en EEUU, donde ostenta una cuota de mercado cercana al 20% y prevén incrementarla hasta el 25%-30%. Creemos que la compañía es una muy buena opción para invertir en agricultura, ya que los precios de los fertilizantes están muy correlacionados con el precio del grano.

Las **acciones rusas** han sufrido en el semestre con caídas cercanas al 20-25%, pero creemos que tienen fundamentales muy positivos y están baratas. El país creemos que es muy atractivo a los precios actuales. Tiene el CAPE (PER normalizado de 10 años) más bajo de los grandes países (6,3x). Pero Rusia no siempre ha estado barato, su capitalización representa el 44% del PIB, pero llegó a representar el 115% del PIB en 2006. El país tiene muy poca deuda pública (14% del PIB), muy por debajo del 31% de media de mercados emergentes o del 49% de Europa del Este. La totalidad de su deuda, pública y privada, se sitúa en el 80%. Es el cuarto país por reservas y éstas cubren toda la deuda externa. La inflación está controlada en el 2,5% y han reducido los tipos hasta el 4,5%. La depreciación del rublo, además, ha favorecido a muchas de sus grandes empresas que son exportadoras.

Gazprom es la compañía líder de gas, con 86 años de vida de las reservas. Cotiza a P/B 0,3x y PER 6x 2021. Representa 16% de las reservas mundiales de gas. Es muy difícil competir contra el gas ruso en precio. Creemos que el Power of Siberia, que llevará directamente el gas ruso a China, tiene mucho valor en el medio plazo, porque China es el mayor importador de gas del mundo y están en negociaciones para aumentar los volúmenes. Para el año que viene se espera un payout del 50%, lo que supondría una rentabilidad por dividendo del 7%.

Sberbank está muy barata a PER 6x 2021, con una rentabilidad por dividendo del 8%. Creemos que Sberbank es una franquicia excelente en un mercado muy poco penetrado a nivel de crédito. Tiene un 44% de cuota en depósitos minoristas y un 41% de cuota en préstamos minoristas. La compañía podría alcanzar un ROE del 16% para el próximo año y ha conseguido en estos últimos años ROEs cercanos al 20%. Creemos que es destacable que Sberbank haya conseguido ROEs positivos incluso en la crisis de 2008 y en la crisis del rublo. Su financiación es muy estable, ya que es principalmente vía depósitos. Su ratio de gastos del 33% es excelente. El banco, además, tiene fundamentales mucho más sólidos que en la crisis de 2014 y ha mejorado mucho sus ratios de capital, de préstamos/depositos y de cobertura.

Lukoil es la primera petrolera integrada independiente rusa. Produce el 2% del petróleo del mundo y tiene el 1% de las reservas globales. Tiene una elevada vida de las reservas, 18 años frente a los 12 años de media del sector. La compañía cada vez se está centrando más en zonas de extracción donde tienen una fiscalidad más favorable y donde recibe un porcentaje mayor del precio de venta. A coste de producción y a flujo de caja libre por barril es de los mejores de la industria. Creemos que hay dos factores importantes que le favorecen en épocas difíciles: una fiscalidad decreciente según baja el precio del barril y el rublo, que en momentos de crisis tiende a depreciarse, con lo que disminuye la base de costes al ser una exportadora. Creemos que Lukoil está muy bien gestionada, no tiene deuda y tiene una buena posición en un momento difícil para el sector.

Norilsk es una de las grandes mineras del mundo. Es líder mundial en níquel, número uno en paladio donde ostenta una cuota del 42% mundial, cuarto en platino y undécimo en cobre. Tiene los mejores márgenes de las grandes mineras (margen de ebitda del 58%). Es la más eficiente del mundo a nivel de costes en níquel. Han tenido recientemente un problema con un vertido de Siberia, que la compañía ha estimado que podría suponer unos \$150 millones, pero un organismo gubernamental lo ha estimado en unos \$2.100 millones, el importe final todavía no está determinado. Norilsk se puede ver favorecida por la expansión del coche eléctrico, ya que el consumo de sus metales en este tipo de vehículos se incrementa significativamente. Creemos que Norilsk tiene unos activos extraordinarios en los que aumenta la demanda por una regulación cada vez más orientada a reducir emisiones y mejorar la tecnología.

Las acciones energéticas han sufrido por las fuertes caídas el **petróleo**. La demanda de petróleo va a estar muy castigada este año y a largo plazo puede haber un cambio en el mix energético, pero a medio plazo creemos que pueden surgir problemas en la oferta. Según

Rydstad, la inversión este año bajará un 29%, lo que se une a las bajadas de inversión tras alcanzar máximos en 2014. En el primer descenso de la inversión hubo un componente importante de deflación de costes, ahora el impacto de la deflación de costes creemos que será mucho más limitado. Por otro lado, el "fracking" que supuso un cambio muy importante en la industria (8 millones de barriles adicionales) creemos que tiene problemas y que no es una fuente de aprovisionamiento segura a futuro, ya que no ha generado flujo de caja libre en 10 años. Tenemos **Schlumberger** que es el líder mundial en servicios y productos para petroleras. Tiene los mejores márgenes de la industria a lo largo del ciclo y ha conseguido generar flujo de caja libre de manera consistente. La compañía ha tomado medidas para conservar caja en este entorno difícil: ha implementado medidas para recortes de costes, ha reducido su nivel de inversión un 30% y ha reducido el dividendo en un 75%.

El **uranio** ha repuntado con fuerza en el semestre. El ajuste de la oferta, que ya se estaba produciendo, se ha incrementado por la reducción involuntaria de la oferta provocada por el COVID-19 por parte de los principales productores. Creemos que los fundamentales del uranio continúan mejorando ya que la oferta sigue ajustándose, prácticamente el 40% de la industria pierde dinero a los precios al contado y las eléctricas tienen unas necesidades no cubiertas a futuro (37% para 2025 y del 55% para 2027).

Mantenemos **posiciones cortas** sobre índices americanos, principalmente Russell 2000 y S&P 500, y sobre los índices de Hong Kong, Australia y Canadá. Hemos comprado unas opciones de cobertura adicionales principalmente sobre el euro/dólar, que nos beneficiarían en caso de una fuerte apreciación del dólar.

En **EEUU** creemos que la fortaleza de la economía es menor de lo que parece. Los beneficios NIPA, aquellos reportados por todas las empresas americanas a efectos fiscales, han disminuido ligeramente desde 2012. Históricamente estos beneficios NIPA van muy correlacionados con los beneficios del S&P 500, salvo en épocas de boom como pasó a finales de los años 90, para luego ajustarse. Por otro lado, el país ha entrado en recesión en febrero según el NBER (National Bureau of Economic Research) poniendo fin a la expansión más larga de su historia.

En **China** creemos que el boom crediticio es probablemente el mayor de la historia. Cuatro de los cinco mayores bancos del mundo son chinos, lo que creemos que es una señal más de preocupación. Históricamente países que han tenido a sus bancos entre los mayores del mundo han sufrido una crisis crediticia, como pasó en Japón a finales de los años 80 o en EEUU en la crisis financiera.

En definitiva, pensamos que los problemas son cada vez mayores y que las valoraciones de muchos activos son excesivas. Creemos que las actuaciones de los bancos centrales han diferido los problemas a costa de hacerlos mayores en un futuro.

Desde Salmón Mundi queremos agradecer vuestra confianza.

Atentamente,

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.