

La cartera de Salmón Mundi Capital al cierre de 2019

NOTA DEL EDITOR: Este texto es obtenido de una carta anual de [Salmón Mundi Capital](#).

* * *

El oro y la plata han repuntado en 2019. Creemos que el cambio en el discurso de la FED ha apoyado este movimiento. Los tipos reales, uno de los principales catalizadores para el precio del oro, se han contraído durante el año. La demanda de ETFs prácticamente ha compensado el descenso de joyería, lingotes y monedas. Los bancos centrales siguen comprando y en 2019 realizaron su segundo mayor nivel de adquisiciones en 50 años. La plata creemos que es especialmente atractiva a los niveles actuales, cotiza a 88 veces respecto al oro, frente a la media cercana a 68 veces desde 1990.

Mineras de oro

Las mineras de oro tuvieron un muy buen año.

En **Barrick Gold [GOLD]** creemos que la llegada de Mark Bistrow como CEO se empieza a notar en la compañía. Ha reducido la deuda, ha vendido activos no estratégicos e incrementado el dividendo. Uno de los puntos fuertes de Barrick es la calidad de sus activos, tienen seis minas Tier 1 (en la parte baja de costes, con más de 500.000 onzas de producción y con más de 10 años de vida de las reservas).

Newmont [NEM], el primer productor de oro del mundo, también ha nombrado un nuevo CEO. Han vendido activos no estratégicos por importe de \$1.400 millones. Esperan una reducción de costes hasta \$800-\$900 AISC en 2023 y prevén generar \$10.000 millones de flujo de caja libre en los próximos cinco años (con el oro a \$1.500).

Polyus [MCX: PLZL] ha tenido un excelente comportamiento. La compañía ha incrementado su producción casi un 50% desde 2013 hasta 2018, ha pasado de ser el octavo productor mundial al cuarto. Es la tercera minera de oro del mundo por reservas, con 26 años y líder en costes, con un AISC de \$605/onza. La eventual puesta en funcionamiento del depósito de Sukhoi Log en los próximos años, supondrá un cambio sustancial para la compañía, ya que tiene 63 millones de onzas de recursos minerales, una ley de 2,1 g/T y 40 años de vida.

El CEO de **Newcrest Mining [ASX: NCM]**, S. Biswass, ha hecho una buena labor desde su nombramiento en 2014. Con él la compañía ha generado consistentemente flujo de caja libre y ha reducido drásticamente la deuda (actualmente 0,2x deuda neta/Ebitda). Tiene de los costes más bajos de los principales productores (AISC de \$720/onza) y dos de las principales minas del mundo por reservas y recursos minerales (Cadia y Lihir).

Agricultura

En agricultura, el **café** marcó mínimos en el primer semestre para recuperarse en el segundo. El precio está por debajo de los costes de muchos productores de América Central (entre \$1,2 y \$1,5/libra). Para 2019/20 se espera una menor producción, debido a que nos encontramos en el año de menor cosecha de arábica dentro del ciclo bianual de Brasil. La

cotización ha venido marcada por la depreciación del real brasileño, ya que baja los costes en dólares de los productores locales y Brasil es el mayor productor del mundo. En arroz, China está bajando la producción, tanto por disminución de tierra arable, como por rentabilidad por hectárea. Sus importaciones, sin embargo, se han reducido desde 2017/18. China representa prácticamente el 70% de los inventarios globales de arroz.

El **trigo** subió ligeramente en el año. Los inventarios globales sobre consumo son aparentemente elevados (38%) pero ex-China, están cercanos a los niveles más bajos de la última década (22%). A finales de los 80 y principios de los 90, China era el líder en importaciones, actualmente es el décimo. En China la producción de grano prácticamente no ha crecido desde 2015 (unos 600 millones de toneladas), la rentabilidad por hectárea es ya elevada y creemos que podrían verse forzados a realizar mayores importaciones.

Rusia

Rusia tiene unos fundamentales macroeconómicos muy sólidos. Tiene muy poca deuda pública, tan sólo el 12% del PIB, y muy poca deuda agregada, sumando pública y privada alcanza el 80% del PIB. Además el país está muy barato, a CAPE de 7,8 veces.

Gazprom [MCX: GAZP] ha anunciado que aumentará el dividendo (pagarán el 50% de sus beneficios en tres años), y como consecuencia la acción este año ha repuntado con fuerza. Ya le han entrado en funcionamiento el Turkstream, con el que podrá pasar gas a Turquía y al sur de Europa, y el Power of Siberia, con el que lo llevará directamente a China. Sin embargo, el Nord Stream 2, con las nuevas sanciones de EEUU, puede que se retrase. Gazprom tiene el 16% de las reservas de gas del mundo y supone el 12% de la producción de gas global.

LUKoil [MCX: LKOH] sigue dando buenos resultados. A pesar de los acuerdos de la OPEC+ para reducir la oferta, Lukoil ha incrementado la producción gracias al gas de Uzbekistán. La compañía está creciendo en las zonas que tienen una fiscalidad más favorable, consiguiendo que el 31% de su producción sean barriles de márgenes elevados. Financieramente son muy conservadores, prácticamente no tienen deuda, han incrementado el dividendo durante más de 20 años consecutivos y han generado flujo de caja libre en todo el ciclo. Está muy barata, cotiza a 1x valor en libras, 3,5x EV/Ebitda y a \$4 EV/Reservas.

Sberbank [MCX: SBER] ha tenido muy buen comportamiento en el año. El margen de intermediación ha tenido cierta compresión, pero todavía es bastante elevado. En comisiones esperan un crecimiento de doble dígito. El banco tiene una franquicia excelente, con el 44% de los depósitos minoristas de Rusia. A pesar de tener ROEs altos (23%) cotiza muy barato, PER 6x y 1,2x valor en libras. Sberbank tiene, además, uno de los mejores ratios de eficiencia de los bancos europeos (33%), buenos ratios de capital y una morosidad controlada de prácticamente un tercio de la que tiene el sistema.

Hemos comprado **MMC Norilsk Nickel [MCX: GMKN]** que tiene probablemente uno de los mejores depósitos minerales a nivel global. Norilsk es el primer productor del mundo de paladio y níquel de elevada calidad, cuarto en platino y undécimo en cobre. Esperan un incremento de la producción del 15% al 25% para los próximos 7 años.

Sector energético

El **sector energético** sigue especialmente deprimido. La reducción de la inversión de las

petroleras ha sido cercana al 50%. Es más acusada aún en proyectos ex “fracking”, ya que el petróleo no convencional ha supuesto aproximadamente el 3,5% del total de la producción de 2008 a 2017 pero el 21% del total de la inversión.

Diamond Offshore Drilling [DO] ha continuado presionada por las bajas tarifas diarias. Esperan flujo de caja negativo para 2020. Creemos que todavía necesitan un repunte significativo en la utilización de capacidad para que las tarifas vuelvan a aumentar. Están implementando una estrategia prudente, ya que todos sus barcos perforadores se encuentran contratados hasta 2022 y no tiene vencimientos de deuda hasta noviembre de 2023 (el 62% de la deuda vence a partir de 2039).

Schlumberger [SLB] ha retrocedido en el año. La compañía sigue en proceso de recuperación, habiendo mejorado sustancialmente el flujo de caja libre en el último trimestre. Es el líder del sector y ha conseguido los mejores márgenes de la industria a lo largo del ciclo. Desde 2009 han prácticamente doblado su mercado potencial, por lo que están bien preparados para una recuperación.

El uranio ha bajado en 2019 y la oferta sigue ajustándose. Las compañías han recortado la inversión más de dos tercios desde 2013 y **Cameco [CCJ]**, adicionalmente, está realizando compras en mercado. Aproximadamente el 40% de la producción de uranio en 2019 tuvo costes más altos que el precio de contado. Los contratos antiguos firmados a precios más elevados están vendiendo. Y creemos que las eléctricas tendrán que volver al mercado, ya que tienen el 22% de las necesidades de uranio no cubiertas para 2022 y más del 50% de 2027 en adelante.

Posiciones cortas

Las posiciones cortas han detruido rentabilidad. Mantenemos las posiciones cortas sobre índices de Australia, Hong Kong, EEUU y Canadá. Creemos que el boom de crédito de China es el mayor de la historia y queremos estar protegidos.

Pensamos que Hong Kong es muy vulnerable a problemas crediticios en China. La deuda privada de HK es muy elevada, se sitúa prácticamente en el 300% de su PIB. La exposición de los bancos a China continental es muy alta, ya que supone el 23% de los activos bancarios, o el 210% del PIB del país. Si tomamos la exposición total (incluyendo la exposición bancaria), la exposición del sistema bancario de Hong Kong a China alcanza el 300% de su PIB.

Australia creemos que puede tener problemas por la burbuja inmobiliaria y su apalancamiento a China. El país está muy expuesto a China por el carbón, hierro, turismo y educación. Además, las familias tienen un ratio de deuda elevado del 120% sobre PIB. Los bancos comerciales han incrementado mucho su exposición al mercado inmobiliario desde 2007 y ya representa un 50% de sus activos. La calidad crediticia se está deteriorando y, en el caso de los préstamos hipotecarios, ya tienen más morosidad que en la crisis de 2008.

Canadá también está experimentando una burbuja inmobiliaria. El país ha registrado una de las mayores subidas del precio de la vivienda de la OCDE desde 2009. El FMI estima que el precio de la vivienda en las principales ciudades está sobrevalorado aproximadamente en un 50%. Canadá, además, tiene una elevada deuda privada (266% del PIB en 2018).

EE.UU. está en la expansión económica más larga de su historia (126 meses), mayor ya que la de los años noventa. El ratio Q muestra el mercado americano muy sobrevalorado,

actualmente se sitúa en 1,9 veces, muy por encima de la mediana histórica de 0,8 veces. En septiembre empezaron a aparecer problemas en el mercado de repos y creemos que podrían aparecer en un futuro en los bonos BBB, que ya representan en EE.UU. más del 50% de los bonos con grado de inversión.

En definitiva, pensamos que los problemas de 2008 tan sólo se han diferido y no se han hecho los ajustes necesarios. Los precios de los activos están muy distorsionados por las políticas de los bancos centrales (i.e. la deuda soberana y corporativa con rentabilidades negativas ha llegado a alcanzar 17 trillones de dólares o 20% del PIB mundial). Con los tipos tan bajos y con el excesivo nivel de deuda actual, pensamos que las opciones son cada vez más limitadas. Aunque puede haber un ajuste deflacionario, creemos que a largo plazo el gran riesgo es un repunte de la inflación.