

Newsletter

de diciembre de 2020

- *Visión general de nuestros fondos* 2
- *El principio del fin* 2
- *El Fondo Classic durante 2020* 4
- *La renta variable está bien valorada, aunque hay cierta bifurcación* 7
- *El fondo LTIF Natural Resources está barato y tiene una perspectiva muy favorable* 8
- *Las materias primas han iniciado un nuevo ciclo alcista* 8
- *La energía nuclear va a ser necesaria* 11
- *Mucho movimiento en nuestras empresas del LTIF Natural Resources* 12
- *Anexo* 13

Gráfico 1: LTIF Classic EUR vs. MSCI Daily TR Net World Index EUR

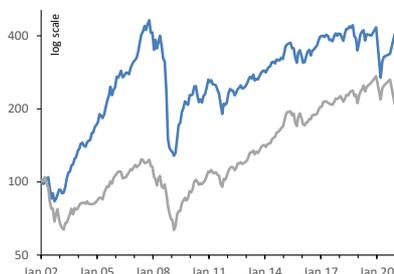


Gráfico 2: LTIF Stability A Cap EUR vs. HFRX Global Hedge Fund Index EUR

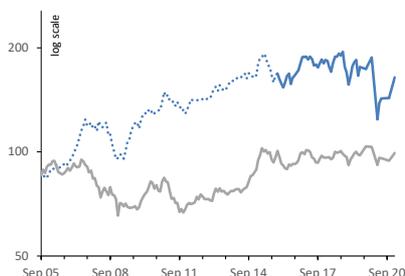
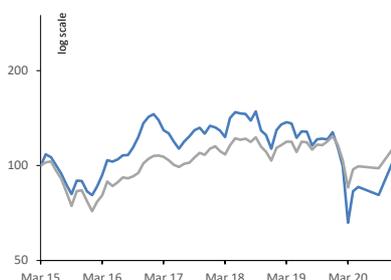


Gráfico 3: LTIF Natural Resources EUR vs. S&P Global Nat. Res. Net TR Index EUR



“The possibility of permanent loss is the risk I worry about, Oaktree worry about and every practical investor I know worries about”

Howard Marks

“A market downturn is the true test of an investment philosophy”

Seth Klarman

Visión general de nuestros fondos

El principio del fin

Es un tópico que los mercados financieros son "cortoplacistas" e insisten en obtener beneficios *ahora* a costa de inversiones que podrían dar mucho más rendimiento con el tiempo. Sin duda, esto no ha sido así en los mercados en 2020. Han atravesado la peor caída del PIB jamás registrada con una caída fuerte pero corta, de la que se han recuperado rápidamente. La razón es que los mercados de acciones, de hecho, descuentan los flujos de caja a largo plazo y, después de un momento inicial de pánico inducido por la incertidumbre, decidieron que esos flujos de caja no van a ser muy diferentes dentro de 2 o 3 años de lo que habrían sido sin la pandemia. Es cierto que algunas empresas se han visto debilitadas (ocio, hoteles...), mientras que otras incluso han quebrado (líneas aéreas, petróleo...), pero la economía en general, tal y como se refleja en los índices de mercado generales, saldrá adelante.

Tabla 1: Valor liquidativo – Activos netos gestionados

Dec 31, 2020	NAV	Δ 3m	Δ 12m	Annualized return (s.i.)	AUM (in mio)
LTIF Classic [EUR]	407.89	20.9%	-6.1%	7.7%	72
LTIF Natural Resources [EUR]	87.13	30.4%	-17.6%	-0.9%	32
LTIF Stability A Cap [EUR]	164.30	14.8%	-12.3%	-1.1%	2

Fuente: SIA Group

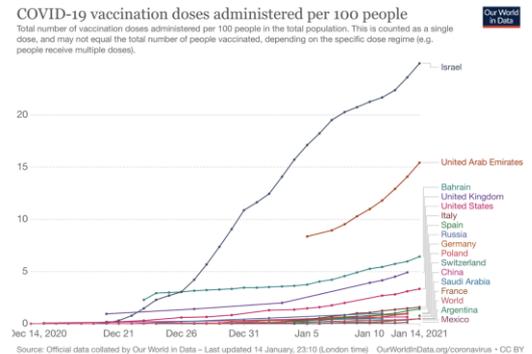
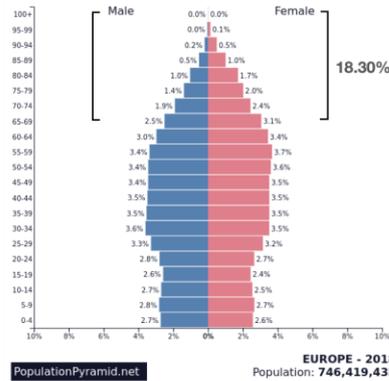
Ahora estamos en el principio del fin. Las vacunas disponibles funcionan y se están distribuyendo. Como era de esperar, las dificultades logísticas han impedido un aumento rápido, pero las inoculaciones se acelerarán. Las cosas pueden cambiar mucho más rápido de lo que la mayoría de nosotros cree. Más del 80% de los fallecidos por el virus Covid-19 tenía más de 65 años (ver cifras más abajo), y esta parte de la población representa el 20% de la población en los países desarrollados. Dado que las personas mayores se vacunarán primero, **sólo es necesario vacunar al 20% de la población para que los sistemas sanitarios puedan hacer frente a la**

enfermedad. Israel ya está ahí, pero muchos otros ya están acelerando hacia ese objetivo. En un dos-tres de meses, la situación será muy diferente.

U.S. Deaths from Coronavirus by Age Group (Feb. 1 – June 17, 2020)

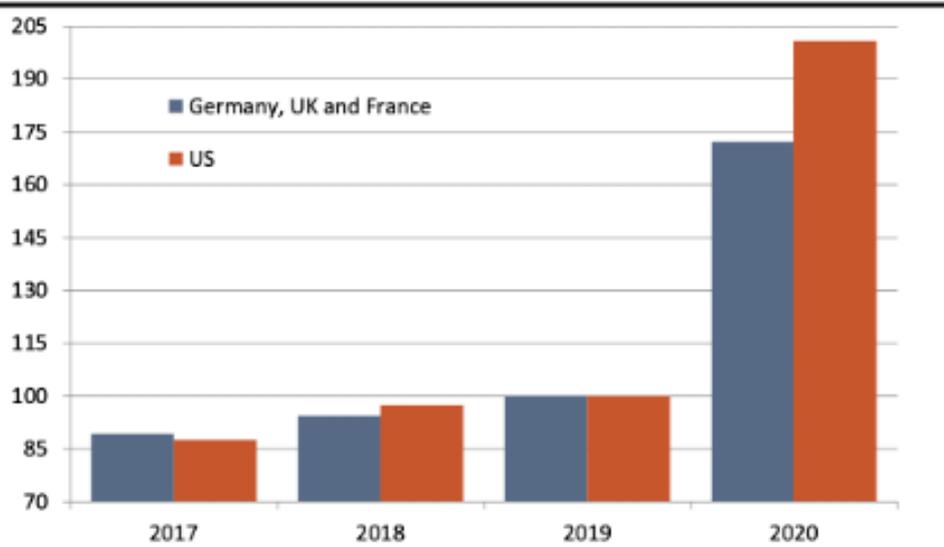
Age group	COVID-19 Deaths	Percentage of COVID Deaths
Under 1 year	8	0.008%
1-4 years	5	0.005%
5-14 years	13	0.013%
15-24 years	125	0.121%
25-34 years	699	0.676%
35-44 years	1,780	1.722%
45-54 years	4,976	4.815%
55-64 years	12,307	11.909%
65-74 years	21,462	20.769%
75-84 years	27,529	26.640%
85 years and over	34,435	33.322%
All Ages	103,339	100.000%

Source: CDC



¿Qué podemos esperar después? Si la historia sirve de guía, una fuerte recuperación. No sólo la gente querrá "ponerse al día" con todo aquello a lo que tuvo que renunciar durante la pandemia, sino que, por extraño que parezca, las tasas de ahorro de las familias se encuentran en el nivel más alto jamás registrado. La razón de este ahorro es sencilla: aunque una parte importante de la población ha perdido su trabajo o negocio y está pasando por un momento extremadamente difícil, los que tienen unos ingresos seguros (funcionarios, educación, salud, etc.) no han podido gastarlos como de costumbre. El resultado es una enorme capacidad de gasto. Si añadimos la nueva disposición de los políticos a permitir que el Estado estimule la economía, la conclusión debe ser que en los próximos trimestres se va a producir un crecimiento muy fuerte, e incluso una inversión de la caída continua de los tipos de interés observada durante los últimos 10 años.

Aggregate household savings (Q1 to Q3 2019 = 100)



Quarterly data. US data based on nominal dollar household gross savings. European data based on nominal euro household gross savings. UK data converted to euros based on sterling/euro rate for each year. Source: BEA, Deutsche Bundesbank, ONS, BoE, INSEE, Berenberg calculations

Todo lo anterior sólo puede ser positivo para la mayoría de nuestras inversiones. Aunque los mercados no están especialmente baratos (ver comentarios sobre valoración más adelante), **muchas acciones cotizan actualmente a precios que supondrán una excelente rentabilidad** (de doble-dígito) a medio plazo.

El Fondo LTIF Classic cierra 2020 a EUR 408 por acción (-6%) y está en EUR 430 (+5%) en 2021

No nos olvidaremos nunca de 2020, ni desde un punto de vista personal o familiar, ni desde un punto de vista financiero. El virus Covid19, aunque surgiese en 2019, ha tenido un impacto feroz en 2020 y pasará a los anales de la historia. Desde este foro limitado agradecer al sector sanitario y a los científicos el trabajo desarrollado a lo largo de la crisis, trabajo que ha salvado muchas vidas y que va a permitir que podamos volver a la normalidad muy posiblemente a finales de 2021.

En términos generales y en línea con la pandemia, los mercados se derrumbaban en marzo y han recuperado con fuerza desde entonces. **Nuestro escenario base de una recesión de las de corta duración se está materializando** y las Bolsas y el Classic han tenido una performance acorde con éste, tocando mínimos en marzo (EUR 250 por acción) y recuperando prácticamente todo lo perdido a mediados de enero de 2021 (EUR 430). **Creemos que hemos cumplido con la primera premisa de la inversión: proteger el capital (PC)**, dado que la cartera tiene calidad, hemos cometido pocos errores, y no hemos cambiado ningún eje de futura creación de valor del Classic.

Nuestro -6% de 2020, aunque muy por debajo del Índice Standard & Poor's 500 SPX (+16%) y del Nasdaq tecnológico (+48%, lo he tenido que comprobar varias veces) está bastante en línea con los Índices value globales como el *MSCI World Value Index* (-4%) o el *Russell1000* (-6% en euros). Como siempre decimos, nos consideramos inversores a largo plazo con lo que no tiene demasiado sentido elucubrar sobre la performance a corto plazo: a largo el Classic ha hecho un 8% anual desde que empezó (2002), 11% anual desde el inicio del nuevo ciclo post-GFC (2009), un 5% a 10 años y un 7% a 5 años. Además, creemos que *toca* recuperar.

¿Qué queremos decir con que *toca* recuperar? El Classic tiene que seguir recuperando terreno por **2 factores endógenos que nos han lastrado durante los últimos 4-5 años: el value y las materias primas, dos de los ejes principales del fondo**, y en términos relativos, por un factor más exógeno que ha sido la fuerte revalorización de las empresas de tecnología (sobre todo las FAANGSs), dónde el Classic ha estado infra-representado. Creemos que somos capaces de invertir en tecnología (Apple y ASML han sido dos de nuestras posiciones principales y a lo largo de los años hemos estado invertidos en Accenture, Visa, Qualcomm y algunas otras empresas de tecnología) pero su peso ha sido inferior al peso del sector en los Índices. En términos generales y con el objetivo de cumplir con la primera premisa de inversión (PC) nunca invertiremos más del 15% en un solo sector, por muy convencidos que estemos, y el peso de las grandes tecnológicas en muchos Índices es hoy por hoy muy superior.

La TIR actual del fondo es del 14% con un Valor Intrínseco a medio plazo EUR 617 por participación

La TIR esperada del Classic es actualmente del 14% y el valor intrínseco se mantiene algo por encima de los EUR 600 por participación. Los socios de SIA tenemos nuestros ahorros invertidos en el Classic con lo que vemos el futuro con la tranquilidad de estar invertidos en una cartera concentrada de unas 30 empresas que conocemos razonablemente bien, con una diversificación por negocio y geográfica importante y un riesgo fundamental/industrial bajo, como hemos comprobado en la crisis covid19, donde la mayoría de nuestras empresas ha vuelto o está volviendo a la normalidad.

El Classic durante 2020

Como siempre decimos, el análisis sectorial del comportamiento del Classic no es muy representativo de lo que pasa a nivel global, dado que nos concentramos en 3-4 empresas por sector o subsector y por lo tanto bastante alejados de la composición sectorial del Índices. A pesar de ello siempre se aprende algo,

y en resumen, los 3 sectores del Classic que han tenido un buen 2020 han sido, por este orden minas (+60%), tecnología (+53%) y consumo discrecional (+14%, gracias a Pandora) y los peores sectores han sido energía (-60%), health/pharma, financieras y salmones con un -15%/20% en el año.

En cuanto a los valores, destacaríamos por el lado positivo MetsoOutotec (+65%), Prysmian (+37%), Pandora (+137%), ASML (+52%), Apple (+58%), Viscofan (+26%), todas las empresas de cobre (First Quantum, Antofagasta, Hudbay, KAZ Minerals, Northern Dynasty) con una revalorización media del 60%, Visa (16%) y Mowi (15%).

Por el lado negativo y con caídas superiores al 10% estarían Devro (-14%), Grieg Seafood (-40%), todas las empresas de energía/petróleo (California Resources, Cenovus, EOG, Premier Oil, Suncor) con una caída media del 60%, ING (-28%), Grifols (-27%), ISS (-34%), Raytheon (-23%) y Thales (-19%).

Visto la fuerte bifurcación de la performance en 2020, a lo largo del año hemos ido reduciendo el peso de minas y tecnología y subiendo el de energía, financieras y salmones. No es lo único, pero es importante comprar barato.

¿Cuál es el posicionamiento resultante del Classic? 45% en value con filtro estratégico, 20% en recursos naturales y 25% en GARP (crecimiento a precios razonables)

Los principales ejes de performance a futuro del Classic han cambiado algo y actualmente se concentran en dos: **value diversificado, pero con calidad, dónde tenemos 45% de la cartera y los recursos naturales o materias primas, donde tenemos invertido un 20%** (pueden considerarse value también). Como hemos comentado, entendemos que estos dos factores, tras unos años de *underperformance* exagerada, han iniciado un nuevo ciclo alcista y deben ser factores de *outperformance* del Classic en los próximos años.

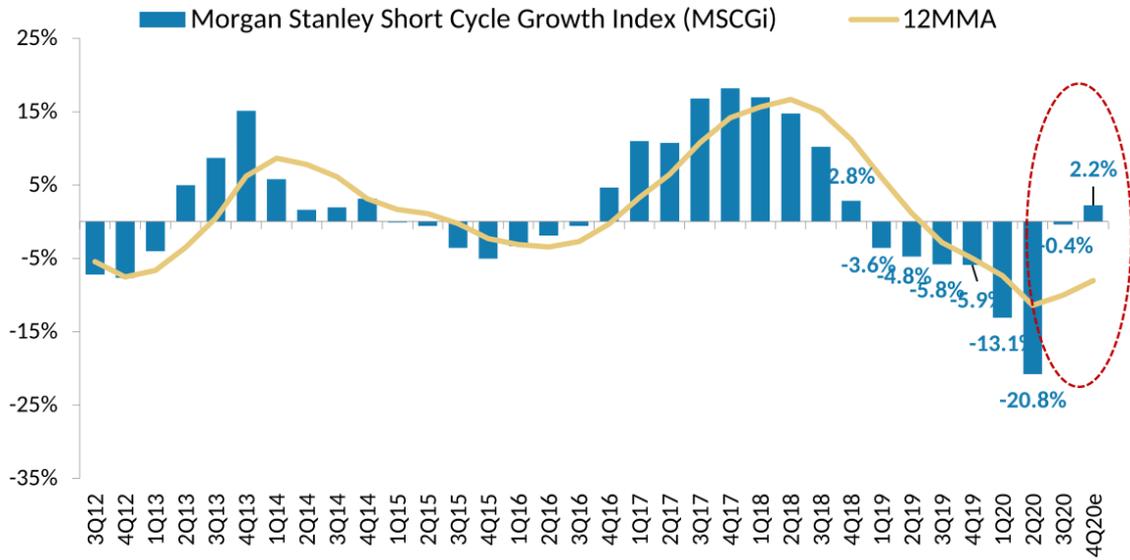
1/3 de la cartera sigue invertida en GARP (valores de crecimiento a un precio razonable), lo que denominamos *compounders* como pueden ser Unilever, Sodexo o VISA con modelos de negocio y retornos a la inversión esperados muy robustos.

Históricamente el sector del salmón ha sido un peso pesado del Classic, pero vendimos una gran parte de nuestras posiciones a lo largo de 2019. Con la caída de los precios del salmón en 2020 (y de las acciones de las salmoneras) estamos reconstruyendo una posición algo más importante en el sector dónde ya tenemos un 8%. Si siguiese bajando seguiríamos comprando hasta como hemos mencionado un máximo del 15% del fondo.

Por categorías de riesgo, el 50% del Classic está en Categorías 1-2, o riesgo bajo, y el 45% en categorías 3. Sólo nos queda una empresa de categoría de riesgo 4 o riesgo alto (Hudbay empresa de cobre) lo que refleja nuestra evolución hacia no fallar nunca más en la primera premisa de la inversión (PC).

Mantenemos nuestro escenario base: recuperación económica en 2021, posiblemente desde Q2

Nuestro escenario base se mantiene sin cambios y seguimos esperando una recuperación acelerada tras una corta recesión. Como podemos comprobar en la mayoría de los indicadores macroeconómicos (ver ciclo industrial en el siguiente gráfico), dejamos atrás el mínimo del ciclo en Q220, que ha coincidido una vez más con el mínimo también en Bolsa y **la economía global se dirige hacia una recuperación global, posiblemente coordinada.**

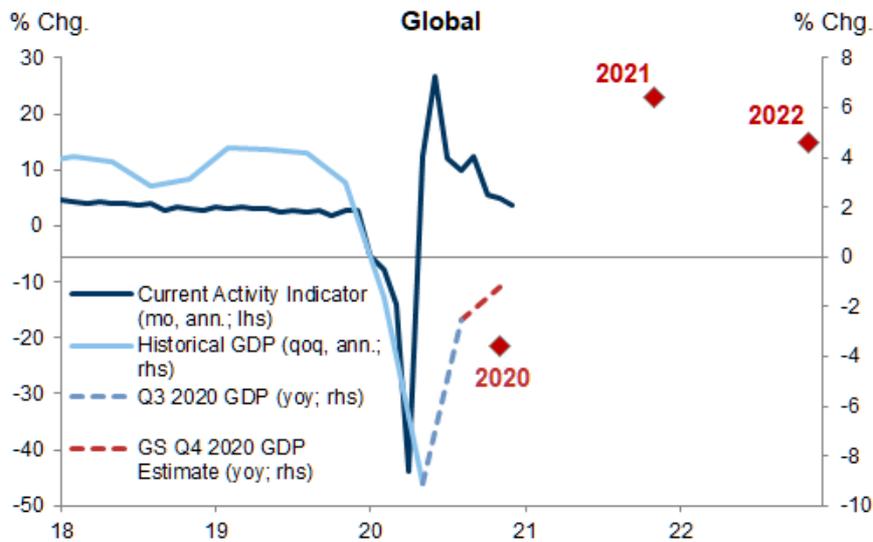


Fuente: Morgan Stanley

Tres son los principales factores que nos hacen ser optimistas de cara a una rápida recuperación:

- 1) Debido a **la corta duración de la crisis y a las medidas de apoyo** diseñadas por los Gobiernos no se ha producido un daño permanente en las economías... tampoco hay que solucionar problemas estructurales como fueron vivienda, deuda privada y morosidad/bancos en la GFC-2008
- 2) **China ha vuelto** a los niveles pre-covid y estimamos que crecerá entorno al 7% en 2021
- 3) Tenemos por delante un **fuerte apoyo de políticas monetarias, fiscales y posiblemente de fuerte inversión pública en infraestructuras/renovables** que aceleraran la recuperación.

Es cierto que a largo plazo habrá que lidiar con los niveles de déficits y deuda de muchos países, pero ese problema es más un problema de largo plazo, no algo que deba preocuparnos en el momento actual. Una inflación más alta será posiblemente parte de la solución al problema.



Por tanto, muy en línea con el consenso, creemos que el PIB mundial en 2021 y 2022 crecerá por encima de su nivel teórico potencial, en un momento de crecimiento coordinado de la mayoría de las economías del mundo.

¿Que riesgos vemos? Nuestro análisis macroeconómico busca identificar riesgos potenciales más que evaluar detalladamente el comportamiento de las economías mundiales. Dejando de lado los riesgos tipo *black swan* (como pandemias, guerras, etc...) **nos preocupan los desequilibrios en China** (tanto sociales como económicos), **la burbuja del mercado de bonos** (algún día los tipos de interés tendrán que normalizarse, aunque no lo vemos a 2-3 años vista) y **las valoraciones de algunos activos** (tecnología, crédito e inmobiliario principalmente) que son muy altas y deberían en un momento dado normalizarse.

En resumen, entendemos que a) la crisis Covid19 no es el principio de un nuevo ciclo sino un evento endógeno de duración limitada b) tenemos por delante 2-3 años de crecimiento coordinado global y c) esperamos mayor inflación a medio plazo. En este contexto **dos de los factores bursátiles de mayor progresión suelen ser las materias primas y el value, dos de nuestros ejes de inversión.**

Las Bolsas están bien valoradas, aunque hay cierta bifurcación

Como todos los años por estas fechas **hacemos un análisis de valoración de geografías y sectores a nivel global** principalmente de cara a identificar oportunidades y riesgos de inversión desde el punto de vista de la valoración.

Por geografías los mercados están en su mayoría bien valorados o incluso en la parte alta de sus valoraciones históricas. El Standard & Poor's 500 está cotizando a PER21 de 23x (media histórica 19x), el Nasdaq a PER 30x (media histórica 25x), Europa a PER 18x (media 19x) y los principales países emergentes (China, Rusia, Brasil), están en niveles medios históricos. Sólo Turquía sigue en rangos de valoración bajos debido a la incertidumbre socioeconómica del país. Mencionamos el PER de cara a ejemplificar, pero nuestras valoraciones utilizan un amplio elenco de ratios, y beneficios y retornos ajustados a *mid-cycle* para normalizarlas.

Por sectores amplios la lectura es menos homogénea: los sectores caros son el tecnológico (PER 30x frente a un histórico medio de 25x) y el industrial (PER 26x frente a 20x) y los baratos el sector financiero y energía. El resto de los sectores (consumo, salud y materiales principalmente) están cotizando en línea con medias históricas.

En términos generales sacamos las siguientes conclusiones:

- a) **tras la recuperación de las bolsas en 2020, las valoraciones se han situado en niveles altos respecto a 2021 pero**
- b) **los mercados están anticipando un ciclo alcista y asumen un 2022 más normalizado**
- c) **respecto a las previsiones de 2022 tanto sectores como geografías están en sus medias históricas, ni caros, ni baratos, con una discrepancia: en términos medios los ROE de 2022 estimados son muy superiores a las medias históricas.**

Teóricamente deberíamos tener un 2021 de Bolsa plana para recuperar después la tendencia de largo plazo de un 6-7% anual. Sólo hay un tema que destacaríamos: el ROE del sector tecnológico (y por ende de muchos índices, debido a su peso) se sitúa muy por encima de la media histórica, y francamente es difícil decir cuando se va a normalizar.

El RoE histórico medio del sector de tecnología ha sido según nuestras estimaciones del 19-20% pero actualmente se sitúa muy por encima en el 27%, con unos modelos de negocio de *e-commerce*, *buscadores*, *redes sociales*, *cloud* etc... muy robustos, en expansión y con retornos muy altos, con lo que pasará tiempo antes de ver una normalización. **A pesar de ello, esos retornos atraerán competencia o regulación y en algunos casos los dos**, con lo que el proceso de normalización volverá a producirse, como sugiere la teoría económica.

El fondo LTIF Natural Resources está barato y con unas perspectivas muy favorables

El Fondo de Recursos Naturales ha tenido un 2020 increíble. Empezó el año a niveles de EUR 100 por acción, con la crisis cayó a niveles de EUR 50 y en enero de 2021 estamos ya en EUR 95 por acción. Casi hemos recuperado todo.

Según nuestros modelos, el fondo tiene un valor intrínseco de EUR 150 por acción y una TIR a los precios actuales del 15-16%, con un potencial de revalorización muy interesante. Es importante resaltar que nuestro valor intrínseco se calcula con precios de las materias primas y márgenes/retornos de las empresas en convergencia (*mid-cycle*) en un sector donde la varianza industrial (sobre todo por la volatilidad del precio de las *commodities*) y la beta de mercado son enormes.

A grosso modo, asumiendo que nuestro Valor Intrínseco es correcto, en plena crisis Covid19 el mercado le puso un precio al fondo del 33% de su Valor Intrínseco, desde EUR 150 por acción hasta el mínimo de marzo de EUR 50. Nuestra experiencia nos sugiere que, en el ciclo alcista actual de materias primas veremos el efecto contrario en los próximos años, es decir precios y retornos por encima de *mid-cycle*.

Haciendo un cálculo rápido el NAV de este fondo teóricamente podría subir a niveles de EUR 250 por acción, 2,5x su precio actual, con una TIR superior al 20%, durante los años álgidos del ciclo. No olvidemos que las materias primas son, económicamente, de ciclo muy largo, porque cuesta 6-7 años construir una nueva mina o abrir un nuevo pozo de petróleo, eso si se obtienen los permisos, con lo que la parte alta del ciclo dura varios años. Veremos.

En cuanto a la performance de 2020 (-17% en el año), las minas, sobre todo el cobre, han sido la parte brillante del fondo, con una revalorización del 35% en moneda local (26% en euros) mientras que la energía/petróleo han sido un desastre con un -37% en el año. Consecuentemente hemos ido subiendo gradualmente el peso del petróleo, y añadiendo algunas empresas nuevas. A finales de 2020 el fondo tiene un 42% de la inversión en energía/petróleo y otro 38% en minas, con un 20% solamente en agricultura-alimentación e infraestructuras. Como ya comentamos, generalmente intentamos equilibrarlo algo más con un 30% en agroalimentación y similares (1/3 en cada sector) pero dadas las valoraciones actuales, es coherente seguir con pesos fuertes en energía y minas, sobre todo energía.

Entendemos que las materias primas han iniciado un nuevo ciclo alcista

En SIA, nos hemos explayado muchas veces sobre los próximos problemas de suministro de diversos productos básicos y/o materias primas. Parte de ello es estructural, debido a una década de inversiones muy reducidas, parte coyuntural debido a los problemas de producción y logísticos provocados por el covid19, y parte por el crecimiento de la demanda (políticas de ayuda y transición energética). El resultado ha empezado a evidenciarse a lo largo de 2020 con problemas de suministro y una fuerte subida de los precios. En realidad, es incluso un poco sorprendente, aunque cuando incluimos en nuestro modelo una recuperación económica en China más rápida de lo previsto, nos dimos cuenta de que el cobre se iba a déficit en H220, como ha sucedido.

Una gran parte de la economía mundial sigue estando bloqueada por el Covid19 y, por lo tanto, la demanda sigue siendo bastante moderada a nivel global, excluyendo China/Asia. Es un poco aterrador

para los consumidores porque ¿qué va a pasar cuando el mundo entero se recupere como China? ¿cuándo terminen los cierres y volvamos a la normalidad, al trabajo, a los viajes... con las ingentes ayudas de los Gobiernos y Bancos Centrales? Por poner un ejemplo, desde enero a octubre, las importaciones de petróleo chino crecieron un 11% anual y en este sentido, entendemos que la demanda de petróleo y resto de materias primas va a subir mucho desde mediados de 2021, una vez que las mayoría de las economías empiecen a recuperar.

China está creciendo a un ritmo del 6-7%

China comunicó su 14º plan quinquenal a finales de octubre. Dado todo el caos, la prensa occidental apenas cubrió el tema. Es un gran cambio de paradigma: China quiere tener un mayor consumo/inversiones internas o en su esfera de influencia y un menor superávit comercial. Dado el bajísimo consumo per cápita de recursos naturales a lo largo de la ruta de la seda y de otros mercados emergentes, podemos anticipar un creciente consumo per cápita de energía, metales, infraestructuras, y otros bienes y servicios primarios. Multiplicado por el tamaño de la población, el efecto en términos absolutos será muy importante. **Lamentablemente, las materias primas, los recursos naturales y algunos productos básicos tienen unas reservas y/o capacidad de producción limitada y la única manera de frenar o corregir esa demanda van a ser precios altos.**

El presidente ruso, Vladimir Putin se explayó ampliamente sobre la insostenibilidad del sobreconsumo occidental en su discurso de Valdai. Al final, se tiene que producir un ajuste de balanzas comerciales, monedas, flujos... con el centro neurálgico desplazándose hacia el Este, hacia Asia, no por temas políticos sino por población y consumo per cápita. Tiene aspecto de que hay que replantearse el modelo económico mundial, dado que no se puede crecer para siempre, no hay suficientes recursos.

Los problemas de suministro empiezan a surgir en muchas áreas. Tras años de inversión muy baja, se está produciendo de nuevo una falta de capacidad de transporte marítimo, y de contenedores, y por ejemplo las líneas marítimas han suspendido las reservas de carga del sur de China hasta finales de febrero. En Europa, ya hay rigidez en muchos productos: aparatos electrónicos, vidrio, tableros de aglomerado y varios productos manufacturados o semi-manufacturados.

En China, los problemas de suministro están provocando cortes de energía y las autoridades han dado prioridad a la capacidad ferroviaria para el transporte de carbón térmico, causando problemas de suministro a los productores de acero que no han podido obtener suficiente carbón metalúrgico. Los precios del mineral de hierro no dejan de subir, junto con los precios del carbón metalúrgico, provocando un aumento de los precios del acero y en muchas zonas, la chatarra ya ha vuelto a los niveles de hace diez años. El concentrado de bauxita, cobre, níquel y zinc está cada vez más caro, con costes de tratamiento y refino a la baja y a problemas de rentabilidad en las refinerías.

Y aun no hemos entrado de lleno en la transición energética

Hay muchas proyecciones sobre la demanda de metales en relación con la transición energética o "green energy" y las cifras dan miedo. Básicamente, a medio plazo, nos hay materias primas suficientes en el planeta (eso sin llegar al escenario de Greta Thunberg) para cumplir con los objetivos.

Siendo inversores en muchos de los principales productores de estos metales, naturalmente no nos disgusta escuchar dichas previsiones, que además se basan en las predicciones de instituciones tan honorables como el FMI, el Banco Mundial y demás, pero yendo al grano, **va a ser muy difícil cumplir los objetivos sin cambiar múltiples aspectos socioeconómicos de la mayoría de los países.**

Tomando un "pequeño" metal como la plata como ejemplo. Es vital para los paneles solares y se necesitarían 400.000 toneladas adicionales hasta el 2050. Pero la producción anual es de 27.000 toneladas y está disminuyendo debido a una década de falta de inversión (la plata se produce

principalmente como subproducto de grandes minas de cobre/oro, plomo/zinc). Y además la demanda de otras aplicaciones está aumentando (dispositivos electrónicos, por ejemplo). Toda esta demanda adicional proyectada simplemente no está disponible.

Curiosamente, Francia acaba de disminuir las subvenciones para los vehículos eléctricos y reduce las multas por emisión de CO2, para ayudar a los esforzados Renault y Peugeot, mejor dicho, Stellantis. China redujo las subvenciones en 2019.

El petróleo afronta tres problemas estructurales: agotamiento de los pozos, falta de inversión y madurez del “shale oil” americano

La empresa estatal rusa Rosneft es uno de los mayores productores de petróleo del mundo y recientemente anticipaba una crisis de oferta de petróleo a corto plazo debido al cambio estratégico hacia las energías renovables de compañías como BP, Royal Dutch, y el resto de majors, y la madurez del sector de *shale oil* americano, entre otros factores. La compañía (y el Gobierno Ruso claro) dió el visto bueno a **su inmenso proyecto Vostok en el Ártico. Debería comenzar la producción en 2024 y alcanzar una producción de alrededor de 2 millones de b/d en 2035.** Esto lo convertiría en el segundo mayor campo petrolero después de Ghawar que produce actualmente 3,8 millones de b/d. Con la disminución de la producción en Ghawar, tal vez el más grande para entonces (en realidad, el petróleo de Vostok no es un campo, sino un racimo de campos.)

Dado un agotamiento natural 3-4% anual, el mundo necesita dos de estos nuevos campos por año! para mantener estable la producción total: **el proyecto necesitará 150,000 millones de dólares de capex, 400'000 personas para construirlo y 150'000 para operarlo y se construirán 15 nuevas ciudades.** Esto evidencia lo difícil que es poner en marcha una producción sustancial en la industria petrolífera, asumiendo claro que se tienen los recursos, y la mayoría están en regiones tan duras como la península de Taymyr. Mientras que los inversores en Occidente temen la disminución de la demanda de petróleo, los **Gobiernos en Oriente está preocupados por el suministro:** además de la compañía comercial con sede en Singapur, Trafigura, la India participará en el proyecto ya que será una fuente importante para cubrir su creciente demanda.

Las grandes empresas europeas siguen reduciendo inversiones en *upstream* y acelerando su transición energética, y aunque las majors norteamericanas van un paso por detrás, han empezado a reaccionar. Chevron anunció planes de reducción del capex en los próximos años: 15,000 millones de dólares anuales hasta el año 2025, un 27% menos que la previsión anterior y menos de la mitad del presupuesto en 2014, cuando el WTI cotizaba entorno a 100 \$ por barril. Exxon también anunció un capex de entorno a 17.500 millones de dólares en 2021, con unos 22.500 millones en termino medio de 2022 a 2025. Estas cifras representan una disminución del 46% y el 31%, respectivamente respecto a las previsiones anteriores.

Estos recortes amplifican las tendencias actuales de la industria. Se estima que la inversión en exploración y producción mundial en el año 2020 habrá sido de unos 230.000 millones de dólares, por debajo de la previsión anterior de 325.000 millones. La inversión en *shale* será aproximadamente la mitad en 2020, desde los 100,000 millones de 2019, con un 2021 posiblemente más bajo. **En definitiva, sigue el desplome de las inversiones en exploración y producción de petróleo y esto no es un buen augurio para el futuro de la disponibilidad de petróleo.**

La OPA sobre KAZ Minerals está muy por debajo de un precio justo

KAZ Minerals se convirtió en una de las mayores posiciones del fondo al recibir una oferta pública de adquisición de su principal accionista Vladimir Kim, que ya tenía más del 30% de la compañía. Dada la situación, no esperábamos una oferta sustancialmente mejor y decidimos vender la posición. A pesar de la ganancia obtenida, **nos quedamos muy descontentos de perder este activo en esta etapa del ciclo y**

con una valoración tan baja. Pero hemos ajustado los pesos en cobre (aumentado en otras empresas) para contrarrestar este impacto en el fondo.

El proyecto de cobre Baimskaya de KAZ Minerals es uno de los activos de cobre no desarrollados más importantes del mundo en el remoto distrito de Chukotka. Rosatom, propiedad del Estado, puso en producción la primera planta nuclear flotante del mundo el año pasado: el barco "Akademik Lomonosov" que está ahora atracado en el puerto de Pevek en Chukotka y será la fuente de energía para Baimskaya (por cierto, muy interesante la página web de Rosatom, no sólo en lo que respecta a la producción de electricidad sino también a la aplicación de la tecnología nuclear en otras áreas como la medicina, la esterilización, la desinfección, la logística y más).

La energía nuclear va a ser necesaria, mucho nos tememos

Hace unos 250 años, se inventó la máquina de vapor, y todavía se discute quién la inventó. Hoy en día, **el 80% de la electricidad del mundo se produce con agua hirviendo**. Del resto, tres cuartas partes es energía hidroeléctrica. **La energía nuclear produce alrededor del 10% de este 80%** pero la mayoría es carbón, entorno al 50% y luego gas. Es simple entender que el producto con el mayor valor calorífico es el más eficiente para hervir agua (no sólo económicamente, sino también desde un punto de vista ecológico).

El mundo necesita un *baseload* estable, eficiente y sostenible. De momento, las energías solar y eólica no pueden proporcionarlo con lo que la única solución eficiente y no contaminante es la energía nuclear. Quizás a muy largo plazo, baterías industriales puedan acercarse a las energías renovables a ser consideradas *quasi-baseload*, pero estamos lejos de ahí.

En este contexto, la producción de energía nuclear está creciendo rápidamente en China y parece que también se avecina un resurgimiento en el mundo occidental. Incluso los políticos se están dando cuenta de que es la única alternativa al combustible fósil (la hidroelectricidad está saturada, no quedan ríos, no hay más valles que inundar y hasta se están mirando en Estados Unidos convertir pequeñas presas de ríos pequeños en plantas de generación de menor tamaño).

Elon Musk ha dado un notable discurso en Berlín y naturalmente, no está interesado en la escasez de energía, todo lo contrario, necesita energía y energía barata y limpia.

En Europa las cosas están cambiando. Contrariamente a lo que se piensa, los Países Bajos, como muchos otros países, dependen del combustible fósil y más del 80% de su capacidad de generación es carbón/gas, en algunos casos fuertemente subvencionado. Desafortunadamente, su enorme yacimiento de gas de *Groningen* se está agotando (como la mayoría de los yacimientos del Mar del Norte) y el país opera sólo una planta nuclear: el viejo reactor Borssele en Zeeland proporciona alrededor del 3% de la energía del país. Dada la reducción planificada/forzada de emisiones de CO₂, no hay otra alternativa que la energía nuclear... dado que no tienen espacio físico suficiente para instalar paneles solares y turbinas de viento sin mencionar el load factor real.

En este contexto de aceptación de que "la energía nuclear segura" es una de las pocas alternativas viables para reducir emisiones, la capacidad de producción mundial de uranio está en un momento delicado, tras el desastre de Fukushima (2011). De nuevo, las inversiones se han reducido sustancialmente y llevamos una década de precios bajos y explotación de minas históricas. Nos dirigimos probablemente a un mercado en fuerte déficit una vez que las eléctricas empiecen a renovar sus contratos (2021/22). Grandes minas como Ranger en Australia y Cominak en Níger terminarán su producción a medida que las minas se agoten y van a necesitarse nuevos proyectos que requieren precios mucho más altos que el spot actual de 33\$ la libra.

Mucho movimiento en nuestras empresas del LTIF Natural Resources

El cuarto trimestre fue muy activo en cuanto a las acciones corporativas que involucran a nuestras empresas: **ConocoPhillips adquirió Concho Resources, Pioneer adquirió Parsley Resources y Cenovus se fusiona con Husky, creando una compañía de igual tamaño que Suncor o CNQ.**

Premier Oil también se va a fusionar con la hasta ahora privada Chrysaor, creando la mayor empresa independiente de petróleo y gas que cotiza en Londres, y de paso resolviendo el problema de su deuda.

El grupo australiano **Independence Group, minero de níquel, ha comprado una participación en la mina de litio de Greenbush a Tianqi**, que opera el activo junto con Albermarle. En Litio, Australia occidental está en una posición similar a la del mineral de hierro, proporcionando el 50% de las exportaciones totales del mundo. Greenbush es la mayor mina en funcionamiento del mundo, ubicada en el mayor depósito de litio en roca dura conocido del mundo.

Todas estas transacciones refuerzan la posición de nuestras explotaciones y se están realizando a buenos precios al comienzo de un importante ciclo de productos básicos.

El Natural Resources está en el comienzo de un largo ciclo alcista

El fondo de Recursos Naturales LTIF invierte en sectores en los que la **falta de inversión y agotamiento estructural de los recursos provocarán a una oferta muy ajustada y un aumento de los precios.**

De acuerdo con nuestra experiencia, es muy importante centrarse en los activos de calidad, activos TIER1 disponibles para invertir y por tanto siempre buscamos empresas líderes en términos de calidad, escala, vida útil, costes, capex, etc... variables que definirán la rentabilidad para los inversores.

Creemos que el fondo de Recursos Naturales está bien posicionado para beneficiarse del ciclo iniciado y de los desarrollos descritos, un ciclo que entendemos estará vigente unos cuantos años.



Marcos Hernández
J. Carlos Jarillo
Urs Marti
SIA Team
20 de enero de 2021

Aviso legal - Luxemburgo

Los resultados hasta el 31/05/06 son los del fondo LTIF BVI, del que es pleno sucesor LTIF Luxemburgo. Los resultados anteriores han sido auditados por Ernst & Young. Las rentabilidades pasadas no son ni una garantía ni un indicador fiable de los resultados futuros. Los datos de rentabilidad no incluyen las comisiones y gastos aplicados por la suscripción o reembolso de participaciones. Esta información le ha sido facilitada previa petición, exclusivamente con fines informativos y queda prohibida su reproducción o redistribución a otras personas. No pretende ser una oferta o solicitud en relación con la compra o venta de participaciones de la Sicav. Ni el Agente de administración central ni la Gestora de inversiones asumen responsabilidad alguna en caso de que la información esté incompleta o se haya revelado erróneamente. Téngase en cuenta que los fondos de inversión entrañan riesgos inherentes a esta actividad, incluida la posibilidad de perder el importe principal invertido. Para obtener una descripción pormenorizada de los riesgos relativos a cada participación del fondo de inversión, remítase a la versión más actualizada del folleto, el folleto simplificado y los informes anuales y semestrales, esto es, la documentación en la que deberá basarse exclusivamente a la hora de tomar decisiones de inversión. Estos documentos están disponibles en la web www.s-i-a.ch o a través del Agente de administración central FundPartner Solutions (Europe) SA, 15A, avenue J.F. Kennedy, L - 1855 Luxemburgo. LTIF, Classic, Stability A Cap y Natural Resources (anteriormente Global Energy Value) fueron autorizados para su distribución en y desde Suiza por la Autoridad supervisora de los mercados financieros suiza (FINMA) de conformidad con el artículo 19, apartado 1 de la Ley de instituciones de inversión colectiva (*Collective Investment Schemes Act*), el agente de pagos es Banque Pictet & Cie SA, Route des Acacias 60, 1211 Ginebra 73, Suiza. El representante legal en Suiza es FundPartner Solutions (Suisse) SA, Route des Acacias 60, 1211 Ginebra 73, Suiza; se cursó notificación a la Finanzmarktaufsicht austriaca de conformidad con el artículo 36 de la Ley de fondos de inversión; fue autorizado en Francia por la Autoridad de mercados financieros francesa (AMF) de conformidad con el artículo 411-58 del Reglamento general de la AMF; fue autorizado por la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) alemana en virtud del artículo 132 de la Ley de inversiones; fue autorizado en Italia por el Banco de Italia y la CONSOB de conformidad con el artículo 42 del Decreto legislativo italiano n.º 58, de 24 de febrero de 1998; fue inscrito en el registro de instituciones de inversión colectiva extranjeras comercializadas en España por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) en virtud del artículo 15 de la Ley de Instituciones Colectivas; fue reconocido en el Reino Unido por la Autoridad de servicios financieros (FSA) como institución oficial en el sentido de lo dispuesto en el artículo 264 de la Ley británica de mercados y servicios financieros (*Financial Services and Markets Act*) de 2000.

LTIF – Classic EUR

Código ISIN: LU0244071956
Telekurs: 2.432.569
Bloomberg: LTIFFCLA LX

LTIF – Classic USD

Código ISIN: LU0301247077
Telekurs: 3.101.820
Bloomberg: LTIFFCLU LX

LTIF – Classic CHF

Código ISIN: LU0301246772
Telekurs: 3.101.817
Bloomberg: LTIFFCLC LX

LTIF – Classic GBP

Código ISIN: LU0750886714
Telekurs: 18.032.305
Bloomberg: LTIFFCLS LX

LTIF – Classic EUR-D

Código ISIN: LU1449969846
Telekurs: 33.180.015
Bloomberg: LTIFFCLD LX

LTIF – Natural Resources EUR

Código ISIN: LU0244072335
Telekurs: 2.432.575
Bloomberg: LTIFFGEV LX

LTIF – Natural Resources USD

Código ISIN: LU0301247234
Telekurs: 3.101.839
Bloomberg: LTIFFGEU LX

LTIF – Natural Resources CHF

Código ISIN: LU0301246939
Telekurs: 3.101.836
Bloomberg: LTIFFGEC LX

LTIF – Natural Resources GBP

Código ISIN: LU0457696077
Telekurs: 10.638.983
Bloomberg: LTIFFGEG LX

LTIF – Stability A Cap EUR

Código ISIN: LU1128810261
Telekurs: 25.840.496
Bloomberg: LTIFFSTAE LX

LTIF – Stability A Cap USD

Código ISIN: LU1132799310
Telekurs: 25.906.913
Bloomberg: LTIFFSTAU LX

LTIF – Stability A Cap CHF

Código ISIN: LU1589813515
Telekurs: 36'183'892
Bloomberg: LTIFFSTAC

Agente de administración central:

FundPartner Solutions (Europe) SA
15 avenue J.F. Kennedy
L-1855 Luxemburgo
Gran Ducado de Luxemburgo

Gestora de inversiones:

SIA Funds AG
Parkweg 25
CH-8853 Ziegelbrücke
Suiza

Depositario:

Pictet & Cie (Europe) SA
15A avenue J.F. Kennedy
L-1855 Luxemburgo
Gran Ducado de Luxemburgo

Domicilio social:

15 avenue J.F. Kennedy
L-1855 Luxemburgo
Gran Ducado de Luxemburgo