

Newsletter

de marzo de 2021

▪ <i>Visión general de nuestros fondos</i>	2
▪ <i>La pandemia de Covid-19 estará controlada en unos meses</i>	2
▪ <i>El fondo Classic durante Q1 2021</i>	6
▪ <i>Investment Case del trimestre: Grifols, ejemplo de Quality o GARP</i>	10
▪ <i>El fondo LTIF Natural Resources está bien posicionado para un largo ciclo alcista</i>	11
▪ <i>Tensión en el suministro de materias primas y recursos naturales: sólo es el principio</i>	11
▪ <i>La energía se acerca a plena capacidad en un momento de transición energética</i>	12
▪ <i>El renacimiento de la energía nuclear</i>	12
▪ <i>El sector del salmón también está iniciando un nuevo ciclo alcista</i>	13
▪ <i>“La venganza de los mineros”</i>	13
▪ <i>Anexo</i>	15

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

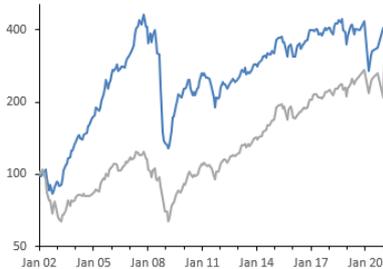
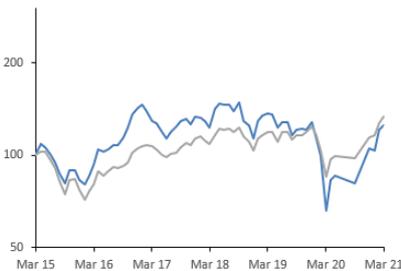


Gráfico 2: LTIF Natural Resources EUR vs. S&P Global Nat. Res. Net TR Index EUR



“Tras fallecer, un explorador de petróleo se dirige al cielo y es recibido por San Pedro con malas noticias: has hecho méritos para entrar pero la parte reservada a los exploradores está llena...

Después de pensar un momento, el explorador pregunta si puede decir unas palabras, y elevando las manos, grita: *"han descubierto petróleo en el infierno"*... inmediatamente todos los exploradores salieron en dirección al infierno.

Impresionado, San Pedro invita al explorador a entrar y ponerse cómodo pero éste se detiene... "No", dijo, *"creo que me iré con el resto de los muchachos. Después de todo, podría haber algo de cierto en ese rumor"*.

B. Graham hablando de petróleo con W. Buffett

Visión general de nuestros fondos

Tabla 1: Valor liquidativo – Activos netos gestionados en fondos

March 31, 2021	NAV	Δ 3m	Δ 12m	Annualized return (s.i.)	AUM (in mio)
LTIF Classic [EUR]	475.18	16.5%	76.6%	8.5%	81
LTIF Natural Resources [EUR]	103.93	19.3%	90.7%	0.2%	38

Fuente: SIA Group

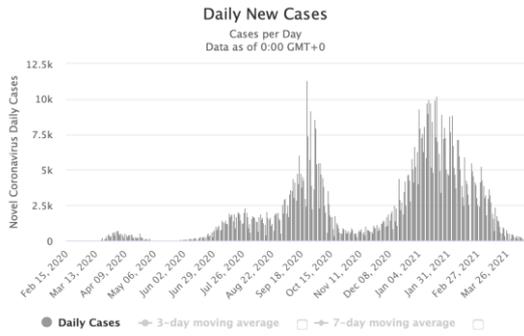
En unos meses tendremos la pandemia bajo control

En este trimestre se han consolidado las dos tendencias que mencionábamos en nuestro anterior *Newsletter*: la **mejora en el frente de las vacunas** y el **enfoque muy diferente que se está dando ahora a la reflexión macroeconómica**.

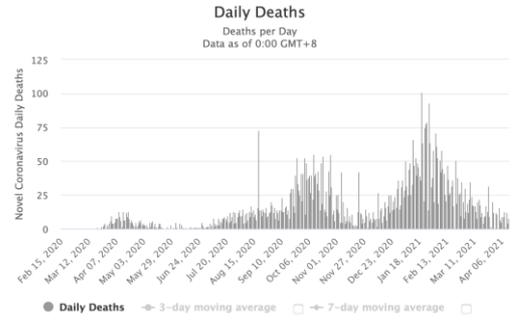
En cuanto a la primera: desde nuestro último boletín, se han administrado más de 700 millones de dosis de las diferentes vacunas COVID-19. Se trata de un logro asombroso, totalmente inédito. Hace apenas 18 meses, el virus era desconocido y ahora estamos viendo ya el fin de la pandemia. Evidentemente, llevará tiempo, pero estamos contando meses, no años. **La experiencia de los pocos países en los que**

la vacunación ha alcanzado una masa crítica es que la propagación de la enfermedad y, sobre todo, los casos graves, disminuyen espectacularmente:

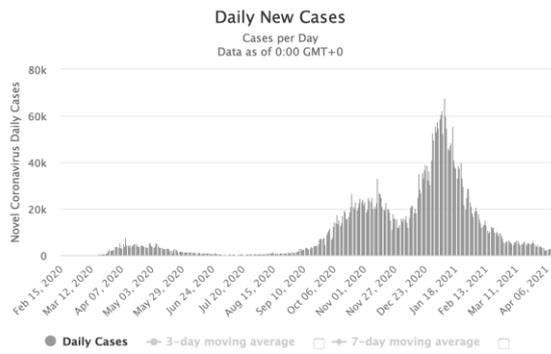
Daily New Cases in Israel



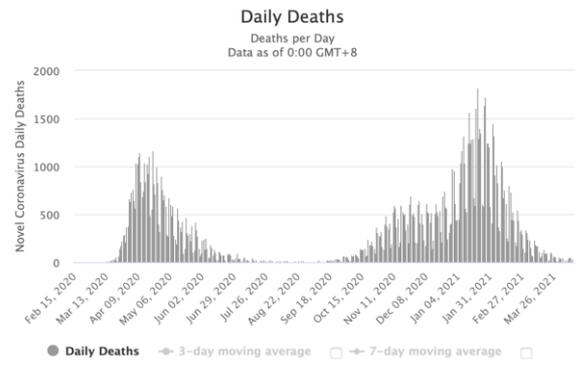
Daily New Deaths in Israel



Daily New Cases in the United Kingdom



Daily New Deaths in the United Kingdom

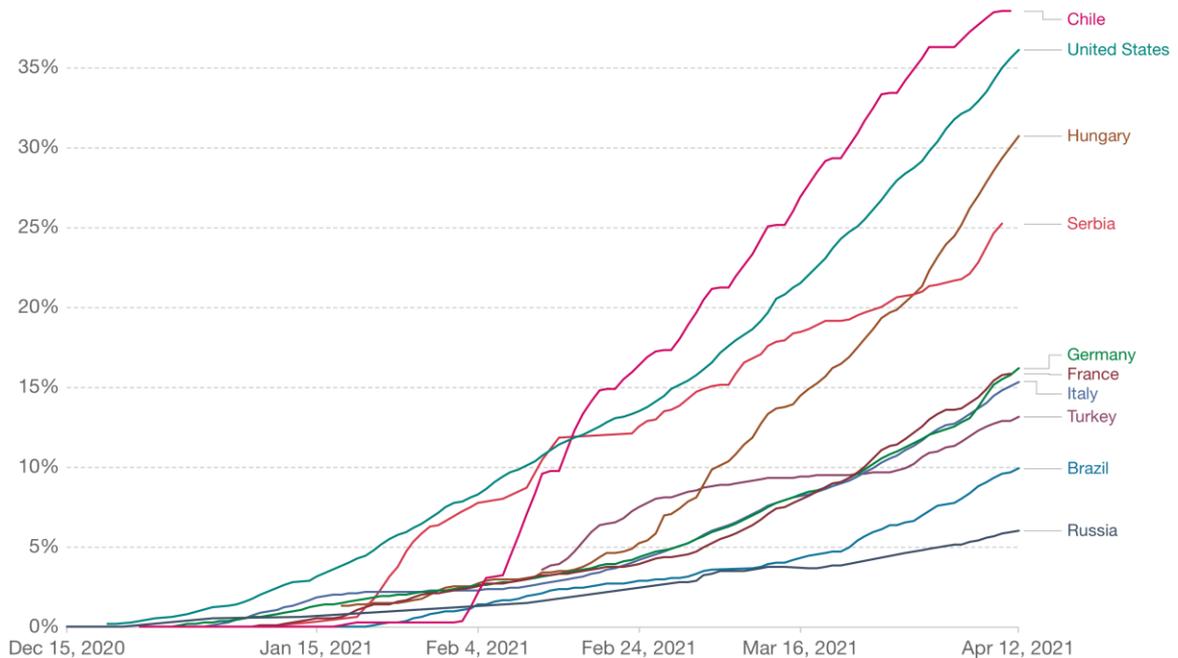


Fuente: Worldometers

Incluso los países que empezaron a vacunar tarde están resolviendo poco a poco los problemas de suministro y logística y avanzando rápidamente.

Share of people who received at least one dose of COVID-19 vaccine

Share of the total population that received at least one vaccine dose. This may not equal the share that are fully vaccinated if the vaccine requires two doses.



Source: Official data collated by Our World in Data – Last updated 13 April, 15:00 (London time)

OurWorldInData.org/coronavirus • CC BY

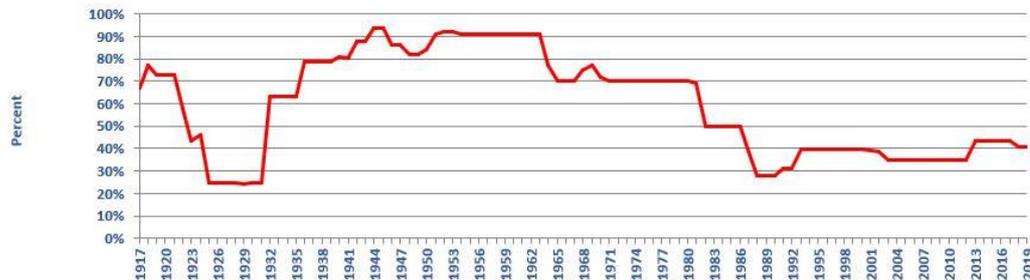
Por supuesto, la reapertura de la economía va a tener un efecto de "primavera comprimida" en muchos ámbitos, desde el comercio minorista hasta el turismo, lo que provocará algunos cuellos de botella. Estos cuellos de botella ya son evidentes en bastantes ámbitos, aunque algunos no tienen nada que ver con la pandemia, sino con la falta de inversión durante muchos años. Lo vemos en los semiconductores, en las instalaciones logísticas, en algunas materias primas, y lo veremos pronto en la energía. Creemos que se va a producir una cierta *ola inflacionaria* en los próximos trimestres y no será fácil encontrar vuelos y habitaciones de hotel a precios bajos una vez que las economías se abran de nuevo.

Crecimiento, inflación y tipos de interés al alza. Mucho nos tememos que también impuestos

Pero lo más importante para el inversor a largo plazo es la segunda tendencia que señalamos en nuestros últimos comunicados: el rápido y drástico **cambio en la opinión de consenso sobre la política macroeconómica adecuada**.

Durante los últimos cuarenta años, hemos asistido a una disminución sostenida de la participación de los gobiernos en la economía, con el apoyo de las principales teorías económicas. Esto puede verse, por ejemplo, en la caída de los tipos impositivos marginales en EE.UU., el país que "ha liderado la revolución".

Top Federal Tax Rates



Fuente: [thissiteisbestviewed.com/SIA Group](http://thissiteisbestviewed.com/SIA%20Group)

Ahora parece que hemos llegado al final de ese camino. El notable crecimiento económico de todos estos años no ha beneficiado realmente a toda la población, sino principalmente a los ciudadanos más ricos. Necesariamente, ha llegado una cierta "revuelta", llámese "gilet jaunes", MAGA o Brexit.

Como en el anterior cambio de rumbo, éste se ha apoyado en un cambio de pensamiento económico. Los pilares del viejo "consenso de Washington", el FMI, el Banco Mundial, la OMC, insisten ahora en la **prioridad que tienen la educación pública, la sanidad pública y la inversión en infraestructuras.**

Estados Unidos vuelve a liderar este cambio. No es sólo que el paquete de recuperación de 1,9 billones de dólares se haya aprobado sin demasiados problemas, o que esté claro que se avecina uno mayor. Es que tales planes cuentan con la aprobación de casi el 70% de la población, independientemente de su afiliación política. El estado de ánimo ha cambiado claramente. De repente, **el gasto público en energías limpias, infraestructuras básicas, o incluso la atención a la tercera edad se ven como temas que hay que solucionar, sin tener en cuenta (en gran medida) sus implicaciones fiscales.** Alguien ha escrito que "*la era del "intervencionismo del Gobierno ha terminado" ha terminado*". Una forma de resumir el consenso cambiante es que el pleno empleo se considera más importante que el control de la inflación.

Evidentemente, no pretendemos que este *Newsletter* se convierta en un debate sobre las distintas filosofías económicas. Pero pensamos que esta tendencia está arraigando y, de ser así, tendrá importantes implicaciones para los inversores. ¿Cuáles son éstas?

Deberíamos esperar un **cierto aumento de los tipos de interés, un notable incremento de los impuestos para las empresas y los individuos ricos**, y -en contra de la ortodoxia mantenida anteriormente- **un aumento del crecimiento económico estimulado por la demanda de las partes menos ricas de la población**, cuya propensión al consumo de la renta marginal es mucho mayor que la de las familias más ricas.

Esto implicará probablemente **un mayor énfasis en los productos industriales, las materias primas y los productos de primera necesidad, y uno menor en las tendencias de inversión basadas únicamente en la revalorización de los activos, apoyada por la caída de los tipos de interés.** Si realmente vamos a realizar una "transición energética" y a solucionar el déficit de infraestructuras, vamos a necesitar muchas materias primas, cobre, cemento, cables... y energía. Estas no se crean en Wall Street.

Así que debemos seguir buscando "valor" evitando los desvaríos (burbujas) que todo cambio conlleva. Por poner un ejemplo: 10 empresas de vehículos eléctricos que han salido a bolsa en los últimos tres meses tienen en sus planes de negocio crecer hasta 10.000 millones de dólares en ventas en los próximos 7 años, y cotizan en Bolsa con un precio acorde. Para dar una idea de lo improbable que es esto:

hasta ahora, la empresa que más rápido ha crecido hasta los 10.000 millones de dólares ha sido Google, y le ha costado 8 años.

Como siempre, un cuidadoso análisis fundamental de empresas concretas, en busca de negocios sólidos a precios razonables, será una forma segura de acumular capital a largo plazo.

A mediados de abril el LTIF Classic está en EUR 480 p.a. (+18% ytd) ... seguimos recuperando

El fondo Classic ha recuperado todas las “pérdidas” de la crisis Covid19 y ha seguido subiendo con un +18% en lo que va de año, algo por encima de los Índices globales como el MSCI World (+10%) o el MSCI Value (+13%). De hecho, el *mark to market* del fondo en Q120 evidenció una de las mayores discrepancias que hemos visto entre precio y valor de nuestras empresas, y en ese momento tomamos decisiones importantes (como, por ejemplo, sobreponderar las empresas de cobre) que han repercutido positivamente en la revalorización del fondo desde entonces.

Estamos bastante **satisfechos de haber cumplido con la primera premisa de inversión (CP, Capital Preservation) durante la crisis**, que evidencia en la práctica la calidad de las inversiones del Classic en contraste con negocios mediocres, endeudamiento, malos gestores etc... que pueden hacer que una empresa pueda no salir indemne de una crisis económica.

El Classic ha atravesado la crisis Covid-19 con pocos rasguños y esperamos que nuestros inversores, (tanto como nosotros) puedan dormir más tranquilos tras esta etapa: vendrán más recesiones, pero la calidad de la cartera hará que las atravesemos razonablemente bien. Voy a ir más allá, este equipo de gestión va poco a poco alineándose con la tesis de nuestro inversor de referencia (Buffett) que suele repetir que está **deseando que haya más recesiones porque es cuando Berkshire ha hecho sus mejores negocios**.

Desde el lanzamiento del Classic en 2002 (9% anual), desde mínimos de 2009 (12% anual), a 10 años (7%), a 5 años (8%) y a 3 años (8%), **la revalorización del Classic ha ido convergiendo hacia un 8-9% anual** se mire por donde se mire, cerca ya de nuestro objetivo del 10%. Por lo tanto, **estamos cerca de cumplir con la segunda premisa de inversión: DP, Decent Profitability**.

Podríamos aspirar a obtener una rentabilidad más alta claro, pero asumiendo más riesgos: comprar empresas endeudadas, en restructuración, dirigirnos a sectores y valores de menor calidad, no requerir excelencia en los equipos gestores etc. pero esa no es nuestra estrategia: **nuestra estrategia es invertir en buenos negocios a un precio interesante, y no asumir riesgos que pueden llevar a incumplir la primera premisa de inversión (CP)**. Por definición los riesgos no se pueden controlar.

A muy largo plazo, la Bolsa tiene, en término medio, una rentabilidad del 6-7% y nosotros creemos que podemos añadir 3-4 puntos mediante la selección de valores y la disciplina en el análisis y la inversión, pero no más. A lo largo de los años hemos aprendido que una TIR del 20% implica doblar el capital a 3-4 años, pero también implica asumir unos riesgos demasiado altos, que sólo se deben asumir en momentos y condiciones muy específicas, generalmente marginales.

TIR actual del Classic del 13%, Valor Intrínseco actualizado: EUR 675 por participación

Nuestros modelos actualizados de descuento de flujos de caja sugieren que **el Classic tiene un Valor Intrínseco de EUR 675 por acción y un potencial alcista del 40% a medio plazo, con una TIR a la inversión del 13%**. De cara a 2021 nuestros modelos anticipaban un NAV de entorno a EUR 475 por acción, nivel que hemos alcanzado ya en Q1.

Mirándolo desde otro ángulo, de hacer un 10% anual, el Classic (que empezó en 2002 a EUR 100 por acción) debería doblar más o menos cada 7 años. Asumiendo 21 años de vida y un 10% anual, obtendríamos un objetivo de EUR 740 por acción de cara a 2023/24 (casi 2x2x2, 8x en 21 años), no demasiado lejos de nuestra estimación de Valor Intrínseco de EUR 670 por acción. Creemos que podemos llegar a esos niveles, incluso habiendo atravesado dos de las mayores crisis de la historia, la crisis financiera global de 2008/2009 y la pandemia global de 2020/2021.

Posicionamiento actualizado del Classic

Si nos remontamos a 4-5 años atrás, hemos tenido, en sentido amplio, 4 sectores/temas/drivers con una fuerte ponderación en el fondo. La primera es estructural, *value*, dado que nuestra estrategia es *value estratégico*, seguida de energía (petróleo), materias primas (cobre) y salmoneras. Dos de ellas han madurado ya y han repercutido en la revalorización del fondo (salmones y cobres) pero otras dos tienen aún que materializarse: *value* y petróleo.

Por descontado, el *value* es nuestro principal *eje de creación de valor*, aunque lo dividimos en dos tipos: **value tradicional**, que son buenos negocios a descuento, y **GARP/Calidad**, que son negocios excelentes a precio razonable. **A finales de Q121 tenemos 2/3 del Classic en value tradicional y 1/3 en GARP/calidad.** Una de las grandes diferencias de SIA con otras gestoras o inversores *value* es que no compramos negocios malos a ningún precio, debido a que éstos tienen una serie de opciones negativas que ponen en riesgo la primera premisa de inversión (Capital Preservation). Entendemos que debemos ser extremadamente disciplinados al aplicar las dos primeras premisas de inversión (CP+DR) sin olvidar las otras dos reglas frecuentemente mencionadas por el oráculo de Omaha: regla *n1 no perder dinero* y regla *n2 no olvidar la regla numero 1*. Todo es más fácil si no hay *pérdidas permanentes*.

Volviendo a los ejes de revalorización del Classic: **tras 5 años de *underperformance*, la estrategia value ha empezado a recuperar** y debería seguir haciéndolo los próximos años (el ciclo económico y los precios dictarán la duración); y **tras una década de *underperformance* el sector petrolero está iniciando un ciclo alcista** debido a la fuerte caída de las inversiones que anticipa un mercado en déficit a partir de 2022.



Fuente: Bloomberg/SIA Group

Exposición renovada a aviación comercial, servicios (catering y limpieza) y salmones (¡otra vez!)

El Classic está a la vez concentrado (30-35 empresas) y diversificado por sectores y geografías, pero de vez en cuando aprovechamos la coyuntura para invertir o concentrar la inversión en determinados sectores.

La crisis de Covid-19 ha tenido un impacto negativo coyuntural en muchos sectores (ocio, líneas aéreas, turismo, hoteles, por ejemplo) y no hemos dejado de buscar oportunidades de compra en ellos. Tras mucho trabajo y discusión **hemos incrementado la exposición a tres sectores: aviación comercial** (MTU Aeroengines, Raytheon y Thales), **catering y limpieza** (Sodexo, Compass Group y ISS) y de nuevo **salmones** (Grieg Seafood, Leroy Seafood y Mowi). En cada sector tenemos alrededor del 10% del fondo.

En estas 9 empresas, el análisis de inversión ha radicado en torno a una sola idea: la crisis del Covid19 ha hecho que la demanda sufra, que las empresas ganen menos durante un par de años, y que las acciones caigan. En contraposición, ninguno de estos 3 negocios ha sufrido ningún cambio estructural: el sector aeroespacial se recuperará una vez los aviones vuelvan a volar normalmente (2022 o 2023), la demanda de salmón volverá a la normalidad cuando el sector HORECA (hoteles, restaurantes y catering) se recupere y lo mismo en catering y limpieza, incluso aquí con algo de mayor crecimiento porque creemos que la crisis va a potenciar el *outsourcing*. ¿Qué quiere decir esto? Que las empresas, sus beneficios y sus valoraciones se normalizarán en los próximos 1-2 años dado que **no hay ningún cambio estructural que justifique valoraciones intrínsecas menores**.

En definitiva, el Classic tiene **actualmente 4 ejes principales de creación de valor: petróleo (15%), sector aviación-aeroespacial (10%), granjas de salmón (10%) y servicios de catering/limpieza (10%) ... que suman casi la mitad del fondo**.

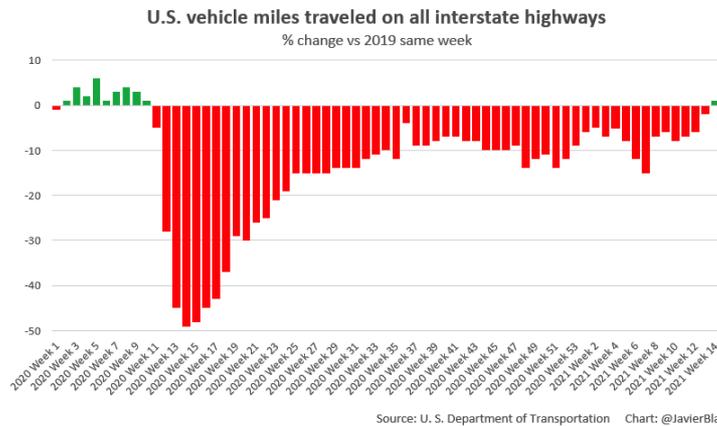
A esto se añaden varios pesos pesados con **posiciones de entorno al 5% que son Grifols, Henkel, Devro, HeidelbergCement e ING, todos buenos negocios**, con previsiones positivas y baratos, que suman otro 25% del Classic. El resto son empresas variadas dentro de las cestas de value estratégico o calidad/crecimiento a buen precio.

Finalmente comentar otro de los grandes cambios del Classic y es **la reducción del peso de las mineras de cobre desde 15% a entorno al 5% tras la fuerte revalorización del sector**. Es un sector donde estamos muy positivos a largo plazo, y usaremos cualquier corrección bursátil para volver a entrar. También hemos discutido internamente la compra de alguna empresa de líneas aéreas de bajo coste, pero la rápida subida de las acciones nos ha impedido hacer la *due diligence* que queríamos.

Brent a 63\$ por barril, como anticipaba el análisis estadístico

En la parte de petróleo, donde tenemos invertido un 15% del Classic (límite máximo) estamos bastante cómodos porque el mercado ha entrado en déficit de producción tras los recortes de la OPEC+, el desplome de *shale*, y los cierres de pozos marginales provocados por los bajos precios del petróleo derivados de la crisis del Covid19.

Gracias a la OPEC+ los precios han recuperado los niveles de 63-64\$ Brent en un plazo de 6 meses, más o menos lo previsto, y en cuanto la crisis Covid 19 entre en fase de control por las vacunas (H221), se producirá un fuerte aumento de la demanda (estimamos unos 5-6 millones de b/d) y un retorno gradual de OPEC+ para satisfacer esta demanda. Ya es evidente a recuperación del tráfico rodado en EE.UU. (ver gráfico siguiente) y Europa irá mejorando fuerte a partir del verano.



Los inventarios están cerca de alcanzar la media de los últimos años (7.000 millones de barriles a nivel global y unos 3.700 millones de barriles en la OCDE) y estimamos que quedan unos 300-400 millones de barriles de exceso de inventarios que se absorberán en Q3. La correlación entre inventarios y precios del petróleo es muy alta, y anticipa niveles de 65\$ Brent una vez se corrija el exceso. Estamos más o menos ahí, aunque las empresas cotizadas no reflejen ese precio: según CSFB los precios actuales de las petroleras en Bolsa descuentan un precio de 50\$ por barril.

De cara a los próximos 2-3 años, los cálculos son sencillos: déficit actual (Q121) de entorno a 2m b/d y demanda subiendo unos 6m b/d hasta finales de 2022E lo que equivale a una necesidad de 8m b/d, volumen equivalente a la capacidad excedentaria de OPEC+. Es decir, sin entrar en detalles y posibles escenarios coyunturales (Irán, Venezuela, estabilidad geoestratégica...) **se vislumbra la necesidad de nueva producción, es decir nuevos pozos, desde 2023.**

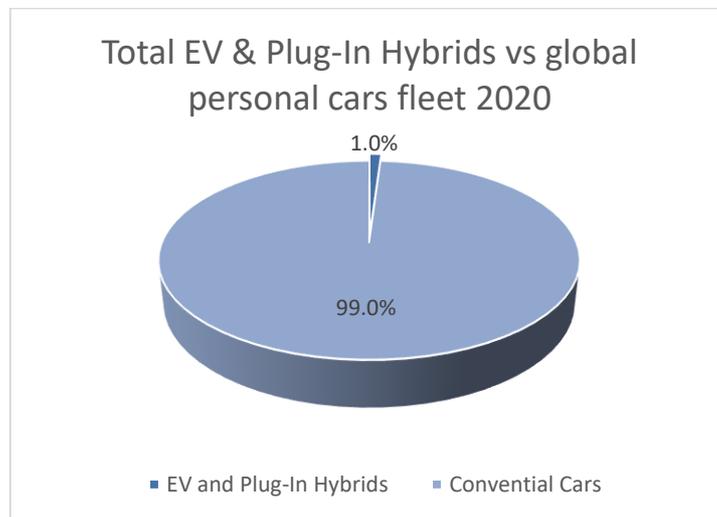
Shale oil podría aportar 1m b/d a 2-3 años a precios superiores a 60\$ pero no va a poder compensar el decline (unos 3-4m b/d al año) y el crecimiento de la demanda (1m b/d anual). Necesitaremos sobre todo *deepwater oil*.

El mundo va a necesitar más pozos tras 10 años de inversiones muy reducidas pero el problema es que estos proyectos requieren 6-7 años de ejecución. **Esto augura un mercado en déficit, precios altos (estimamos entorno a 75/80\$ Brent) que incentiven nuevos proyectos, y una producción nueva que sólo llegará a medio plazo.** Hemos entrado en un nuevo ciclo alcista que como en todas las *commodities* será largo, posiblemente superior a 5 años, hasta que la transición energética vaya teniendo efecto relevante en la demanda, algo que no estimamos hasta el final de esta década.

Sin embargo, se ha desarrollado una fuerte narrativa de que el consumo de petróleo está a punto de colapsar y los precios de las acciones no reflejan esta rentabilidad futura. La realidad es que el mundo tardará décadas en desprenderse del petróleo. **Durante al menos los próximos 10-15 años habrá más vehículos de gasolina en el mundo (coches y camiones) que en la actualidad, incluso si los vehículos eléctricos se desarrollan mucho más rápido de lo previsto.** La razón es que el crecimiento en la compra de automóviles se está produciendo en los países menos desarrollados, donde los vehículos eléctricos son simplemente inasequibles (y, en la mayoría de los casos, no recargables aún).

En un próximo *newsletter*, profundizaremos en la transición energética, pero por el momento nos parece muy claro que el impacto en la demanda de petróleo será marginal hasta el final de esta década, al menos. No se trata sólo de cambiar el mix de transporte (la penetración de los coches eléctricos, incluidos los PHEV, se sitúa actualmente en torno al 4,2% de los coches nuevos vendidos cada año), sino también de cambiar las infraestructuras (renovables, redes eléctricas, puntos de recarga, etc.), desarrollar la tecnología de las baterías y cambiar el mix de generación eléctrica global. Además, hay que tener en

cuenta los mercados emergentes, que aún están lejos de los estándares de los países desarrollados y no podrán avanzar tan rápido.



Fuente: EV-volumes.com/SIA Group

En SIA creemos en el cambio climático y en la transición energética, pero ésta tardará más de lo que generalmente se percibe. Mientras tanto, serán necesarias enormes inversiones para que el mundo siga girando.

Investment Case del trimestre: Grifols, ejemplo de Calidad o GARP

Muchas veces discutimos si añadir empresas nuevas a la cartera, si una empresa es mejor o peor que las que tenemos, pero a veces lo más fácil es subir el peso de una empresa que ya tenemos... y una gran diferencia entre una cartera y las demás radica en el peso en las participaciones.

Nosotros en SIA solemos hacer “*average-down*” cuando nuestras acciones caen y Grifols es un buen ejemplo de ello. En un contexto de fuerte recuperación bursátil desde Q220, Grifols no solo no ha recuperado, sino que ha caído: tras revisar nuestra tesis de inversión, hemos ido incrementando nuestra participación que se sitúa actualmente en el 5%.

Grifols es una empresa líder en producción de proteínas del plasma donde estimamos que los 3 principales competidores tienen una cuota de mercado superior al 70%. Negocio excelente, con crecimientos del 7-8% sostenibles, márgenes EBITDA cercanos al 30% sobre ventas y buenos retornos (ajustados por adquisiciones).

¿Por qué ha bajado? Malos resultados en 2020 y 2021 debido al Covid19, aceleración de adquisiciones y subida de deuda financiera, y anuncios sobre productos competidores de varias empresas farmacéuticas.

Tras una revisión en profundidad, hemos concluido que 1) la caída de resultados es coyuntural y en 2022 los resultados de Grifols volverán a la normalidad 2) las adquisiciones tienen sentido estratégico y están fortaleciendo las barreras de entrada del negocio 3) la deuda es alta pero dentro de los límites (4x EBITDA) y 4) siempre hay varios productos competidores en desarrollo y no vemos un riesgo relevante en ninguno a medio plazo. **Este último punto es posiblemente el principal riesgo real de esta inversión.**

Tenemos las acciones preferentes a PER 13x 2022, cuando la media histórica de cotización ha sido de 20x. La acción ordinaria cotiza a PER 21x 2022 frente a su competidora CSL a PER 40x. Estamos tranquilos con Grifols cuyo DCF nos da un valor intrínseco de EUR 24 por acción (cotiza a EUR 15) y una TIR a la inversión del 14%. Un ejemplo casi perfecto de Calidad o GARP.

El fondo de recursos naturales (LTIF Natural Resources) afronta un ciclo alcista de largo plazo

El Fondo de Recursos naturales también ha recuperado todo lo “perdido” en el primer trimestre de 2020 y cotiza ya por encima de EUR 105 por acción. **Según nuestros modelos de DCF, el fondo tiene actualmente un valor intrínseco de EUR 150 por acción y la TIR a los precios actuales es del 14%.**

Permitidme recordar que **nuestras estimaciones y DCFs se calculan en valores de convergencia** (precios de las *commodities* en régimen de incentivo, y retornos en *mid-cycle*) en contraste con la fuerte volatilidad (de mercado e industrial, ambas) de las empresas de recursos naturales. En mínimos de la pandemia, el fondo tocó EUR 50 por acción, un 33% de su valor intrínseco. Aplicando esta varianza en el sentido inverso, este fondo podría cotizar a unos EUR 250 por acción... veremos.

Lo más relevante de los últimos meses ha sido la reducción del peso de cobre en el fondo tras la fuerte revalorización del sector (aunque sigue siendo muy relevante con un peso ajustado de entorno al 20% del fondo) y el incremento en petróleo que, aunque ha subido, no ha recuperado los niveles anteriores a la crisis del Covid19. **En petróleo tenemos el 42% del fondo, en cobres como hemos dicho el 20%, otro 20% en minería (excluyendo cobre) sobre todo níquel y uranio. Finalmente tenemos un 10% en infraestructuras** (sector muy interesante donde se prevén fuertes inversiones en los próximos años) y otro **10% en agricultura/alimentación**, sobre todo en granjas de salmón.

Atisbos de tensión en el suministro de materias primas y recursos naturales: sólo es el principio

Mientras que la economía/demanda mundial avanza hacia el final del Covid19 (posiblemente en 2022), **se empiezan a evidenciar problemas por el lado de la producción y oferta de *commodities*, recursos naturales y algunos productos básicos.** En términos generales, estas tensiones, por el momento, se achacan a problemas logísticos derivados del Covid19, pero sólo es la punta del iceberg: pronto se convertirán en un problema estructural debido a una década de inversión muy insuficiente.

Desde el comienzo de 2021, estamos asistiendo a **subidas de los precios de todo tipo de *commodities* y otros productos semi-terminados**, eso en el mejor de los casos, porque también se están produciendo retrasos e incluso escasez/raционamiento. Hay tensiones en metales, aleaciones y aceros, con una enorme repercusión en todo tipo de industrias.

En la industria minera, se calcula que el 6-7% de la capacidad de producción está parada debido a varios factores (meteorología, accidentes, problemas laborales, política, Covid19). También se están produciendo tensiones en el transporte de mercancías tanto en contenedores, como *dry-bulk* y crudo, y es que las carteras de pedidos de nuevos barcos son las más bajas de la historia y están llevando a problemas de capacidad. Posiblemente sigamos viendo subidas en el precio del transporte, impactando a los países/empresas que importan mineral de hierro, carbón, bauxita, potasa, cereales, productos químicos... todo tipo de materias primas. En mercados bien abastecidos, el impacto en precios es menor, pero **en los mercados con escasez de existencias, los precios son el único ajuste posible.**

Es cierto que hay muchos problemas logísticos derivados de la crisis Covid19 (cierres de zonas geográficas, sectores, empresas...) pero detrás de esos problemas logísticos de corto plazo subyacen problemas estructurales en sectores tan relevantes como semiconductores, infraestructuras, industria química, generación eléctrica, transporte.... Algunas industrias tienen cada vez más dificultades para conseguir los

materiales y las piezas que necesita y el resultado es tensión en las cadenas de aprovisionamiento, retrasos, subidas de precios e incluso racionamiento (chips en automóviles). **Esto sólo es el principio y creemos que tenemos ante nosotros un ciclo de capex de largo plazo que culmine con la transición energética a un sistema sostenible.**

La energía se acerca al límite de capacidad en un momento de transición hacia las renovables

Durante el invierno de 2021 han ido surgiendo **multitud de problemas de abastecimiento energético: apagones en Texas, Japón, Pakistán y muchas otras zonas**, evidenciando la falta de inversiones de los últimos años. Como mínimo, en muchas zonas geográficas hemos visto que un temporal de frío provoca subidas muy importantes de los precios de la electricidad, incluso llegando a provocar *blackouts* en países tan avanzados como Japón o los EE.UU.

También existen ineficiencias importantes como las que se han producido este invierno en Texas, dónde el 20% de la capacidad de generación (energía eólica) dejó de funcionar con las tormentas invernales, mientras que el gas asociado a la producción de petróleo se seguía quemando en los pozos (o lo que es peor para los gases de efecto invernadero, se deja escapar a la atmosfera) por la carencia de infraestructuras de procesamiento del gas.

Hemos asistido también a los problemas energéticos de un país como Japón que no tenía suficiente suministro de gas (Eskom, de Sudáfrica, subió las tarifas un 15%) mientras que Gazprom suministraba volúmenes récord a Europa.

La transición energética hacia las energías renovables llega en un momento donde la capacidad de generación (y sistemas de back up) parecen estar al límite. La capacidad de generación eléctrica mundial sigue dependiendo en más del 50% del carbón y se van a necesitar inversiones muy cuantiosas durante varias décadas para cambiar el mix.

La energía nuclear va cogiendo tracción como *baseload* no contaminante

Aunque no tiene ningún impacto en el uso final inmediato del uranio, la reactivación del debate sobre la energía nuclear continúa. Tras los problemas de suministro de gas, Japón, al mas alto nivel, ha estado discutiendo la necesidad volver a activar sus centrales nucleares, a la vez que el regulador francés ASN aprobaba recientemente la continuidad de la explotación de los reactores de 900 MW de EDF más allá de los cuarenta años.

La empresa japonesa J-Power tiene previsto reducir las emisiones de CO2 en un 40% para 2030 y va a reanudar la construcción de la central nuclear de Ohma, paralizada tras Fukushima. Esta será la única central nuclear japonesa que pueda utilizar combustible MOX, que se fabrica reciclando el combustible gastado, mezclando plutonio con uranio reprocesado.

Polonia tiene previsto construir seis centrales nucleares hasta 2043 para reducir su dependencia del carbón: la primera unidad se construirá en Gdansk y se espera que entre en funcionamiento en 2033. Hungría también ha anunciado la ampliación de su capacidad. **El mix eléctrico de Hungría está compuesto por un 49% de energía nuclear**, un 23% de gas natural y un 15% de carbón.

Rosatom está construyendo cuatro reactores cerca de Mersin, en Turquía. Según las autoridades turcas, está previsto que la primera instalación de este tipo en Turquía comience a funcionar en 2023 y proporcione el 10% de la electricidad del país.

En China, el 30 de enero se celebró un día histórico: se conectó a la red Hualong One, en Fuqing, la primera desarrollada completamente en China. El reactor de agua presurizada de tercera generación, de

1000 MWe, se construyó en cinco años y otros ocho están en construcción. **Pakistán ya ha encargado cinco reactores Hualong-One y hay negociaciones en curso con Turquía, Argentina y Sudáfrica.**

El diseño tiene sorprendentes similitudes con los reactores franceses, rusos y estadounidenses de última generación. No es una coincidencia, ya que Rosatom, Areva y Westinghouse han construido más de una docena de centrales nucleares modernas en China. Ahora, los chinos lo hacen ellos mismos... a diferencia de las más antiguas, los nuevos diseños son más flexibles y el precio es insuperable. Se calcula que ha costado 2.500 millones de dólares, una cuarta parte de lo que se espera que cueste en Europa.

Desde 2011, China ha aumentado su producción de energía nuclear hasta 35 TWh, es decir un 500%. Aún así, solo representa el 5% de su producción eléctrica y el país tiene previsto volver a cuadruplicar su producción hasta 2035.

A pesar de todos los titulares, en 2020 China aumentó su capacidad de combustión de carbón más que toda la capacidad de combustión de carbón existente en Europa continental. Muchos países en desarrollo tienen un crecimiento de la demanda de energía muy superior a los de la OCDE y se ven obligados a invertir en todas las fuentes de generación: carbón, gas, nuclear, solar, eólica, hidrógeno, hidráulica, etc... empezando por la que tienen más a mano, que suele ser el carbón.

Estamos subiendo el peso en el salmón

En algunos sectores de la industria alimentaria podríamos ver una evolución similar a la que hemos visto otras *commodities*. Al bajar drásticamente la demanda de HORECA ha caído mucho el consumo del pescado (salmón), ostras y marisco en general. Ante la necesidad de despejar las cadenas de suministro, los productores se vieron obligados a vender con fuertes descuentos, pero cuando se reanuda la demanda, faltará producto y subirán los precios.

Hemos aprovechado para reconstruir nuestra exposición al salmón durante el primer trimestre, cuando los precios por kg. de salmón cayeron a 35 coronas noruegas. Actualmente los precios se han situado en 60 NOK/kg. y las empresas ya se están beneficiando de estos precios y afrontan con optimismo la vuelta a la normalidad.

"La venganza de las materias primas"

Nos gustaría concluir la *newsletter* citando a un icono del sector minero Robert Friedland, que ha declarado recientemente que el mundo postcrisis tiene aspecto de convertirse en la era de la "*venganza de los mineros*".

Friedland también considera que el suministro de cobre es una cuestión de seguridad nacional:

El mundo aún no ha comprendido la magnitud de la transición energética, y la red eléctrica estadounidense "es una broma" comparada con la de China. El cobre es tan crucial para la electrificación de la economía mundial que encontrar suficiente cantidad se ha convertido en una cuestión de seguridad nacional. Las empresas mineras tendrán que ser "verdaderos héroes" y los gobiernos tendrán que aceptar la industria si el mundo quiere hacer una transición exitosa hacia la energía y el transporte limpios. El mundo aún no ha comprendido la magnitud del cambio que supone la sustitución de los combustibles fósiles, ya que la mayoría de los habitantes de las zonas urbanas no son conscientes de la procedencia de los materiales de la vida cotidiana. "Todo es cobre, cobre, cobre, cobre y cobre".

En SIA tenemos pocas dudas **de la falta de capacidad (y por tanto de la necesidad de inversiones) en el sector del cobre y en la mayoría de los metales, a lo que se añade la necesidad de recursos de la industria petrolera en los próximos 5-10 años**, con lo que entendemos que el LTIF Natural Resources se beneficiará de precios de incentivo en muchas *commodities* y un ciclo alcista de larga duración.

Además, vemos aparecer en un horizonte no tan lejano **un incremento muy importante del sector del reciclaje de todo tipo de metales**, que deberá multiplicar su capacidad para compensar la falta de recursos naturales. Preferimos eso a la minería subacuática.

**Marcos Hernández
J. Carlos Jarillo
Urs Marti
SIA Team
Abril 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 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: LTIFCLA LX

LTIF – Classic USD

Código ISIN: LU0301247077
Telekurs: 3.101.820
Bloomberg: LTIFCLU LX

LTIF – Classic CHF

Código ISIN: LU0301246772
Telekurs: 3.101.817
Bloomberg: LTIFCLC LX

LTIF – Classic GBP

Código ISIN: LU0750886714
Telekurs: 18.032.305
Bloomberg: LTIFCLS LX

LTIF – Classic EUR-D

Código ISIN: LU1449969846
Telekurs: 33.180.015
Bloomberg: LTIFCLD LX

LTIF – Natural Resources EUR

Código ISIN: LU0244072335
Telekurs: 2.432.575
Bloomberg: LTIFGEV LX

LTIF – Natural Resources USD

Código ISIN: LU0301247234
Telekurs: 3.101.839
Bloomberg: LTIFGEU LX

LTIF – Natural Resources CHF

Código ISIN: LU0301246939
Telekurs: 3.101.836
Bloomberg: LTIFGEC LX

LTIF – Natural Resources GBP

Código ISIN: LU0457696077
Telekurs: 10.638.983
Bloomberg: LTIFGEG LX

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