

Newsletter

Octubre de 2021

▪ <i>Visión General de los Fondos</i>	2
▪ <i>El Covid19 sale de las primeras páginas y llega la inflación</i>	2
▪ <i>El Fondo Classic a septiembre de 2021</i>	4
▪ <i>Caso de inversión del trimestre: Heidelberg Cement AG. IRR 15%. IV 103 EUR</i>	6
▪ <i>Nadie pregunta sobre Pandora. Va bien</i>	7
▪ <i>El Fondo de Recursos Naturales a septiembre</i>	8
▪ <i>Primeras señales de la “paradoja verde”</i>	9
▪ <i>Minicrisis energética</i>	9
▪ <i>¿Por qué suben los precios de la energía?</i>	10
▪ <i>Los problemas estructurales son preocupantes</i>	11
▪ <i>El capital huye de los combustibles fósiles</i>	12
▪ <i>La locura también llega a la industria minera</i>	13
▪ <i>El LTIF NR tiene una fuerte exposición a energía</i>	14
▪ <i>Aviso legal</i>	17

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



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



“La verdad es que, nos guste o no, la transición energética implica una dependencia a largo plazo de los combustibles fósiles. Esto significa que debemos dejar de demonizarlos, de evangelizar sobre ESG, de desprenderse de las acciones de las compañías petroleras y de poner trabas a nuevos proyectos mediante regulación, altos costes de financiación (muchos bancos se están retirando del sector) y todo tipo de barreras. En su lugar, deberíamos centrarnos en hacer que su extracción sea más limpia y eficiente mientras esperamos que se resuelvan los retos de ingeniería en torno a un futuro basado en las energías renovables.”

Merryn Somerset Webb, Financial Times

Visión General de los Fondos

Tabla 1: Net Asset Value - Net assets under management of our funds

September 30, 2021	NAV	Δ 3m	Δ 12m	Annualized return (s.i.)	AUM (in mio)
LTIF Classic [EUR]	488.87	-2.9%	44.9%	8.4%	78
LTIF Natural Resources [EUR]	114.67	1.9%	71.6%	0.8%	51

Source: SIA Group

El Covid19 deja las primeras páginas de las noticias y aparece la inflación

Dos temas han concentrado la atención de los inversores en los últimos meses: la evolución de la pandemia del Covid-19 y la probabilidad de un período inflacionista. Como veremos, están relacionados, pero merecen un tratamiento separado.

Sobre la pandemia de Covid19, cada vez hay menos que decir. Sin olvidar la tragedia de los millones de vidas perdidas, y el retraso en la vacunación de muchos países en desarrollo, podemos argumentar

que ya no es tan relevante desde el punto de vista de la inversión. Hay dos temas muy claros: los gobiernos no quieren volver a parar las economías; y las vacunas funcionan.

Además, se están aprobando los primeros tratamientos baratos y fáciles de administrar. Todo esto implica que, salvo alguna mutación inesperada extremadamente mala que no responda a las vacunas y los tratamientos, **podemos esperar una situación no muy distinta a la de la gripe.** Y, gracias a los avances médicos impulsados por la pandemia, incluso la gripe puede ser menos letal en el futuro.

La superación de la pandemia ha creado, como era de esperar, un **"efecto primavera" en muchos sectores de la economía** que ven cómo la demanda es aún más fuerte de lo habitual (efecto de recuperación) y la oferta más baja de lo habitual (interrupciones). Como no puede ser de otra manera, esto hace subir los precios de los bienes o servicios afectados. Creemos que esto será sobre todo transitorio.

En efecto, no hay que esperar que, **tras la congelación de una economía durante medio año, la fase de reinicio sea del todo fluida.** La economía mundial es un sistema extremadamente complejo: si el comercio se ha paralizado de alguna manera, muchos contenedores pueden no estar dónde "deberían" estar cuando se necesiten de nuevo, y el transporte está bloqueado. Pero si el transporte está bloqueado, las fábricas no pueden entregar las piezas necesarias para hacer muchas otras cosas. Se produce una reacción en cadena, con efectos de todo tipo... desde los semiconductores, que afectan a más y más productos, hasta el gas natural, que afecta a toda la producción, en tanto que es necesario para la generación de electricidad.

Este problema se ve agravado por la filosofía de gestión "just in time" que se ha extendido a la mayoría de las industrias. Desde que los fabricantes de automóviles japoneses sorprendieron al mundo en los años 70 produciendo coches mucho mejores a un coste mucho menor, los directivos de las empresas han intentado aprender de sus técnicas. Y una de las más importantes, que realmente ha revolucionado la fabricación y se ha extendido a casi todo, es la de las operaciones **"just in time"**: gestionar las fábricas y las cadenas de suministro con el menor inventario posible, para minimizar la inversión improductiva, la obsolescencia y aplicar una gestión rigurosa. A menudo se comenta que algunos proveedores de las fábricas de Toyota entregan piezas varias veces al día, de modo que en realidad no hay ningún inventario. Y esto se remonta a la cadena.

Por supuesto, un sistema así es "frágil": si hay un problema en una parte de la cadena, se propaga rápidamente (como ha ocurrido tras algunos terremotos japoneses o el accidente nuclear de Fukushima). **Pero si el "just-in-time" se aplica a productos absolutamente esenciales, como el gas natural o el carbón, todo se resiente.** Si Toyota se detiene, es malo para mucha gente, pero si la generación de electricidad se detiene es malo para todos.

Y esto es lo que hemos visto: **años de inversiones demasiado bajas en el sector energético, el desguace de muchos inventarios de "seguridad" y despidos, y un producto (la energía) cuya demanda es inelástica: la gente pagará mucho, mucho más de lo habitual para que todo siga funcionando.**

Pero por el momento se trata de problemas temporales: en cuestión de semanas, o meses, muchos se solucionarán (aunque no todos: la inversión en energía es lamentablemente insuficiente). Algunos recordarán que los precios de la madera se dispararon en Estados Unidos hace un año y se presentaron como un presagio de la inflación que se avecinaba. Pero no hay mucha gente que destaque que esos precios han vuelto ahora a la normalidad. Creemos que algo similar ocurrirá con muchos de los cuellos de botella actuales.

Pero estos problemas de suministro son reales: a medida que se corta la electricidad, también lo hace la fabricación y, por tanto, la actividad económica en general. **Esperamos que estos desajustes temporales nos ofrezcan buenas oportunidades de inversión. Uno no encuentra buenos activos a precios bajos cuando todas las noticias son buenas.**

A finales de septiembre, el Classic se sitúa en EUR 490 p.a. +20%

El fondo LTIF Classic se ha mantenido más o menos estable desde finales de junio, acabando el trimestre en EUR 490 por acción, +20% en lo que va de año, aunque en octubre ha seguido subiendo hasta los EUR 515 p.a. (+26%). Esta revalorización está más o menos en línea con nuestras previsiones de acabar el año entorno a EUR 475 y nos ha permitido más que recuperar el año del Covid19.

En términos absolutos estamos satisfechos con la evolución del fondo, y en términos relativos estamos algo por encima de la mayoría de los Índices bursátiles: MSCI Global Value + 18% ytd., MSCI Global Growth +18%, SPX EE. UU. +21%, SXXP Europa 14%, y mercados emergentes +3%. Como siempre, hemos ido subiendo el peso de sectores y valores dónde pensamos que hay más recorrido, y este año destacaríamos el incremento de nuestra exposición a petróleo/energía, cemento y salud/pharma, con Grifols.

Siempre decimos que los sectores del LTIF Classic no son realmente representativos de los sectores globales porque estamos muy concentrados, pero viene bien repasar que sectores se han comportado bien en el Classic en lo que va de año: Consumo (+20%), Tecnología (+32%), Energía (+52%) y Financieras (+65%). Por el lado negativo sólo aparecen dos sectores: Minas (+0%) y Salud/Pharma (-2%).

Por valores, las mayores revalorizaciones han sido ASML (+60%), ING (+66%), Devro (+50%), las petroleras EOG (+83%), HESS (+64%) y Cenovus (+75%), y finalmente ISS, Leroy Seafood, Raytheon y Suncor que han hecho más del +30%.

Por el lado de las pérdidas de horas de sueño y repaso tras repaso de las tesis de inversión destacaríamos Grifols (-15% ytd.), seguida de Harbour Energy, Hudbay Minerals, Mocorp, MTU Aeroengines y Reckitt Beckinser con caídas del orden del 5-7%.

TIR actual del Classic del 13.5%, Valor Intrínseco actualizado: EUR 710 por participación

La última actualización de nuestros modelos sugiere un Valor Intrínseco del Classic algo por encima de los EUR 700 por acción, nivel que deberíamos alcanzar en 3 años, hacia finales de 2024 si nuestro objetivo de hacer un 10% al año (neto de fees) se materializa. El valor intrínseco del fondo lo calculamos como la media ponderada del valor intrínseco de cada valor y en los valores más cíclicos usamos una metodología convergente o de ciclo medio.

¿Podríamos aspirar a más e intentar obtener un 20% de rentabilidad anual? Claramente sí (y nuestra TIR teórica esperada está cercana al 12% después de fees) pero tendríamos que asumir un nivel riesgo que nos es tolerable si queremos **respetar la definición básica de inversión como protección de capital más retorno decente** (que ciframos en el 10%).

El fondo Classic ha hecho un 9% anual de que se lanzó en 2002, cerca del objetivo del 10% que implica doblar la inversión cada 7 años, multiplicar por 4 cada 14 años y por 8 cada 21 años. Somos inversores de largo plazo y lo que buscamos es aprovechar lo más posible la **“magia del compounding”** o “interés/revalorización compuesta”. Alguien les debería enseñar esto a los gestores públicos a la hora de solucionar el problema de las pensiones.

El Classic, concentrado y diversificado a la vez. Vemos muy claro el recorrido alcista del petróleo

La industria financiera pasa ingentes cantidades de tiempo y esfuerzo persiguiendo factores de performance como pueden ser el *value, growth, quality, defensive, high-beta* etc... pero nosotros tenemos poco que ver con esto; la realidad del Classic es muy distinta.

Tenemos el 50% del Classic en 10 valores (ver tabla siguiente) y el total en 33 empresas. Analizamos negocios e invertimos en ellos, nos consideramos un pequeño holding empresarial y francamente si no fuese por la obsesión del benchmarking y el análisis de retornos relativos, podríamos ni mirar que hace el mercado y sus dichosos factores.

LTIF Classic Top10 Holdings

ING Groep NV	7,2%
Grifols SA	5,6%
HeidelbergCement AG	5,4%
Cenovus Energy Inc.	5,4%
ISS A/S	5,1%
Thales SA	4,9%
Sodexo SA	4,5%
Suncor Energy Inc.	4,2%
Devro Plc	4,2%
Henkel AG & Co	4,1%
TOTAL	50,6%

Estas 10 empresas evidencian varias características del Classic que queremos destacar: **calidad de negocio** (franquicia, retornos), **buen equipo gestor** (valor para los accionistas), **estrategia clara** (retorno marginal, reinversión, flujo de caja libre al inversor), **diversificación y concentración** al mismo tiempo.

Nos complace ver que en tan sólo 10 empresas subyacen negocios tan dispares como banca, proteínas del plasma, cemento, arenas bituminosas, limpieza, sector aeroespacial, defensa, envoltorios de salchichas, productos de belleza, pegamentos y productos de limpieza. En todos estos negocios y empresas tenemos **una visión estructural o estratégica positiva** y a la vez hemos buscado **valor** en todas ellas, este es el nexo común del Classic.

Finalmente quiero comentar que **el Classic tiene ya un sólo eje de sobreexposición que es el petróleo, dónde tenemos algo más del 15% del fondo**, porque estamos convencidos de que el sector está desabastecido y que nos dirigimos hacia precios del petróleo superiores a 100\$ el barril a un par de años vista. Además, las acciones siguen muy baratas debido a las *"tesis verdes"* o de transición energética que están teniendo un efecto perverso en los flujos de capital.

¿Cómo no van a subir los precios de los combustibles fósiles, que por cierto son la base de los precios de la electricidad en la mayoría de los países, si no se está invirtiendo lo suficiente para satisfacer el agotamiento de las reservas y la demanda?

Caso de Inversión del trimestre: HeidelbergCement AG. IRR 15%. Valor Intrínseco de EUR 103

Heidelberg Cement es una de nuestras posiciones importantes con un peso superior al 5%. La idea principal que subyace tras esta inversión no es realmente cuantitativa sino mas bien cualitativa: **el cambio del equipo gestor en 2020 y una nueva estrategia.**

Históricamente el sector cementero no ha sido un gran sector donde invertir en bolsa, hecho que nada tiene que ver con los fundamentales del negocio. El sector cementero, debido al coste del transporte, es un “sector local”, donde 3-4 empresas abastecen el mercado en un radio de unos 200km. Siendo algo cíclico (sigue la ciclicidad de la construcción), **termina adoptando una estructura oligopolística** capaz de generar retornos de doble dígito y fuerte flujo de caja libre.

El problema ha sido que **los gestores de las empresas de cemento han usado esta acumulación de caja para hacer adquisiciones sin sentido**, pagando múltiplos absurdos con el objetivo de “ser más grande” pero sin sinergias ni sentido económico en términos generales. Es cierto que la diversificación geográfica ayuda a paliar el ciclo, pero nunca a múltiplos altos en el pico del ciclo que es cuando normalmente hay caja para comprar.

En las 2 últimas décadas Heidelberg ha hecho varias adquisiciones, y en nuestra opinión tanto la de Hanson (2007) como la de Italcementi (2016) han sido dos errores muy serios, dilutivos y sin sentido estratégico.

El nuevo equipo gestor liderado por Dominik von Achten ha dejado claro sus objetivos:

- 1) mejorar márgenes y rentabilidad
- 2) vender activos no estratégicos
- 3) asentar el balance de situación
- 4) completar la transición digital
- 5) acelerar la descarbonización de la empresa
- 6) devolver el exceso de flujo de caja al accionista.

Exactamente lo que haríamos nosotros.

Se cumplen pues varias de nuestras exigencias de inversión (buen negocio, buen equipo gestor y estrategia y balance saneado) lo que se une a una **acción infravalorada** después una larga etapa de gestión mediocre.

Según nuestros números Heidelberg Cement generará en 2021 un EBITDA de 4.000 millones de euros, que multiplicado por el múltiplo medio histórico del sector de 8x equivale a un valor firma de 32.000 millones. Ajustado por deuda y minoritarios, nos quedaría un valor del *equity* superior a 21.000m de euros a finales de 2022 o 105 euros por acción, sin mencionar que, en los momentos positivos del ciclo, este sector suele irse a una media de 10x EBITDA con un margen EBITDA sobre ventas superior a la media. HeidelbergCement cotiza actualmente a 63 euros por acción, PER 22 de 7-8x y VF/EBITDA 22 de 5.5x, un poco incomprensible.

Valga como ejemplo la reciente venta de los activos no estratégicos en California por los que el grupo va a recibir 2.300 millones de euros (solucionando el alto apalancamiento de un plumazo) y que según nuestros números se ha hecho a un VF/EBITDA superior a 15x. Dos de las empresas americanas de materiales de construcción parecidas a Heidelberg Cement están cotizando a múltiplos VF/EBITDA superiores a 15x. Difícil de entender.

Posiblemente el tema que más esta afectando al sector, por lo menos en Europa es la transición energética y la descarbonización, que es cierto forzará a HeidelbergCement a invertir más en los próximos años. Pero la lectura del mercado es en nuestra opinión incorrecta dado que 1) desde un punto de vista de ESG, es igual de importante invertir en sectores contaminantes para que reduzcan sus emisiones que invertir directamente en activos verdes 2) al ser un sector de estructura local-oligopolística las inversiones y costes extra de la transición se irán pasando al consumidor final vía precios con lo que no vemos que vaya a ocurrir un cambio de régimen.

Creemos que el sector cementero no atrae a los inversores debido a que es un fuerte emisor de Co2. Los productores de cemento presentan similitudes con las empresas siderúrgicas integradas que poseen minas de mineral de hierro/carbón: en primer lugar, la piedra caliza y la arcilla tienen que ser extraídas y molidas; para producir clinker, éstas tienen que ser quemadas posteriormente a 1.450 grados Celsius, lo que supone un gran consumo de energía y fuertes emisiones de CO2. Producir una tonelada de clinker requiere el equivalente energético de 135 kg de carbón o 86 kg de petróleo; además, al igual que ocurre con otras materias primas a granel, los costes de transporte son importantes.

Sin embargo, las empresas cementeras están en cierto modo protegidas de la competencia, ya que constituyen una especie de oligopolio local. Empresas como Heidelberg Cement se beneficiarán del aumento de la demanda y de la estructura de oligopolio local, que debería permitirles repercutir los aumentos de costes (costes de *descarbonización*). Heidelberg es uno de los líderes en ESG y *descarbonización*, y pensamos que será capaz de pasar al cliente final la mayor parte de los costes extra generados.

Finalmente hay que añadir que tras la crisis del Covid19 se están poniendo en marcha distintos planes de infraestructuras nacionales, planes que van a requerir muchas materias primas, incluido cemento y hormigón para su desarrollo. Fondos de Recuperación Europeos, Plan de Infraestructuras de EE. UU., Plan de infraestructuras de China, etc.... están en la base de un nuevo ciclo de *capex* a nivel global, ciclo que es en realidad dos ciclos superpuestos, el normal (renovación de infraestructuras básicas) y el de la transición energética (renovables, nuclear, redes, transporte, almacenamiento de energía etc...).

Ya nadie nos pregunta por Pandora. Todo va bien

Hemos aprendido mucho con Pandora. Cometimos varios errores, aunque principalmente fueron dos, infraestimar el daño interno en la empresa tras años de mala gestión e infravalorar la dependencia de Pandora de su éxito comercial, un factor que es siempre difícil de anticipar.

A pesar de ello, entendemos que nuestro análisis estratégico fue correcto: fuertes barreras de entrada, principalmente escala y costes/logística, y algo de *switching costs* (una vez que compras una pulsera hay tendencia a comprar más *charms*) y en menor medida *network effect*, posiblemente más comercial/marca/moda que otra cosa.

La acción desde luego es un contra-ejemplo de la eficiencia del mercado, con mínimos en 2011 cercanos a 30 DKK por acción, para tocar máximos de 1000 DKK cinco años después en 2016 (x33), volver a bajar a 200 DKK en 2020 (-80%) y situarse en 815DKK estos últimos días (x4).

Pandora nos ha dado muchos disgustos porque entramos a niveles de 600 DKK por acción y fuimos haciendo *average down* en la caída, etapa que ha llevado unos 3 años. Pero tras la llegada del nuevo equipo gestor (2019) y la reestructuración de la empresa, Pandora se ha convertido en fuente de buenas noticias y contribución positiva al Classic.

Hemos vivido todo el proceso y estamos muy alineados con el nuevo equipo gestor de Pandora que lo está haciendo de fábula. Seguimos invertidos en la empresa, pero con una posición algo menor, tras realizar algo de beneficios, y sorprendidos de que ya nadie nos pregunte por Pandora. Esto significa que todo va bien.

El fondo LTIF Natural Resources afronta un ciclo alcista de largo plazo

El fondo LTIF Natural Resources está teniendo un año muy bueno con una revalorización de +32% a septiembre (EUR 115 por acción), por encima de la mayoría de los Índices tanto geográficos como sectoriales, y ha seguido subiendo en octubre hasta los EUR 127 p.a. (+47%). Estamos convencidos de que esto no acaba más que empezar porque creemos que estamos entrando en un **superciclo de materias primas**, ciclo que normalmente es de larga duración por la dificultad de desarrollar nueva oferta. De hecho, como hemos comentado, entendemos que estamos ante **la superposición de 2 ciclos, el normal de commodities/capex** (tras 10 años de infrainversión) **y el ciclo generado por la transición energética.**

La parte de energía ha sido la que mejor se ha comportado en 2021 hasta septiembre (+47%) seguida de minas (+30%) y *agrifood*/salmones (+20%), aprovechando bien la subida de los precios de la energía, con un peso muy fuerte en petróleo y gas (alrededor del 45-50% del fondo frente a un 30% en minas), ayudado por el uranio donde tenemos algo mas del 10% del fondo.

La parte “decepcionante” del fondo ha sido la de infraestructuras (+1% en el año) con una evolución sorprendentemente mala de HeidelbergCement, Buzzi Unicem y Mocorp. En las dos cementeras hemos comprado más, con paciencia, y en Mocorp (ingeniería y equipamiento minero) nos acercamos a nuestros niveles de compra. En términos generales las partes decepcionantes del fondo dan preocupación y desencanto a corto plazo, pero suelen ser, si nuestro análisis estratégico es correcto, excelentes oportunidades de inversión a largo plazo.

El LTIF Natural Resources cotiza con una TIR del 14% y un IV de 162 EUR en *mid-cycle*

El Natural Resources tiene una TIR actualizada del 14% y un Valor Intrínseco de EUR 162 por acción, aunque este cálculo se realiza con modelos de valoración en convergencia o *mid-cycle*. Como hemos experimentado en anteriores ciclos de materias primas, el mercado no suele parar en las valoraciones correspondientes a *mid-cycle*, sino que va de extremo a extremo, como un péndulo.

En el mínimo de marzo de 2020 cuando el mercado bursátil anticipaba una recesión económica global, el fondo tocó un NAV de EUR 50 p.a. es decir un 70% por debajo de nuestro Valor Intrínseco por lo que, si aplicamos este 70% al extremo positivo, hay un escenario donde nos podríamos ir a 275 euros por acción (multiplicar por 2.3x).

Es absolutamente cierto que estos cálculos son voluntaristas y no se basan en ningún análisis fundamental, pero también es cierto que esto es exactamente lo que hemos experimentado en cada ciclo que hemos atravesado: el mercado aplica múltiples bursátiles altos (máximos) a beneficios altos (en pico) en el momento más álgido del ciclo, dando lugar valoraciones muy superiores a los valores de ciclo medio.

Además, mucho nos tememos que este ciclo de materias primas será más largo de lo habitual porque al ciclo normal se ha unido la transición energética que está teniendo una influencia “perversa” en la asignación de capital. Queremos decir que se están superponiendo dos ciclos, el ciclo normal de *boom/bust* de materias primas y el ciclo provocado por la transición energética. Ahí es nada.

Además, el capital (inversiones) está huyendo de los combustibles fósiles, minería, cemento e industrias emisoras de Co2 y dirigiéndose en masa hacia energías renovables e industrias no contaminantes,

cuando aún tenemos décadas por delante de dependencia de combustibles fósiles e “industria tradicional” y es necesario invertir en ella para reducir emisiones.

Lo denominamos la **“paradoja verde”**: el capital se está desplazando demasiado rápidamente hacia las **energías verdes** cuando debería seguir invirtiendo en combustibles fósiles e industrias tradicional/contaminante para satisfacer a la demanda a corto y medio plazo y reducir emisiones.

Los primeros coletazos de la **paradoja verde** se empiezan a sentir: los precios de la energía se disparan

Con temperaturas más frías en el horizonte del hemisferio norte, el problema de tensión en los suministros y cadenas de aprovisionamiento se ido desplazando hacia el sector de la energía.

A finales de octubre, la escasez de energía está sorprendiendo a propios y extraños, convirtiéndose en un problema para la economía mundial, impactando suministro, producción industrial y PIB casi a nivel global.

Los precios de carbón térmico y metalúrgico, del gas natural y del petróleo están subiendo con fuerza, impactando además sobre los precios de la electricidad, **y la razón no es la recuperación de la demanda, los problemas financieros de Evergrande, o demás cuentos chinos (perdón), sino la escasez de la oferta/inversión**, combinada con múltiples factores coyunturales.

Vamos a intentar separar los factores coyunturales de los estructurales para intentar entender que está pasando.

De nuevo, síntomas de que la capacidad energética está al límite

Tras las tensiones energéticas del invierno pasado (Japón, Texas y algunos otros países donde se produjeron incluso *blackouts*), reaparecen de nuevo los síntomas de una *minicrisis* energética, con multitud de efectos a nivel mundial, que vamos a intentar resumir.

En nuestra opinión, estos hechos evidencian que la capacidad de generación de energía está al límite, y son un anticipo de lo que vendrá posiblemente en 2023 y años siguientes, con precios de combustibles fósiles, electricidad y energía en general, a niveles mucho más altos. Y es que las inversiones no sólo tienen que dirigirse a energías e industrias “verdes” sino seguir financiando combustibles fósiles e industria tradicional, que se van a necesitar durante décadas y que tiene que profundizar en su proceso de descarbonización.

Vamos a los síntomas:

- Debido a la falta de inversiones, cierre de minas de carbón, inundaciones de algunas provincias productoras chinas, se ha producido **escasez en el mercado de carbón térmico a nivel mundial con precios a niveles de máximos históricos**. Dos de los países que más carbón consumen a nivel global, China e India está instando a las empresas a reactivar producción e incluso importar carbón dado el bajo nivel de las existencias. ¡En India, las existencias se han reducido a tan sólo 4 días! y en China las existencias de las principales compañías eléctricas son de 2 semanas, niveles muy bajos respecto a las medias históricas.
- Situación similar **en el mercado del gas natural**. **Escasez global** debido a múltiples factores (hidraulicidad baja en varios países, poca producción eólica, complicaciones políticas con el gas ruso y del norte de África, agotamiento de pozos en Europa, falta de inversiones etc...) y los buques de gas natural licuado no llegan a Europa debido a la fuerte demanda de países asiáticos.

El gas no es tan fungible como el petróleo y hay diferencias dependiendo de zonas geográficas y por el momento los más perjudicados son algunos países asiáticos y Europa en general.

- **Europa se enfrenta a un invierno difícil, ya que los inventarios de gas se sitúan entorno al 70% de capacidad frente al 90% habitual.** La falta de gas natural licuado y el agotamiento estructural de los pozos en Europa (exacerbada por una interrupción en el mayor yacimiento de Europa, Troll, que redujo las exportaciones noruegas en un tercio) han llevado a Europa a un escenario como el de Texas en el invierno de 2020. Es fácil echarle la culpa a Gazprom y Rusia, pero según nuestros números Gazprom no ha reducido las exportaciones, sino que ha cumplido con sus contratos. Rusia advirtió muchas veces que esto ocurriría, e incluso Vladimir Putin llegó a preguntarse en público hace un año que *como se iban a calentar los alemanes en invierno si cerraban capacidad nuclear y de carbón (lignito)*
- **Con la escasez de carbón y gas, y precios altos en ambas, China ha venido racionando la electricidad** en algunas industrias intensivas durante el verán, extendiéndose incluso a los hogares. Los cortes de electricidad y las subidas de precios están empujando a las fundiciones y refinerías de metales más antiguas a cerrar y a restringir aún más la disponibilidad de aluminio, acero y otros productos.
- Esta minicrisis está teniendo repercusiones globales recortes de producción o racionamiento en muchos países: **Nyrstar está parando su planta de tratamiento de zinc** en los Países Bajos; **empresas de fertilizantes** como CF Industries y Agrium están cerrando la producción ante la falta de gas (la mayoría de los fertilizantes se fabrica a partir del gas natural) y algunas **refinerías de metales** han cortado producción. Es curioso que también se esté produciendo **escasez de CO₂**, que se utiliza en el sacrificio de animales. Estas paradas se están produciendo en multitud de países a nivel global.
- El **Reino Unido está pagando a las eléctricas que aún tienen centrales de carbón (DRAX)** y países como **Japón están recuperando las centrales eléctricas a base de petróleo.**
- **Los altos precios de carbón y gas han llevado a un incremento de la demanda de petróleo** que en el marginal está empujando los precios al alza.
- Los altos precios de los combustibles fósiles están **elevando los precios de la electricidad** en multitud de áreas geográficas.

Multitud de efectos coyunturales están afectando a los precios de la energía

Los combustibles fósiles, el mix de generación, las emisiones y las energías renovables son temas estratégicos interconectados en los que confluyen multitud de factores. Empezaremos por intentar entender los factores coyunturales de esta minicrisis:

- i. **Sequía en Brasil** y algunos partes de Latinoamérica **y en algunas regiones de China** que ha hecho que la producción hidroeléctrica sea algo inferior a la media
- ii. **Falta de viento en el sur de Europa y Reino Unido** (energía eólica)
- iii. **Caída de la producción de gas en Europa** por envejecimiento de los pozos, falta de inversión y decisiones políticas
- iv. **Recortes de producción minera de carbón en China** con el objetivo de reducir emisiones y por inundaciones de minas de carbón tras las fuertes lluvias (inundaciones de más de 400 minas en la provincia de Shanxi) en un contexto de fuerte demanda de energía

- v. **Caída la producción de gas asociado con el petróleo** en muchos países productores tras la caída de los precios del petróleo de 2020
- vi. **Menor expansión de capacidad de LNG tras un ciclo expansivo 2016-2020.** Los nuevos proyectos bajan sustancialmente hasta 2024/25
- vii. **Subida de los precios del Co2 en Europa que junto a la subida del gas han producido subidas del precio de la electricidad**
- viii. **Subida de los costes del transporte marítimo y problemas en la cadena de suministro mundiales**
- ix. **Problemas causados por el Covid19** en centros de producción de materias primas
- x. Fuerte **crecimiento de la demanda de energía en China en 2020 y sobre todo en 2021 (+15%)** debido a la recuperación industrial, seguida de la recuperación en EE. UU. Más rápido de lo que se esperaba
- xi. **Recuperación de la demanda de energía en Europa y Asia** a finales de 2020 y acelerando en 2021

Y muchos otros factores que han convergido en un problema de oferta: no hay suficientes combustibles fósiles a corto plazo y los precios suben para ajustar oferta y demanda, en una ecuación marcada por la inelasticidad de ambas. Esperemos que el invierno sea suave y las cosas se calmen, pero la Ley de Murphy suele aparecer en momentos como los actuales.

Intentando sintetizar esta multitud de factores se hace evidente que 1) el margen de reserva de muchas materias primas y energía está en el límite en muchas áreas geográficas, empezando por China 2) el Covid19 ha seguido teniendo impactos negativos en el lado de la oferta y 3) afrontamos una transición energética que posiblemente sea una nueva revolución industrial de largo plazo.

Un problema añadido es que en muchos países el precio de la electricidad lo fija la generación marginal de energía, que suele ser gas, carbón e incluso petróleo (combustibles fósiles) con lo que los precios de la electricidad están disparados en Europa, China, partes de Asia y en menor medida EE. UU.

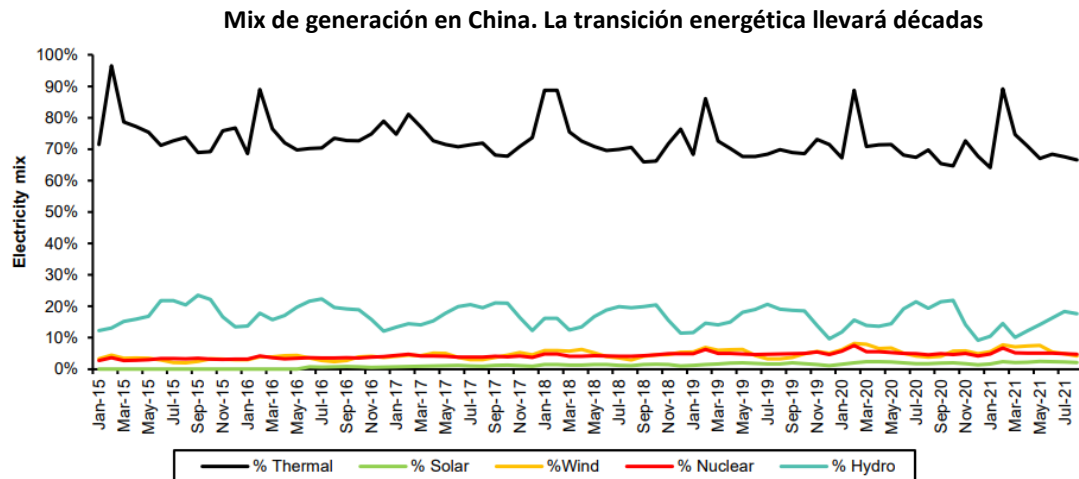
Esto es muy importante debido al impacto de la electricidad en muchos sectores económicos (por no decir en todos) y obviamente en los hogares.

Pero lo preocupante son los temas estructurales... esto es mucho más serio

Nuestra opinión es que la *minicrisis* actual es solo un aviso a navegantes y que se normalizará en los próximos meses, pero hay una serie de factores que pueden convertir esta *minicrisis* en una crisis mucho más seria y mucho más larga.

- i. **Llevamos cerca de una década con bajas inversiones en petróleo y gas**
- ii. Las empresas **mineras no invierten en minas de carbón, que incluso se están cerrando**
- iii. Se está **reduciendo la generación eléctrica de carbón en Europa y EE. UU.** Principalmente pero también se intenta "controlar" en China y muchos otros países
- iv. La generación de **energía nuclear e inversiones en nueva capacidad llevan de capa caída desde Fukushima (2011)**
- v. Hay un **esfuerzo mundial de reducción de emisiones** y por lo tanto **de desarrollo de energías renovables o no contaminantes (eólica y solar principalmente) que son intermitentes**
- vi. El **capital se está desplazando demasiado rápido desde combustibles fósiles y nuclear hacia energías renovables**, incluyendo hidrógeno (que no tendrá efecto material al menos durante 10 años) cuando aún no hay tecnología de almacenamiento de energía para combatir la intermitencia

- vii. **Cuesta mucho tiempo e ingentes cantidades de inversión transformar el mix de generación eléctrica de un país, y más de países emergentes donde los recursos son limitados**



Fuente: Bernstein

- viii. **La energía eólica y la solar necesitan back-up** hasta que se desarrolle nueva tecnología de almacenamiento de energía (baterías). También hay que hacer los números bien, incluyendo las emisiones de toda la cadena de valor
- ix. **Los coches eléctricos no van a producir un impacto significativo en la demanda de petróleo en esta década**

En resumen, el mundo está invirtiendo en un sistema mucho más sostenible (bueno) pero *abandonando* demasiado pronto el sistema actual (malo)... un sistema que tiene que aguantar un par de décadas (muy posiblemente más), durante la transición.

Como hemos comentado lo denominamos la **paradoja verde** o efecto de un desplazamiento demasiado rápido del capital hacia las “etiquetas verdes”. El problema está en el **timing (demasiado rápido)**, en la **escala del cambio (enorme e infraestimado)**, y en los **estereotipos (¿qué es realmente verde?)**, no en los fundamentales. La salida y/o reconversión de los combustibles fósiles debe planearse bien y la participación de los países emergentes debe considerar que muchos de ellos no han llegado ni a culminar la revolución industrial.

Debido a la falta de inversiones en combustibles fósiles (que ya lleva una década) y a la reticencia actual a reactivar esas inversiones **creemos que los precios de petróleo, gas y carbón van a situarse muy por encima de niveles de incentivo**, nivel que posibilitará mayores inversiones a la vez que tendrá un efecto desincentivador en la demanda por la elasticidad al precio.

Estos precios altos no están reñidos con la transición energética, todo lo contrario, la deberían a acelerar.

El capital no tiene duda: hay que huir de los combustibles fósiles

El capital no puede ni acercarse al sector debido a la transición energética. Los recortes en inversiones de las petroleras son enormes, valga como ejemplo que Exxon tiene previsto invertir 16.000 millones de

dólares en 2021 frente a los 31.000 millones de 2019 y que Chevron ha reducido el capex a 13.000 millones en 2021 desde unos 40.000 millones en 2014.

En términos generales, las majors están cambiando sus negocios de forma estructural, con el objetivo de incrementar su peso en energías renovables, mantener los retornos y la retribución a los accionistas, y reducir el peso de su negocio tradicional: gas y petróleo, sobre todo este último. Un auténtico y profundo cambio de régimen.

Empresas como Royal Dutch Shell (que no tenemos en el fondo) siguen liquidando sus activos vendiendo recientemente su negocio de *shale oil* a Conoco Phillips (que sí tenemos) por 9.500 millones de dólares, con una valoración de 4x EV/EBITDA a un petróleo de 60\$, cuando el precio del Brent spot está por encima de los 80\$.

La locura también ha llegado a la industria minera

En el marco de la transición energética hay muchas decisiones corporativas que son en nuestra opinión decepcionantes porque persiguen obtener una “etiqueta verde” o reducir/compensar emisiones, sin tener demasiado en cuenta la rentabilidad de los activos y las décadas de transición que tenemos por delante.

Correjón en Colombia es una de las mejores minas de carbón del mundo, legalmente constituida como una JV al 33% entre Anglo, BHP y Glencore. Dada la estrategia de desinversión del carbón de BHP y Anglo, ambas han vendido a Glencore y según nuestros cálculos el precio de venta es extremadamente bajo, por debajo de 2x EBITDA a precios de incentivo, no ya de spot. Entendemos que vender activos de carbón a precios de derribo no es una estrategia que genere valor a largo plazo y por eso no estamos invertidos ni en BHP ni en Anglo y si lo estamos en Glencore.

También hay movimientos estratégicos extraños como el que **China haya empezado a vender metales de sus inventarios estratégicos, o que EE. UU. esté analizando soltar sus reservas de petróleo...** decisiones que históricamente no han producido demasiado efecto en los precios. De hecho, si fuésemos asesores de ambos Gobiernos les recomendaríamos ampliar las reservas por lo que está por venir en 2-3 años. Al final, los “inventarios estratégicos” ya sea de cobre, nickel, petróleo o la *commodity* que sea sólo representan unas pocas semanas de consumo con lo que estos movimientos en nuestra opinión son marginales y cortoplacistas.

Seguimos evitando las empresas que están destruyendo el valor de los accionistas (*majors* vendiendo activos y entrando en energía renovable; mineras vendiendo activos de carbón; fusiones y adquisiciones para agrandar la “etiqueta verde” etc...) y preferimos mantener la exposición a empresas como Glencore (el mayor exportador de carbón del mundo), Gazprom (el mayor exportador de gas del mundo), Surgutneftegas, ConocoPhillips, Harbour Energy y muchas otras.

Hay movimientos que pasan desapercibidos que son de gran importancia

Hay noticias que parecen marginales pero que tienen una importancia estratégica relevante como el acercamiento de **BHP Billiton a R. Friedland respecto a las zonas adyacentes a la mina de cobre Kamo-a-Kakula en la República Democrática del Congo** (fuente: *Financial Times*), activo de talla mundial (iley del 6%!) y que acaba de iniciar su producción comercial.

Dentro de unos años Kamo-a-Kakula se convertirá en la segunda mina de cobre del mundo, después de Escondida, y según Friedland las zonas adyacentes **contienen no sólo nuevos depósitos de cobre sino**

una nueva provincia de este mineral. El fondo LTIF Natural Resources tiene una posición importante en Ivanhoe (dueño de Kamoanga y de los terrenos) desde hace bastante tiempo.

Esta noticia es también importante por dos cuestiones de estrategia 1) Viene a confirmar la importancia del cobre para las grandes mineras dado que es cada vez más evidente que va a faltar cobre a medio plazo 2) Se ha producido un cambio estratégico de una empresa como BHP para acercarse a la RDC, un país donde había evitado entrar por criterios de riesgo. Es evidente que la mayoría de los recursos naturales están en zonas geográficas en desarrollo, con lo que se produce un fuerte choque/paradoja entre transición energética y estándares de ESG. Si aplicásemos los criterios ESG al 100% nadie podría invertir en cobre en el Congo ... de nuevo la *paradoja verde*; y no hay solución a corto plazo.

Muy interesante también dos noticias sobre el uranio y la generación de energía nuclear. **Boris Johnson comentó hace unos días que el Reino Unido necesita más capacidad nuclear para poder avanzar en la transición energética** (vamos avanzando en lo que es una obviedad a escala global) y el gigante polaco de la minería de cobre y plata **KGHM encargó cuatro pequeños reactores modulares para su producción de energía** (KGHM es el segundo consumidor de energía de Polonia, después de los ferrocarriles).

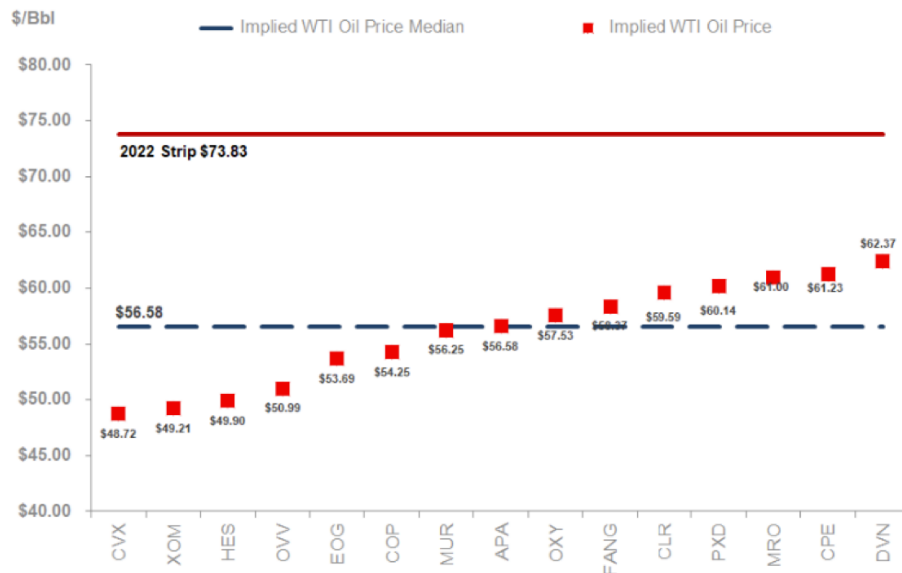
Ambas noticias refuerzan nuestra opinión de que la energía nuclear no sólo es clave sino absolutamente necesaria para la reducción de emisiones y por eso mantenemos un 10-12% de fondo en uranio, a pesar de la fuerte revalorización del uranio y las empresas en las últimas semanas.

El LTIF Natural Resources tiene una fuerte exposición a energía

La mayor parte de nuestra exposición a energía/petróleo/gas (que es, con mucho, la mayor exposición del fondo) se beneficia bastante de esta *minicrisis* energética en un momento en el que muchas empresas están cotizando a un precio muy bajo (inferior a 2x EV/EBITDA usando precios spot) y empresas como Surgutneftegas (preferente) pagó un 18% de rentabilidad por dividendo hace unos meses, incluso antes del fuerte repunte de los precios de gas y petróleo.

Es muy sorprendente (y en nuestra experiencia esta ineficiencia termina por corregirse) que con el precio del Brent a 83\$ el sector esté todavía cotizando como si el petróleo estuviese a niveles de 55-60\$.

Exhibit 26: The E&P sector now reflects a median WTI price of ~\$57/bbl, or ~23% below 2022 futures prices.

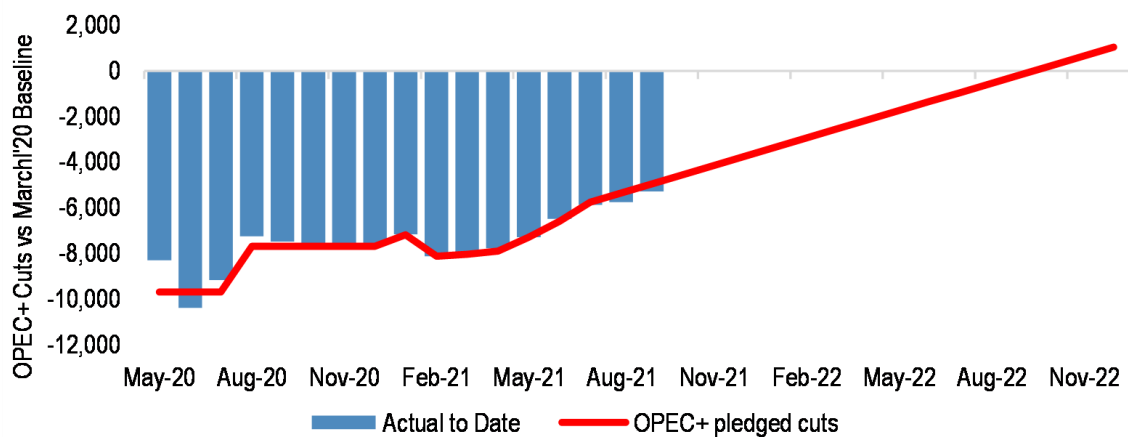


Source: Bloomberg, Morgan Stanley Research; Note: As of 10/5/21

Creemos que ya a nadie se le escapa que tras una década de desinversiones en petróleo y con la demanda subiendo se va a producir un déficit que llevará los precios por encima de 100\$ en 2022 o 2023, cuando se normalice el exceso de inventarios de OPEC+. **Otra vez la “paradoja verde” ... ¿Cómo invertir en petróleo cuando no se puede invertir en petróleo?**

JPM nos da la respuesta a la pregunta de cuando se normalizaran los inventarios de la OPEC+. Verano de 2022. Llenad los depósitos antes y si compráis un Tesla verificad con qué mix se genera la electricidad con la que se carga la batería.

El exceso de inventarios de OPEC+ desaparecerá a mediados del 2022.



**Marcos Hernández
Carlos Jarillo
Urs Marti
SIA Team**

Octubre 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 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
Alpenblickstrasse 25
CH-8853 Lachen
Suiza

Depositorio:

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