

# Newsletter

Marzo 2022

- *Resumen de nuestros fondos* 2
- *El inversor a largo plazo es prácticamente inmune a guerras, pandemias, recesiones...* 2
- *Dos cisnes negros en 3 años (pandemia global y guerra en Europa)* 3
- *El Covid-19 está en las últimas. China está gestionando Omicron* 4
- *La inflación y los tipos de interés suben a medida que se va cerrando el "output gap"* 5
- *A 31/03/2021, el Classic se situó en EUR 547 p.a., +11% en el año* 6
- *Caso de inversión del trimestre: Buzzi Unicem* 7
- *LTIF Natural Resources. Buen comienzo de 2022 y un ciclo muy largo por delante* 9
- *La invasión está haciendo evidente el problema de oferta en materias primas* 10
- *Cobre y Níquel muy por encima de niveles de incentivo (25% del LTIF NR)* 12
- *Los tres ciclos de las materias primas* 14
- *Caso de Inversión. Atalaya Mining. Visita a la mina: Riotinto Cerro Colorado* 20
- *Appendix* 23

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

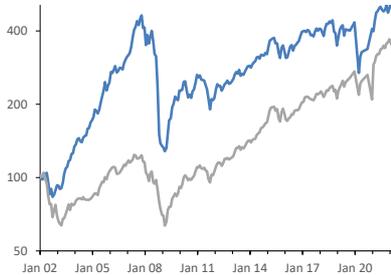
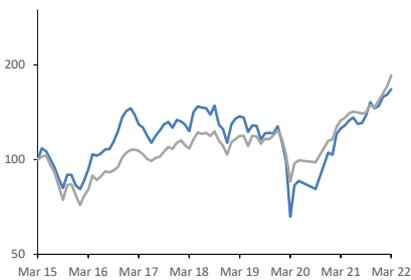


Figure 2: LTIF Natural Resources EUR vs. S&P Global Nat. Res. Net TR Index EUR



*“The one thing you can be quite sure of is if we went into some very major war, the value of money would go down — that’s happened in virtually every war that I’m aware of. The last thing you’d want to do is hold money during a war... Investors would frankly be a lot better owning productive assets over the next 50 years”.*

Warren Buffet

### Resumen de nuestros fondos

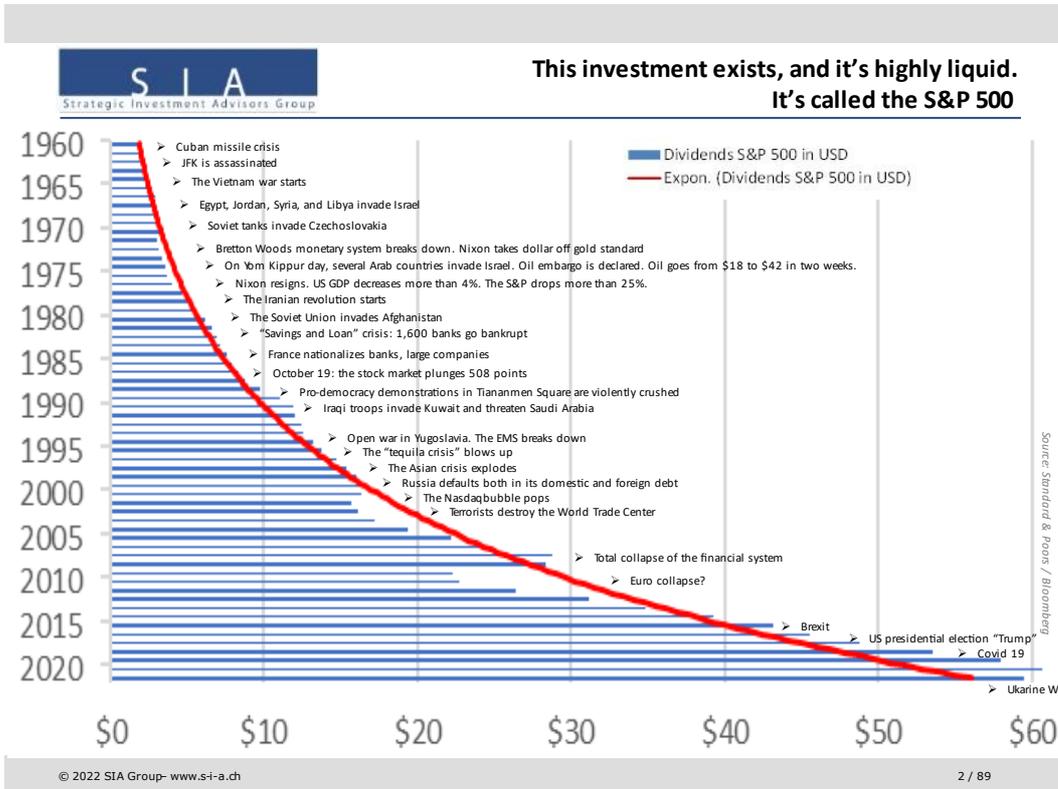
Table 1: Net Asset Value - Net assets under management of our funds

March 31, 2022	NAV	Δ 3m	Δ 12m	Annualized return (s.i.)	AUM (in mio)
LTIF Classic [EUR]	546.93	10.7%	15.1%	8.8%	83
LTIF Natural Resources [EUR]	138.67	13.2%	33.4%	1.9%	78

Source: SIA Group

### El inversor a largo plazo es prácticamente inmune a guerras, pandemias, recesiones...

Una buena parte del mercado financiero no es plenamente consciente de la **bondad de la inversión en Bolsa a largo plazo, que como podemos ver en el gráfico siguiente, es prácticamente inmune a cualquier evento negativo**. Podemos observar como a lo largo de 70 años se han producido multitud de eventos macroeconómicos o geopolíticos pero la Bolsa ha seguido pagando dividendos crecientes casi sin perturbarse. La pandemia del Covid19, que aún sigue coleando, y la invasión de Ucrania, son los últimos eventos que han producido una fuerte incertidumbre en los mercados.



Durante estas épocas de fuerte incertidumbre se hace muy duro digerir las noticias negativas, la volatilidad de los mercados y el “*consenso extrapolador*”, pero no hay dejarse llevar por el miedo, el corto plazo, y la negatividad que nos inunda. **Al final, invertir en empresas de calidad a descuento es una estrategia que a largo plazo va a dar sus frutos.**

Como comenta Warren Buffett, siempre una referencia para SIA Funds, en un contexto de guerra, la mejor estrategia de cara a los próximos 50 años no es estar en cash sino estar invertido en activos productivos. Nos atrevemos a decir que esto es cierto no sólo en caso de guerra sino en casi cualquier contexto geopolítico. En SIA intentamos añadir un sesgo de calidad y otro de descuento que hacen el futuro a largo plazo algo mejor.

El Classic (+14% ytd) y el Natural Resources (+17% ytd) han empezado bien un año en el que los 4 jinetes del apocalipsis (guerra, muerte, hambre y conquista) parecen acelerar su paso.

### Dos cisnes negros en 3 años (pandemia global y guerra en Europa)

Empezamos a pensar que todos los eventos que estamos viviendo son *business as usual* dado que no hemos terminado aún con la pandemia mundial que nos azota desde 2019/20 y nos metemos en una guerra en pleno corazón de Europa. Tampoco es el caso, después de la tormenta(s) suele venir la calma.

Lamentamos profundamente la pérdida de vidas humanas (**muerte**) y el horror y desastre que conlleva la **guerra** y desde esta humilde tribuna manifestamos nuestra opinión en contra de cualquier guerra. Ya tenemos bastantes problemas con temas como el cambio climático o la alimentación de la población mundial (**hambre**) como para meternos en **conflictos geopolíticos (conquista)**. Los 4 jinetes.

No somos asesores geopolíticos ni militares, pero el escenario base es de una guerra de corta duración y algún acuerdo de mínimos. Tampoco vamos a desarrollar más lo que pensamos que va a pasar dado que

es irrelevante, pero vamos a destacar dos cambios estructurales de tipo económico que posiblemente sean de larga duración

- 1) **Reposicionamiento estratégico de muchos países y empresas respecto a su dependencia de países como Rusia y China**, digamos de países no-democráticos
- 2) **Reposicionamiento de la estrategia energética mundial**, sobre todo de Europa, pero con implicaciones globales. Esto va a tener serias implicaciones en la transición energética.

Estos dos cambios de carácter estructural van a definir muchas de las decisiones económico-empresariales de los próximos años y quizás, desde un punto de vista de la inversión, generará inercia en muchos temas, que quizás, como inversores, podamos aprovechar. Para empezar en los siguientes:

1. Incremento del gasto en **defensa**
2. Movimiento tectónico en **energía** con multitud de impactos que describimos más adelante
3. Reorganización de las **cadena de suministro** con menor exposición a países no-democráticos
4. Menor **inversión** en países de riesgo
5. Mayor **cautela financiera** (monedas, pagos, reservas, inversiones ....)

**Estos cambios serán cambios lentos, graduales, de largo plazo que hay que ir teniendo en cuenta en la gestión de nuestras inversiones**, lo que hemos empezado ya a considerar e iremos implementando gradualmente.

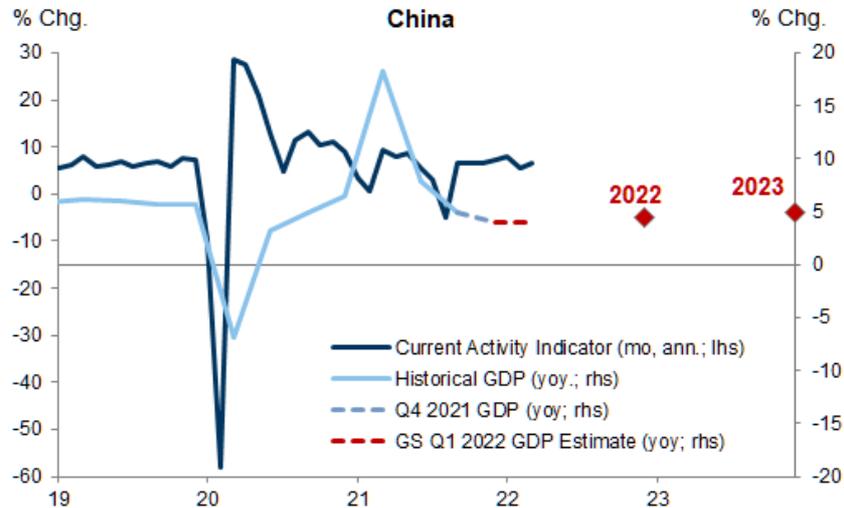
Desde un punto de vista fundamental, **la exposición del Classic al impacto de la invasión rusa es muy marginal**: no tenemos ninguna empresa rusa y la exposición de los ingresos del fondo a Rusia es muy bajo: destacan ING (<5% del *loan book*, con una cobertura superior al 50%), BuzziUnicem (<9% de los ingresos), HeidelbergCement (<4% de los ingresos), MetsoOutotec (<10% de los ingresos). En nuestra opinión las 4 empresas son extremadamente sólidas y el impacto será muy marginal.

#### **El Covid-19 está en las últimas. China está gestionando Omicron**

Nos hemos olvidado un poco del Covid19 debido a la guerra, pero **el virus sigue circulando por la mayoría de los países**. Como comentamos en la última *newsletter*, parece que Omicron y la variante Ba2 tiene un efecto suave en las personas excepto aquellas con enfermedades o de edad avanzada.

El problema se ha trasladado a China que con su política de virus cero está teniendo más dificultades para controlar Omicron que el resto del mundo y recientemente estamos asistiendo a cierres temporales de grandes ciudades o áreas geográficas.

Nuestro escenario base es optimista ya que China está reforzando la economía de forma a compensar los cierres temporales y el *slowdown* económico previsto mediante importantes medidas: 1) política monetaria muy acomodaticia 2) políticas de reactivación de la vivienda 3) aceleración industrial (industria, metales) 4) infraestructuras 5) energía y cambio climático... entre otras y **entendemos que si no consiguen el objetivo del PIB del 5.5% no se quedarán muy lejos**.



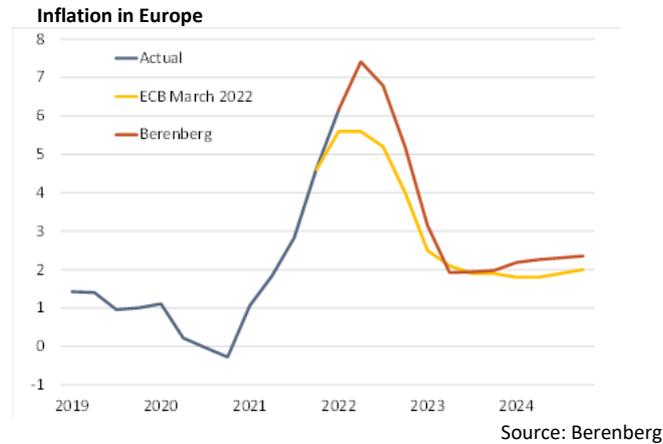
Por tanto, a pesar de los rebotes en China y a pesar del riesgo de que aparezca una variante más perjudicial, **mantenemos nuestra opinión de que la pandemia está quedando atrás y el mundo se dirige hacia una recuperación económica importante, que se suavizará algo por el impacto de la invasión rusa.**

Nuestras cifras apuntan a un crecimiento del PIB del orden del 3% en EE.UU., del 2,5% en Europa y del 5% en China, con un crecimiento del PIB mundial de alrededor del 3% en 2022, todavía por encima de la tendencia. Estas cifras se olvidan fácilmente entre todos los comentarios negativos sobre la guerra, la desaceleración china y la inflación, pero lo cierto es que el crecimiento del PIB está por encima de la tendencia en la mayoría de los países.

#### La inflación y los tipos de interés suben a medida que se va cerrando el “output gap”

Intentando centrarnos en el medio y largo plazo vamos a asumir que nuestras hipótesis son ciertas: la guerra termina en mayo y China puede gestionar Omicron sin demasiado perjuicio económico. En este contexto quedan dos temas, muy interconectados, que son **inflación y tipos de interés. A pesar del ruido, no es nada nuevo en nuestra opinión, ya que ambos son desafíos que suelen aparecer en la parte del ciclo económico en la que nos situamos.**

Como estamos viendo la inflación se ha disparado a principio de 2022 y seguirá muy alta unos cuantos meses. El impacto de la guerra en energía y alimentos se está notando y tardaremos un tiempo en gestionarlo, pero dejando de lado 2022, creemos que la inflación será más suave en 2023. La inflación americana posiblemente se sitúe en 3-4% en 2023 y la europea más bien en el 2-3%, niveles que son gestionables. Nos preocupa más EE. UU. y UK donde el output gap es más estrecho, pero entendemos que la FED y el BoE irán gestionando la política monetaria de forma a controlar la espiral inflacionista actual.



**Dicho esto, nuestros dos fondos, Classic y Natural Resources, por construcción ofrecen una buena protección ante una inflación más alta,** que aparece normalmente en épocas de mayor crecimiento económico. En el Classic invertimos en empresas de calidad, con fuerte posicionamiento estratégico, que tienen más *pricing power* y más márgenes con lo que se defienden perfectamente de la inflación. Las materias primas, con un peso importante en ambos fondos, tienen una fuerte correlación histórica con inflación alta y los fundamentales actuales (déficit de oferta y transición energética) cuadran perfectamente con esta.

**Por lo tanto, pensamos que vamos a volver a nuestro escenario inicial de 2022: recuperación económica con cierta inflación en la última parte del ciclo alcista que empezó en 2009.** En este contexto seguimos convencidos de que es tiempo de *value* y de *commodities*, factores que actualmente centran nuestras inversiones.

**A 31/03/2021, el Classic se situó en EUR 547 p.a., +11% en el año**

**El LTIF Classic ha empezado bien 2022, con un +11% ytd., por encima de los principales índices bursátiles.** Eso está bien pero no significa demasiado dado que la evolución de un fondo de inversión en empresas cotizadas solo puede mirarse a largo plazo; por encima de 10 años en nuestra opinión. A pesar de ello estamos encantados de empezar 2022 con fuerza.

¿Por qué el Classic está funcionando bien? Nada muy nuevo, tenemos empresas de calidad a precios muy bajos que están reconociendo su valía (salmones o aeroespacial/defensa, por ejemplo) y tenemos una fuerte exposición a energía y materias primas que han más que compensado las caídas provocadas por la invasión rusa. En este contexto, el Classic ha dado un paso firme hacia el objetivo de 2022 de EUR 575 por acción (+16%) que mantenemos. Por el momento.

Los sectores que se han comportado bien en el T122 han sido energía (+40%), minas (+25%), salmoneras (+30%) y aeroespacial/defensa (+25%) y los sectores que se han comportado peor, consecuencia de la invasión, han sido industriales (-10%), consumo discrecional (-6%), financieras (-12%) y cemento (-7%).

Destacamos 4 empresas que se han revalorizado cerca de un 50% (Thales, aeroespacial, FirstQuantum cobre, Hess Corporation, petróleo, y GriegSeafood, salmonera) y 4 empresas que han bajado bastante: Pandora (-20%), ING (-20%), MetsoOutotec (-16%) y ASML (-11%).

En el LTIF Classic **no hemos identificado ninguna empresa con problemas estructurales e intentamos hacer *average down* cada vez que tenemos la oportunidad;** eso a pesar del famoso dicho de que el cementerio está lleno de "*gestores-average down*".

### La TIR actual de Classic es del 14%. Valor intrínseco: 815 euros p.a.

El LTIF Classic cotiza actualmente con una TIR esperada a la inversión del 14% y un valor intrínseco a medio plazo de EUR 815 por acción. La TIR actual no está muy lejos de TIR media histórica (14-15%) que fluctúa en máximos de 12% y mínimos del 17%, con lo que el fondo no está ni muy caro ni muy barato.

Mirando a largo plazo, no vemos razón alguna para que el Classic no consiga hacer un 9-10% anual como lo ha hecho durante 20 años. Sentimos repetir esto, pero es importante porque evidencia la **magia del interés compuesto: 10% anual implica doblar la inversión cada 7 años** con lo que de cara a fin de década nuestras acciones deberían superar EUR 1.000 por acción. Como hemos comentado multitud de veces anteriormente, **el largo plazo, gracias al interés compuesto, es el mejor amigo del inversor**, aunque nos estamos dando cuenta cada vez más de alguno de sus efectos más negativos, como pueden ser la pérdida de pelo y de algún que otro atributo de juventud. Nos conformaremos con unos buenos ahorros para compensar el paso del tiempo.

### El LTIF Classic. Preservación del capital y retorno decente

Diez empresas, todas de calidad y a precios más que razonables, constituyen el 50% del Classic. A través de estas 10 empresas podemos apreciar 4 de las características que buscamos en nuestras inversiones: **buenos negocios, buenos gestores, balances saneados y valoraciones atractivas.**

En estas 10 empresas también se pueden apreciar dos características más: la fuerte diversificación de negocio del fondo (negocios de energía, aeroespacial, defensa, plasma, salmón, limpieza, cemento, banca y catering), y el único factor de concentración en el Classic: la energía/petróleo que ha sido un 15-20% del fondo en los últimos trimestres.

#### LTIF Classic Top10 Holdings

Cenovus Energy Inc.	6,6%
Thales SA	6,2%
Grifols SA	5,7%
Grieg Seafood ASA	5,4%
Suncor Energy Inc.	4,4%
ISS A/S	4,1%
Heidelberg Cement AG	4,1%
Harbour Energy plc	4,1%
ING Groep NV	4,0%
Compass Group plc	3,9%
<b>TOTAL</b>	<b>48,9%</b>

### Caso de inversión del trimestre: Buzzi Unicem

Hemos elegido Buzzi Unicem como caso de inversión del trimestre porque es un buen ejemplo del value existente en muchas de nuestras inversiones.

**Buzzi Unicem es una empresa de origen italiano fundada en 1907 por la familia Buzzi, familia que sigue siendo el accionista principal y gestionando la empresa.** Desde un punto de vista histórico Buzzi Unicem no es una excepción, porque a lo largo de las décadas ha seguido una estrategia de fusiones y

adquisiciones entre las que destacan la fusión Buzzi-Unicem y las compras de la alemana Dyckerhoff, a la vez que la expansión en EE. UU., Brasil (Companhia Nacional de Cimento) y México (Corporación Moctezuma).

**Actualmente Buzzi tiene presencia en 14 países con más de 10,000 empleados y cerca de 60 millones de toneladas de capacidad de producción.** Los principales países son EE. UU, Italia, Alemania, México y Brasil, aunque en estas dos últimas la participación es del 50%.

Buzzi Unicem también tiene activos en Rusia (4 millones de toneladas) y en Ucrania (3 millones de toneladas) y recientemente la empresa ha estimado que sus beneficios en Rusia caerán un 50% y que Ucrania se irá directamente a pérdidas. La guerra ha hecho que el equipo gestor estime una caída de entorno al 10% del EBITDA de 2021 (800 millones de euros) hasta unos 725 millones de euros en 2022.

La acción ha caído un 10% en 2022 debido a la invasión, como casi siempre muy en línea con la bajada de estimaciones, pero en ningún caso pensamos que la empresa vaya a valer un 10% menos de lo que valía en enero. Si asumimos que la empresa es capaz de volver a cierta normalidad en 2023, es relativamente sencillo asumir que volvemos a 800 millones de euros de EBITDA. Sin ir mucho más allá para no complicar las cosas aplicamos la media de EV/EBITDA de los últimos 10 años (8x, fuente Bloomberg) y obtenemos 6,400 millones de EV. Sin añadir la caja neta de diciembre (236 millones de euros) ni ajustar deuda y EV por minoritarios para no complicar mucho los cálculos, **obtenemos un valor por acción de 33 euros por acción cuando la cotización actual es de 17 euros.**

Nuestra experiencia en el sector es que a lo largo de años las cementeras cotizan en un rango entre 4 y 8x EBITDA, con una media de 6x. **En estos niveles nos moveríamos entre mínimos de 17 euros, máximos de 34 euros y un valor intrínseco de unos 25 euros.**

También estimamos que la generación de flujo de caja libre puede llegar a unos 350 millones de euros anuales en término medio para los próximos 2-3 años lo que implica **un free cash flow yield del 11%** frente a la media de los últimos 10 años del 6%.

#### ¿Que nos gusta de Buzzi Unicem?

1. El cemento es un buen negocio, multi-local, oligopolístico, con fuerte generación de caja
2. Buen equipo gestor, centrado en el largo plazo y alineado con los accionistas
3. Buenos márgenes (EBITDA consolidado del 23%) y retornos del grupo (ROCE del 11% en 2021) para un grupo bien diversificado geográficamente
4. 60% del EBITDA se genera en EE. UU. donde crecimiento, márgenes y retornos son altos, y 25% es Europa Central donde el negocio también es de alta calidad
5. Buen balance de situación con posición de caja neta de 260 millones a diciembre de 2021
6. Esfuerzo en reducción de emisiones y ESG no lejano a los líderes mundiales
7. Valoración: 0.65x precio/valor en libros frente a un RoE del 13.6% en 2021

#### ¿Que nos preocupa?

1. El cemento es un sector cíclico y estamos en la segunda parte del ciclo alcista que empezó en 2009.
2. Buzzi es una empresa cíclica, dependiente en particular del ciclo americano
3. Impacto en márgenes e inversiones de las emisiones de Co2, aunque entendemos que se irán trasladando a precios
4. El equipo gestor podría decidir hacer adquisiciones en vez de repartir el flujo de caja libre entre los accionistas, con el consiguiente aumento del riesgo

**Tenemos posiciones en el Classic y el Natural Resources con un Valor Intrínseco de EUR 30 por acción y una TIR esperada del 17%.**

**LTIF Natural Resources. Buen comienzo de 2022 y un ciclo muy largo por delante**

El fondo LTIF NR cerró el año 2021 con un +41% y ha terminado el primer trimestre del 2022 con un +15% hasta 140 euros por acción. Una evolución muy positiva que se ha visto exacerbada por la invasión rusa de Ucrania y sus consecuencias sobre la energía y las materias primas, a pesar de que hemos valorado en cero nuestras inversiones en 3 empresas rusas.

**Nunca creímos que Rusia invadiría Ucrania**

**Estamos decepcionados por haber mantenido una exposición demasiado alta a acciones rusas (de entorno al 6-7% del fondo en los últimos años, entorno al 5-6% ajustado por dividendos)** a través de 3 empresas: Gazprom, Surgutneftegas y Norilsk Nickel en las que hemos tenido pesos de entre un 1% y un 3%. Cierto es que en los últimos años habíamos discutido muchas veces el peso y el riesgo de las inversiones en empresas rusas, creyendo que estaba más o menos controlado, pero a posteriori, es evidente que el riesgo era demasiado elevado.

**En el NAV de cierre de marzo, de forma conservadora, hemos valorado estas acciones a cero** (las cotizaciones en el mercado de Londres siguen suspendidas) lo que grosso modo nos ha restado unos 7 puntos de la performance en el primer trimestre. Es decir que el fondo debería haber estado en +22% ytd. de no haber existido el conflicto, aunque nos imaginamos que las materias primas no habrían subido tanto tampoco.

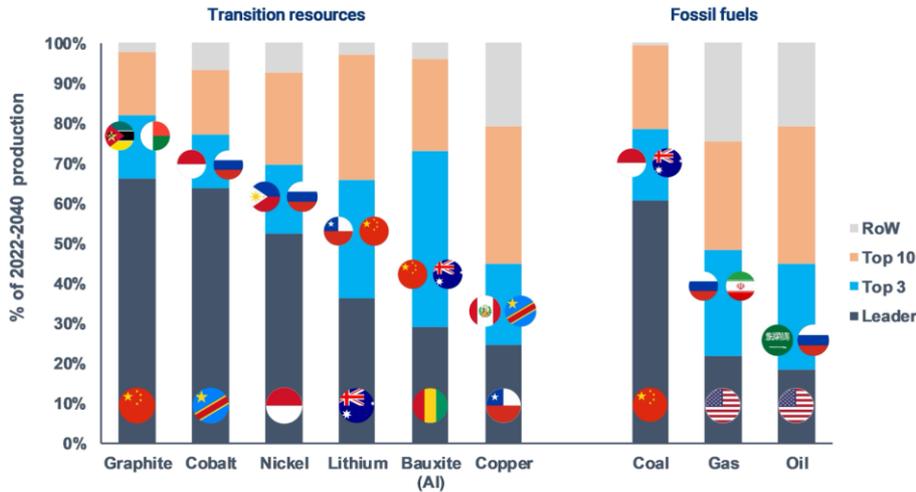
**Existe la posibilidad de que podamos recuperar parte de la pérdida asumida en el NAV, una vez que se solucione el conflicto**, sobre todo porque las 3 empresas cotizan en el mercado ruso con caídas del entorno del 40-50% desde el inicio de la invasión. Esto añadiría unos 3-4 pp al NAV, pero hoy por hoy la visibilidad es demasiado baja como para contar con ello.

**Entendemos que hemos cometido un error** ya que entendíamos los riesgos de invertir en Rusia, pero quizás debimos profundizar más tras la anexión de Crimea en 2014 y haber reducido la exposición. Este tema fue muy discutido durante los últimos 3-4 años en nuestro comité de inversiones, ya que teníamos reciente la mala experiencia de la crisis rusa de 1998, dónde viejos amigos del mundo de la inversión perdieron una buena parte de sus ahorros.

**Fundamentalmente hemos decidido vender todas las acciones de Rusia.** La decisión de vender es estructural, pero la ejecutaremos lo mejor que podamos cuando los mercados vuelvan a abrir, si este es el caso.

**¿Podíamos haberlo hecho mejor?** Posiblemente sí, reduciendo la exposición a Rusia por debajo de un 5% para evitar riesgos innecesarios, aunque en nuestra defensa podemos mencionar que el mundo de las materias primas tiene un riesgo geopolítico extra, porque las reservas, en la mayoría de los casos, están en países no-democráticos (Rusia, Congo, Zambia, Arabia Saudí ...) o de riesgo alto (Brasil, Perú, Chile, Mongolia, Indonesia etc...). Aplicando nuestra máxima de preservar capital y retorno decente, siempre intentamos controlar este tipo de riesgo, aunque a veces surgen imprevistos como la invasión de Ucrania.

Geographic concentration of natural resources [1]



Source: Wood Mackenzie: transition resources = Q4 2021 outlook reports (mine production); fossil fuels = Lens, coal supply tool

**La invasión está haciendo evidente el problema de oferta en materias primas**

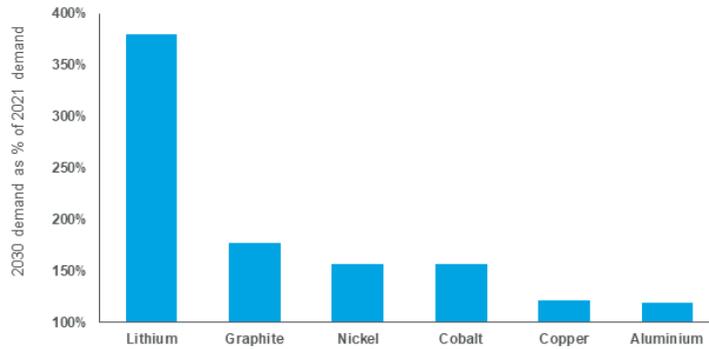
La invasión rusa de Ucrania y la consiguiente guerra están también teniendo un impacto económico muy relevante a la vez que evidenciando el grave problema global que hay en las materias primas.

En lado de los combustibles fósiles, el ya existente déficit estructural de petróleo, gas y carbón debido a la reducción de las inversiones (ESG y disciplina) se ve agravado ahora por el bloqueo (temporal, estructural, ya veremos) de los combustibles fósiles rusos (el 11% de la producción mundial de petróleo y el 16% del gas según nuestras cifras) cuyos flujos están siendo afectados por las sanciones y en los que debemos esperar caídas en las inversiones a medio y largo plazo.

Algo parecido sucede con los metales, ya que Rusia y en menor medida Ucrania son actores importantes en la producción de cobre, níquel, aluminio y metales preciosos, sobre todo. También en acero y otros metales, con una participación de entre el 5 y el 10% de la producción mundial.

Así que vamos a tener problemas de corto plazo (sanciones, logística, transición de mercados) y problemas de largo plazo (menos inversión estructural) en uno de los mayores productores de combustibles fósiles y metales del mundo. En el caso de las materias primas verdes (níquel, cobre, cobalto y aluminio), que se sitúan en la base de la transición energética, ya teníamos un problema de déficit debido al fuerte crecimiento de la demanda.

**Incremento de demanda de los metales verdes 2021-30**



Source: Wood Mackenzie Q4 2021 outlook reports; based on our energy transition outlook scenario (+2.5-2.7°C in 2050)

Teníamos un solapamiento de dos ciclos de medio/largo plazo: 1) **ciclo habitual boom/bust de las materias primas** (que empezaba en 2021) exacerbado por 2) la **transición energética, con un fuerte impacto en la demanda de energías renovables, y nuclear.**

Pues bien, a esto hay que añadirle 3) la **necesidad urgente de reducir la exposición a uno de los mayores productores mundiales de materias primas, la guinda del pastel.**

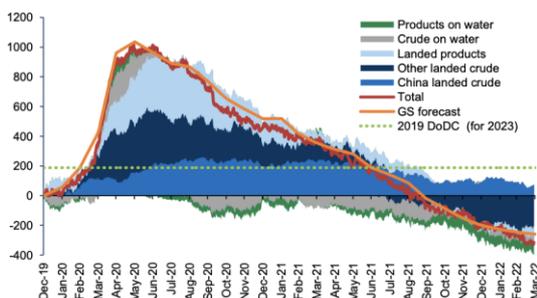
**Brent por encima de 100 \$ bbl (45% del LTIF NR invertido en energía, petróleo y gas)**

La invasión rusa de Ucrania ha venido a complicar mucho el problema de déficit estructural de petróleo que veníamos anticipando. **Por un lado tenemos el impacto de las sanciones a Rusia que está “bloqueando” entre 1m b/d y 2m b/d de las exportaciones rusas de crudo y por otro está la previsible reducción de las inversiones en proyectos de energía y petróleo rusos a medio y largo plazo.** Esto es muy importante dado que Rusia produce cerca del 11% del petróleo y 16% del gas a nivel global.

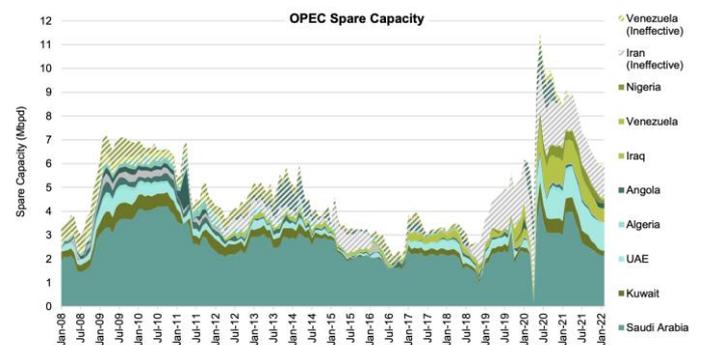
A 1 año vista creemos que el mercado del petróleo no cambia demasiado: las *pérdidas* de las exportaciones rusas se van a compensar con la liberación de reservas estratégicas (sobre todo de Estados Unidos, pero también otros países desarrollados), el gradual incremento de la producción de OPEC + (400,000 b/d mensual) y el posible acuerdo con Irán que liberará entorno a 1-1.5m b/d.

**El problema estructural es más 2023 y siguientes años en los que entraremos con unas reservas de capacidad en mínimos (menos del 2% de la producción mundial), junto a la falta de nueva oferta derivado de las bajas inversiones desde 2013.**

Global high frequency inventory tracking vs Dec-19 vs implied by GS supply-demand balances (mb)



Source: Kpler, IEA, JODI, EIA, PAJ, PJK ARA, Oilchem, Fujairah, IE Singapore, Goldman Sachs Global Investment Research



Source: IEA, Bernstein analysis

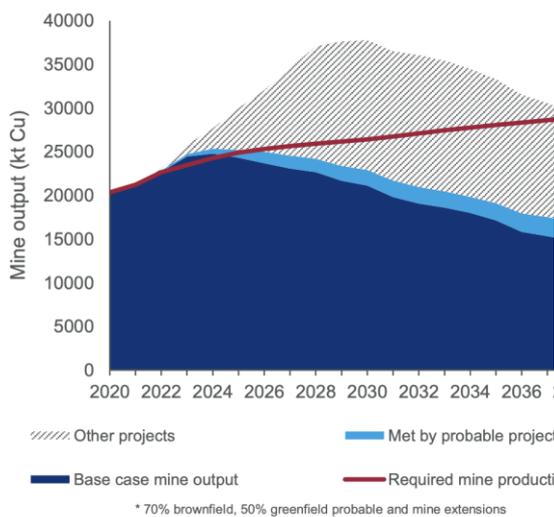
**Se confirma pues nuestra expectativa de un súper-ciclo en petróleo** (y también la mayoría de las materias primas) evidenciado por la invasión de Ucrania que mucho nos tememos mantendrá los precios en niveles superiores a 100\$ por bbl. los próximos años con subidas espectaculares cada vez que haya un problema en el lado de la oferta.

**Cobre y Níquel muy por encima de niveles de incentivo (25% del LTIF NR)**

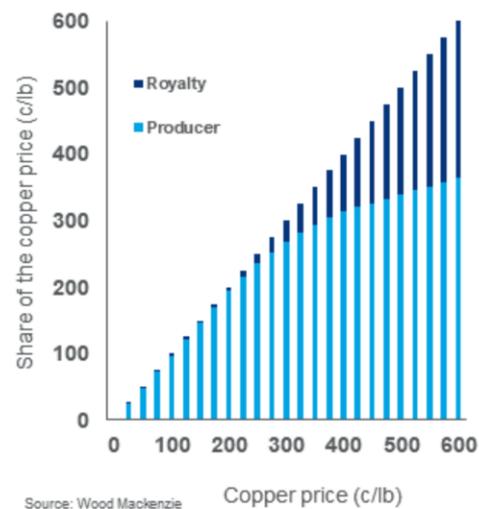
Los precios de cobre y níquel están disparados en los mercados, cotizando muy por encima de los precios de incentivo. Mantenemos nuestras inversiones en ambas materias primas, que suman entorno al 25% del fondo, a pesar de las fuertes revalorizaciones del sector en 2021 y 2022, dado que pensamos que el ciclo no acaba más que comenzar.

Como hemos comentado anteriormente tenemos 2 ciclos de largo plazo en conjunción: el ciclo de materias primas normal “boom-bust” que suele durar una década y la transición energética que va a acelerar la demanda de los metales verdes. a niveles insospechados. A estos dos ciclos le sumamos ahora lo que vamos a denominar el *efecto ruso*, que tendrá implicaciones graves en el lado de la oferta de muchas materias primas.

Global copper production and primary demand

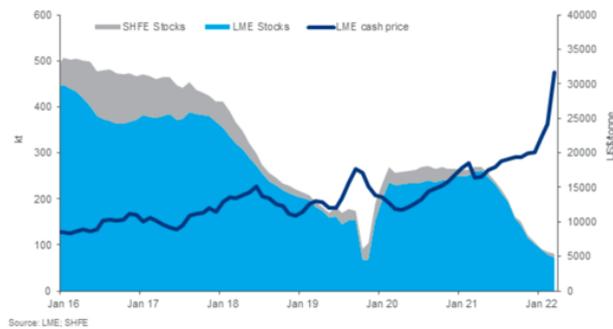


Share of copper price under proposed royalty terms

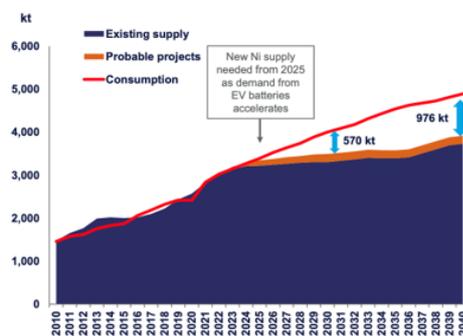


Source: Wood Mackenzie

LME and SHFE nickel stocks, and nickel prices



Nickel Market Balance<sup>1</sup>



1. Source: Wood Mackenzie Nickel Cost & Market Service Q4 2021 (Paydirt Conference)

**Los precios del salmón siguen subiendo (10% del LTIF NR)**

Las empresas salmoneras han empezado muy bien el año con fuertes revalorizaciones en Bolsa siguiendo los precios del salmón, que se han situado en 80NOK por kg. y subiendo.

Esto no es una sorpresa porque la oferta está muy restringida (no crece ni en Noruega ni en Chile, los principales países productores del mundo con un 75% del total) y la demanda sigue recuperando tras la pandemia; y eso que *HoReCa* aún no ha vuelto aún a la normalidad.

No sólo vemos problemas de oferta en el corto plazo sino en años venideros con lo que esperamos precios altos y muy buenos resultados de las salmoneras en los próximos ejercicios lo que culminará el cambio de régimen y re-rating del sector.

Queremos destacar un factor interesante al sector: ¿alguien se atreve a hacer el calculo del impacto de los precios de la electricidad y energía (y de la inflación en la inversión) en las piscifactorías *on-shore*? Los precios del producto final deben ser mucho más altos que los actuales, eso es seguro, y entendemos que el riesgo de oferta en cantidad de este subsector se reduce mucho.

**Las infraestructuras (10% del LTIF NR) acaban de empezar ciclo**

**Las infraestructuras son un segmento en que vemos un futuro muy prometedor** tras unas inversiones reducidas en los últimas décadas y el impacto de la transición energética. Ambos van a provocar un nuevo ciclo de inversión en infraestructuras que empieza a atisbarse. Los ciclos de infraestructuras son por definición ciclos de largo plazo.

Además, hay cierto solapamiento con el ciclo de las materias primas ya que éstas hay que extraerlas, procesarlas y transportarlas con lo que necesitan una red de infraestructuras operativas y estables: una mina sin infraestructuras (tren, carretera, generación eléctrica, puerto...) no tiene ningún valor. Obviamente la transición energética requerirá fuertes inversiones en infraestructuras de todo tipo.

**En este momento tenemos tres ejes de inversión dentro de las infraestructuras: cemento (5%), cables eléctricos (3%) y equipamiento minero (2%),** e intentaremos ir reforzando las inversiones a medida que encontremos nuevas empresas interesantes o las nuestras bajen de precio.

En lo que va de año el cemento y los equipos de minería lo han hecho mal con caídas del 10% sobre todo por la exposición a Rusia (entre un 5 y un 10% para Heidelberg Cement, Buzzi Unicem y MetsoOutotec) pero entendemos que las tres serán fuente revalorización a un futuro no muy lejano.

### Los tres ciclos de las materias primas

Las materias primas industriales (petróleo, gas natural, carbón, metales básicos...) muestran precios muy volátiles tanto a largo plazo (digamos, cinco años) como a corto plazo. En los últimos años hemos visto cómo el precio del petróleo ha pasado de 120 dólares por barril a menos de 20 dólares, para dispararse a 80 dólares, luego a 130 dólares y después a 90 dólares, los tres últimos precios alcanzados en dos semanas. Al mismo tiempo, hemos visto el precio del níquel pasar de 10.000 \$/tn a 48.000 \$; el carbón, de 50 \$/tn a 400 \$, y, por supuesto, el gas natural para entrega en Europa (TTF), de 37 € a 225 €, luego a 98 €, y después a 120 € de nuevo. Y todos esos cambios en unos pocos meses.

No es de extrañar, pues, que muchos inversores (¿la mayoría?) consideren que el sector no es invertible, poco mejor que un casino. Sin embargo, creemos que los precios de las materias primas se encuentran entre los más predecibles de los mercados financieros, con algunas salvedades. En los próximos párrafos explicaremos por qué.

#### 1. El ciclo de la inversión

La mejor manera de entender los movimientos de precios de una determinada mercancía es visualizarla como el resultado de tres ciclos simultáneos, completamente independientes entre sí, que simplemente "se suman" para determinar el precio final.

El primer ciclo está determinado por la inversión. A grandes rasgos, consiste en lo siguiente: en un momento dado, hay un exceso de capacidad en la industria. Como tanto la oferta como la demanda son bastante fijas (se denominan inelásticas, es decir, no reaccionan demasiado a las variaciones de precios) los precios bajan mucho. Nadie va a comprar cobre, a cualquier precio, si no lo necesita. Así que las empresas siguen produciendo incluso con pérdidas, ya que es mejor perder algo de dinero que perder mucho dinero cerrando por completo. El precio sigue bajando hasta que algunas empresas no pueden cubrir sus costes reales debido a los bajos precios: en ese caso final es mejor cerrar la mina. Las que tienen los costes más altos cierran primero, y la oferta y la demanda empiezan a equilibrarse de nuevo. Desde un punto de vista contable (es decir, incluyendo los costes totales) casi todo el mundo pierde dinero, y la industria entra en crisis, con quiebras, reestructuraciones de deuda, etc. Pero hay dos mecanismos inevitables que, lentamente, corrigen esta situación: el agotamiento de las reservas y el crecimiento económico.

"Agotamiento" significa simplemente que las minas acaban por agotarse: la cantidad de mineral presente incluso en las mejores minas no es ilimitada. Con el tiempo, se agota. Se trata, por supuesto, de un fenómeno continuo: siempre hay minas que cierran en alguna parte. Supone, aproximadamente, un 5% de la producción anual. Es decir, si dejáramos de invertir en nuevas minas, la oferta disminuiría rápidamente, ya que las minas más antiguas empiezan a agotarse. Pero esto es exactamente lo que ocurre cuando las empresas están en un ciclo de "pérdida de dinero": nadie invierte en nuevas minas. Como las nuevas minas tardan mucho en desarrollarse, los proyectos en curso siguen saliendo al mercado, incluso cuando el precio es bajo, porque ya se habían puesto en marcha. Esto significa que el exceso de oferta persiste durante años. Pero, finalmente, no hay más proyectos en marcha y la industria sigue cerrando las minas más antiguas y agotadas.

El segundo mecanismo que acaba por equilibrar el mercado es el crecimiento de la economía mundial, que garantiza un aumento constante de la demanda de materias primas industriales. A pesar de todos los titulares que se leen, este crecimiento es constante, entre el 2% y el 5% anual, con muy pocas excepciones. Este aumento de la demanda inducido por el crecimiento económico, junto con el mecanismo de agotamiento, garantiza que, antes o después (normalmente, después, esto lleva tiempo), la oferta y la demanda se equilibren.

Pero recordemos que, durante los años malos, nadie ha invertido en nuevas minas, por lo que ahora no hay nuevas minas en proyecto. Y tanto el agotamiento como el crecimiento económico continúan inexorablemente. Esto significa que, tras unos "trimestres mágicos" de equilibrio, el mercado vuelve a desajustarse, esta vez porque hay muy poca oferta.

Al igual que en la etapa anterior, el precio se mueve mucho porque la demanda también es inelástica cuando los precios suben: una empresa que fabrica electrodomésticos va a comprar cobre literalmente a cualquier precio o va a cerrar el negocio. Así que los precios empiezan a subir.

Con el aumento de los precios, el interés por la industria (que probablemente se había dado por muerta) revive y, tras uno o dos años de vacilación, las empresas empiezan a invertir parte de los enormes flujos de caja que ahora se generan en nuevos proyectos. Pero éstos tardan muchos años en terminarse, por lo que la situación de escasez dura mucho tiempo. Al final, todos los nuevos proyectos entran en producción y hay un exceso de oferta, y el ciclo se reinicia.

¿Cuánto dura este ciclo? Viene determinado por algunas variables: la rapidez del agotamiento (cuanto más rápido sea, más corto será el ciclo), la rapidez con la que reaccionan las empresas y, sobre todo, el tiempo que se tarda en añadir capacidad. Esto varía según la materia prima e incluso según el proyecto concreto, pero va de 5 a 15 años. El resultado neto es que los ciclos duran unos veinte años de pico a pico. El último ciclo en los metales fue de 2002 (bajo) a 2011 (pico) a 2019 (bajo). En el petróleo fue de 2002 a 2014 a 2019.

Este ciclo es inmutable: ninguna recesión (2008), pandemia (2020), guerra (2022) lo altera. Si no hay petróleo, no hay petróleo; y si hay demasiado, su precio puede ir a cero o incluso negativo. Y la cantidad está determinada por los 10 años anteriores de inversión, por lo que no hay nada que pueda hacerse a corto plazo, por mucho que esto sea difícil de aceptar para los políticos. Este ciclo es relativamente fácil de analizar y predecir: para la mayoría de las materias primas, se conoce bien la capacidad productiva total, la demanda total y la cartera de nuevos proyectos, por lo que no es difícil saber si va a haber mucha o poca oferta en los próximos 2 a 5 años. En SIA mantenemos una base de datos con todos los proyectos relevantes de petróleo, cobre y níquel, por ejemplo.

## 2. El ciclo económico

Si el mundo fuera un lugar muy estable, eso sería todo. Pero, por supuesto, no lo es: cuando no estamos en recesión nos estamos recalentando, o entrando en guerra, o siendo golpeados por pandemias, tsunamis, revoluciones, etc. Aunque hemos dicho que la economía mundial crece regularmente, esa regularidad no está exenta de variaciones trimestrales o anuales. Estas crean sus propios ciclos.

Una recesión significa un consumo de productos básicos ligeramente inferior. Un recalentamiento de la economía aumenta la demanda por encima de la tendencia a largo plazo. Una revolución en un país productor de petróleo reduce la oferta. etc. Son ciclos que duran entre unos meses y menos de dos años. La curva de la demanda (o de la oferta) se superpone al "ciclo de inversión" analizado anteriormente y la hace menos suave de lo que sería, introduciendo así variaciones de precios a más corto plazo. Pero estas variaciones se resuelven en unos pocos trimestres, y el ciclo largo de inversión subyacente se impone.

## 3. El ciclo financiero

Los precios de las materias primas que vemos a diario en nuestras pantallas no son realmente el resultado puro de la oferta y la demanda: están determinados por los agentes financieros. Por ejemplo, el "precio del petróleo Brent" que vemos no es el precio que está pagando hoy cualquiera que compre petróleo: es el precio del contrato del mes siguiente, negociado en un mercado electrónico. De hecho, existe un precio, llamado "Brent fechado", que es el precio real que está pagando hoy un comerciante

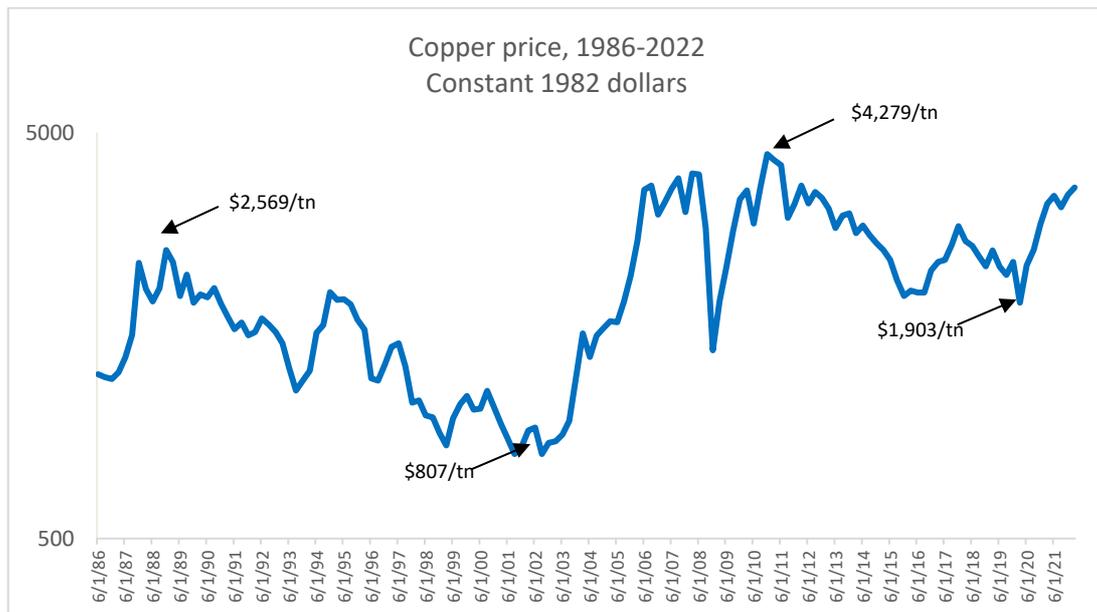
que realmente compra petróleo físico. Este precio puede o no ser muy diferente del que vemos, dependiendo de la situación.

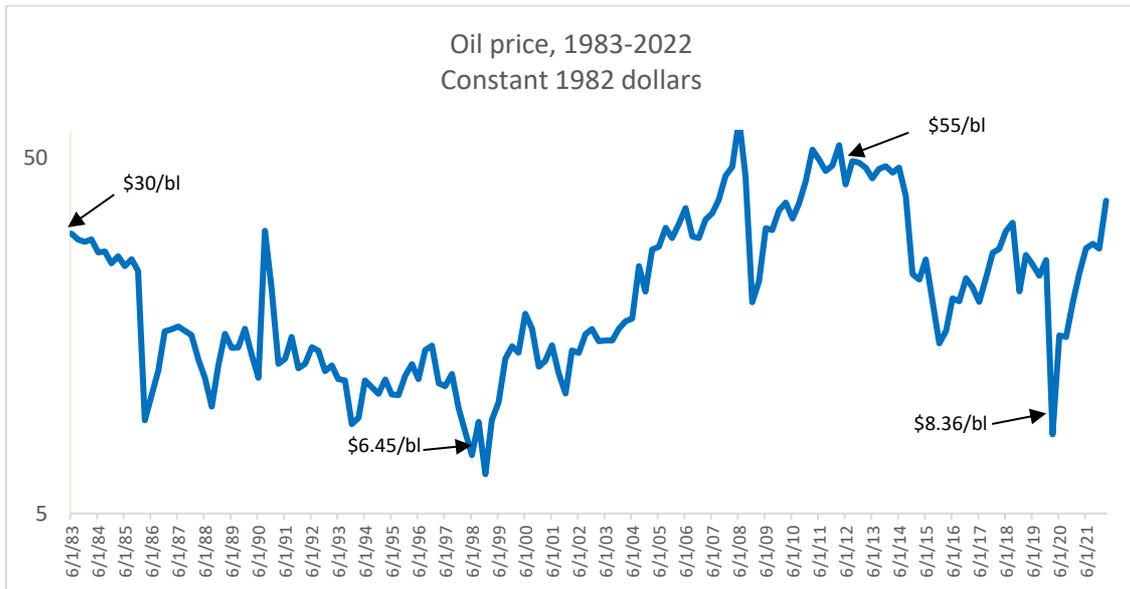
La principal característica de los actores financieros es que se anticipan: cuando vemos la guerra en Ucrania, podemos pensar que no habrá suficiente petróleo en un futuro próximo debido a las sanciones, y los actores financieros envían el precio del petróleo un 30%. Nadie compra petróleo a ese precio: es una anticipación de los actores financieros de cuál puede ser el precio real dentro de unas semanas. Si esas sanciones no se materializan (o simplemente hay un rumor de que no lo harán), el precio baja inmediatamente.

Además, muchos otros actores intentan ganar dinero con esta volatilidad, comprando y vendiendo futuros, opciones y derivados. Estos tienden a exagerar los movimientos subyacentes, ya que muchos jugadores compran lo que sube y venden lo que baja.

Estos movimientos crean un tercer ciclo, de muy corta duración, que hay que sumar a los dos anteriores. Una vez sumadas las tres curvas, tenemos el precio final observado.

Los gráficos siguientes muestran los precios del cobre y del petróleo, ajustados a la inflación. Los ciclos de inversión subyacentes son muy claros de ver. Los mínimos y máximos coinciden con la escasez o el exceso de oferta, y los diferenciales de precios son enormes, lo que crea las enormes crisis y auges que experimentan las empresas de recursos naturales.





### ¿Cómo Invertir?

Este análisis indica cómo se debe invertir en el sector. Para un inversor a largo plazo, lo único que importa es el "ciclo de inversión" a largo plazo, ya que supera a los otros dos a lo largo de los años. Para tener éxito, hay que entender la dinámica de la oferta y la demanda en el sector, y la disciplina para seguir ese ciclo, independientemente de las variaciones a más corto plazo inducidas por los otros dos ciclos. Para el inversor "macro", que trata de adivinar lo que va a hacer la economía en los próximos dos trimestres, la clave será anticipar correctamente esos movimientos. El inversor a corto plazo debe ser un gran *trader*, capaz de comprar o vender casi a diario con una correcta comprensión de la psicología del mercado.

En SIA nos posicionamos, por supuesto, en el primer grupo. Por eso podemos estar tan seguros de nuestras inversiones en recursos naturales incluso en medio de episodios de alta volatilidad. Una vez que hemos entendido, para cada materia prima, la dinámica de la oferta y la demanda, podemos tener una visión sólida de hacia dónde van las cosas en los próximos cinco años, lo que es mucho más de lo que se puede decir de muchos mercados.

Además, los precios de las acciones reflejan en retrospectiva los ciclos: en la parte baja de un ciclo (es decir, después de 10 años de pérdidas) esas acciones están extremadamente baratas, lo que crea las condiciones perfectas para un rendimiento extraordinario: punto de entrada muy bajo, varios años de beneficios por encima de las expectativas.

Todo lo anterior no se aplica realmente a la mayoría de las materias primas agrícolas. La razón es que la escasez o los excedentes son aleatorios, normalmente causados por un clima extremo inesperado; y las condiciones de la oferta se rectifican normalmente en un año: si el trigo, por ejemplo, está muy caro porque la cosecha fue mala, los agricultores plantarán más semillas para la siguiente temporada. Además, la elasticidad de la demanda es mucho mayor que en el caso de los productos industriales: muchos productos pueden ser sustituidos por otros, hasta cierto punto, y su uso desciende naturalmente con los precios altos por la menor demanda o la sustitución (café, azúcar...).

### ¿Dónde estamos actualmente en estos 3 ciclos?

Lo más importante, por supuesto, es el ciclo de inversión. Y ahí estamos en lo más bajo... o bajando aún más, pues aún no hay grandes planes de inversión para contrarrestar la actual escasez de oferta. Esto se

debe a la preocupación por el ESG y a las pérdidas acumuladas durante una década. Los gestores no se comprometerán con nuevas inversiones hasta que esté muy claro que esas inversiones serán rentables dentro de muchos años. Y muchos aún no lo ven muy claro.

En consecuencia, vamos a vivir con precios crecientes durante bastantes años. Incluso en aquellas materias primas cuya demanda futura es indiscutible, como el cobre, los gobiernos no están concediendo licencias para construir nuevas minas por razones medioambientales. Las existencias se están reduciendo críticamente, y van a bajar aún más, hasta que no quede más metal. Entonces, sólo los precios actuarán como mecanismo de racionamiento de la demanda.

El ciclo a medio plazo es ahora especialmente confuso. Tenemos una guerra, inflación, estímulos por la pandemia, subidas de los tipos de interés para controlar la inflación, cierres relacionados con el Covid19 en China y una enorme presión política para que bajen los precios de la gasolina, lo que lleva a liberar reservas estratégicas. A eso se añade la incertidumbre sobre el posible levantamiento de las sanciones a Irán. No es de extrañar, pues, que la volatilidad del precio del petróleo sea muy alta, subiendo o bajando más de un 5% en muchos días, ya que el mercado está tratando de adivinar cómo va a desarrollarse este segundo ciclo para los próximos trimestres.

Y a eso se suma el ciclo financiero, con grandes movimientos en los derivados, drenaje de liquidez... Hemos visto duplicar el precio del níquel en un par de días y su mercado cerrado durante más de una semana.

Toda esta volatilidad, por cierto, no hace más que reforzar la situación alcista del ciclo a largo plazo: cuanto más caos hay en los mercados de materias primas, menos atractiva resulta la nueva inversión.

Así pues, para el inversor a largo plazo, la oportunidad es extraordinaria: estamos en el fondo de una tendencia alcista muy larga, y las acciones de las empresas productoras de materias primas no la reflejan en absoluto, en gran medida por la confusión generada por los ciclos de más corto plazo. Pero éstos son irrelevantes a medio plazo: la reserva estratégica total de petróleo de EE.UU., por ejemplo, sirve para aproximadamente un mes de consumo. El plan de liberar un millón de barriles diarios durante seis meses representa menos del 1% del mercado y no es sostenible. China saldrá del bloqueo en algún momento; la guerra en Ucrania terminará; a las recesiones les seguirán las recuperaciones... y muchas materias primas industriales estarán lamentablemente desabastecidas. Nada, absolutamente nada puede cambiar esto en los próximos (o no tan pocos) años.

**Precio del cobre, ajustado por inflación**



**Precio del petróleo, ajustado por inflación**



**Caso de Inversión. Atalaya Mining. Visita a la mina: Riotinto Cerro Colorado**

*"Be greedy when others are fearful"* es una frase famosa de Warren Buffet. *"Buy when there is blood in the streets, even if the blood is your own"* es otro dicho del Barón Rothschild. Ambas pueden aplicarse a varios aspectos de la vida, no sólo a la inversión.

Ante el temor al Covid19, los aviones vacíos, los vuelos baratos y las muy buenas ofertas de hoteles, aprovechamos para hacer una visita a una de nuestras participaciones en el fondo NR.

**Atalaya posee el 100% de Riotinto en Andalucía, España.**

Se trata de una mina de cobre a cielo abierto situada a una hora en coche al norte de las ciudades de Sevilla y Huelva. La mina volvió a entrar en producción a principios de 2016. Produce más de 50.000 toneladas de cobre. La ley está por debajo del 0,5%, los costes sostenidos totales son de unos 2,50 dólares por libra y la vida de la mina es de doce años y es muy probable que se prolongue.

La sólida generación de caja ha llevado a una posición de caja neta y la empresa ha anunciado su primer dividendo en octubre de 2021. Entre el 30 y el 50% del flujo de caja libre se destina a los accionistas en forma de dividendos. La empresa cotiza en torno a 3 veces el EV/EBITDA con los precios del cobre al contado.

Las minas se explotan desde la época de los fenicios y los romanos y fueron arrendadas a un sindicato británico en 1872. Volvieron a estar bajo control español en 1954 y fueron una de las minas de cobre más valiosas del mundo durante muchas décadas.

**Una Antigua mina que ha sido explotada**



La república española recibió la astronómica suma de 93 millones de pesetas (559.000 euros). Con esta venta, el gran déficit de España quedó saldado. La empresa británica se llamó "Rio Tinto Company Limited" y esta transacción dio origen al actual gigante minero Rio Tinto.

La afición de los españoles por el fútbol (juego que fue inventado por los británicos, pero que más bien ganan los españoles), tiene su origen en minas Riotinto. Los trabajadores británicos expatriados fundaron el primer club de fútbol en suelo español. Todavía hoy, hay mucha pasión por el juego. (Los mineros prefieren apoyar al Real Betis que al FC Sevilla. Tiene menos dinero, pero más pasión, como afirman).



Se construyó una línea de ferrocarril hasta Huelva. En la actualidad, Huelva alberga una de las mayores fundiciones de cobre de Europa. Es propiedad de Freeport (otro antiguo propietario de la mina) y procesa concentrado procedente incluso de su gigantesca mina Grasberg en Indonesia.

#### **Perforación, voladura, carga y transporte en el pozo principal**



**Atalaya es un buen ejemplo de la estrategia de SIA de invertir en minas que producen están cerca de producir.** Volver a poner en producción este antiguo activo supuso un enorme reto, asociado a muchos riesgos y desafíos. Pero cuando la producción finalmente comenzó, los grandes flujos de caja (con la ayuda de los precios) redujeron la deuda rápidamente y la empresa ya paga dividendos. También hay buenos proyectos de expansión en zonas cercanas, como los yacimientos de San Dionisio y San Antonio y el proyecto Masa Valverde, a 30 km de la mina principal de Riotinto Cerro Colorado.

Hay ventajas y desventajas en la explotación de una mina en esta región. Hay ridículas trabas burocráticas, como que la antigua chatarra de acero esté bajo protección patrimonial. Además, la empresa debe contratar a tres arqueólogos para cumplir con la normativa. Por otro lado, hay muy buenas infraestructuras disponibles: suministro eléctrico, trabajadores, viviendas, sanidad, escuelas, etc. Un equipo de gestión local y con experiencia fue clave para llevar este proyecto a la producción con éxito.

#### **Atalaya Mining. Presa con residuos**



Trabajar con grandes contratistas/consultores habría supuesto un enorme sobrecoste. Estas empresas aplican diseños estandarizados simples, etc. para los proyectos. Funciona bastante bien para crear nuevas minas de la nada. Pero no habría tenido éxito en el caso de Atalaya.

En lugar de desechar y sustituir todo el material existente, se adoptó un enfoque diferente. La mayor parte del equipamiento existente se reparó y se equipó con la tecnología informática y de dirección más moderna. Para ello se recurrió a todas las empresas y competencias locales de artesanía e ingeniería que existen en una zona bastante poblada y con una larga historia en este tipo de industrias.

#### **Molinos de bolas (sigue teniendo capacidad de sobra)**



Atalaya Mining es una inversión a largo plazo en nuestro Fondo NR, con una TIR esperada del 15% y un IV de 500 GBp, y con cierto recorrido de exploración. Aunque Atalaya no es un activo TIER 1, es una buena mina, con buena rentabilidad a precios de cobre de incentivo y la gestión de la empresa es excelente. Los conocemos desde hace años y nuestro único comentario es de admiración. Como ejemplo hasta hace poco cualquier gasto de más de 500 euros tenía que pasar por el comité de dirección... bien hecho. Valor en el sector minero.

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

**Abril de 2022**

### 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](http://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 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

#### 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

#### 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