

SIA FUNDS. Performance Update. Noviembre 2022

"The inevitable never happens and the unexpected constantly occurs"

J.M. Keynes

Tranquilidad frente al *slowdown* económico

Nuestra cartera está construida a prueba de recesiones por lo que no estamos demasiado preocupados por el tan manido tema de la recesión. Como bien saben nuestros inversores, las empresas del Classic (nos consideramos emprendedores a largo plazo) tienen "cara y ojos", las conocemos bien y todas están listas para atravesar cualquier escenario económico. Si las cotizaciones bajan, compramos más dado que las empresas son las mismas y los flujos de caja a largo plazo no varían significativamente ni en recesiones ni en aceleraciones de algunos trimestres.

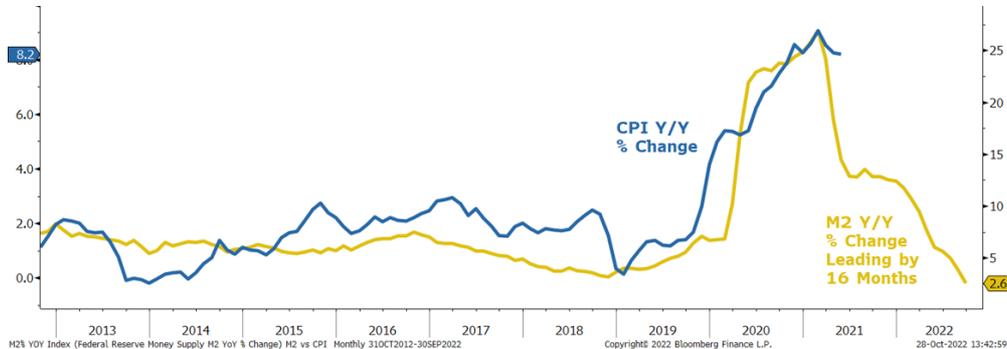
Cierto es que nuestra estrategia de diversificación por sectores, geografías y categorías de riesgo nos ayuda mucho a navegar las aguas turbulentas como las actuales. Las categorías 1-2 tienen excelentes franquicias y suelen resistir la crisis mejor que la media, y el LTIF Classic mantiene la mitad de sus activos aquí. Eso sí, como estamos viendo mucho "value" en las categorías 3-4 (que han caído más), hemos empezado a sobreponderar éstas, de forma ir gradualmente incrementando el Valor Intrínseco del fondo y el retorno esperado, aprovechando algunas gangas que hay en el mercado actual.

"Be greedy when people are fearsome" es una frase que Warren Buffett utiliza con frecuencia. Es fácil de entender, pero difícil de ejecutar dado que hay que ser muy *contrarian* para comprar cuando todos los comentaristas son tan negativos. Estuvimos en un par de conferencias en septiembre y octubre, y nos fue muy fácil elaborar una lista de 20 ideas de compra a los niveles actuales de precios: hay mucho valor en la Bolsa y pensamos aprovecharlo.

Inflación y tipos de interés se normalizarán en unos trimestres

Se va aproximando el pico de inflación, que en Europa estimamos se alcance en Q1223. A partir de ahí, la tasa de inflación irá desinflándose gradualmente hasta alcanzar niveles del 4-5% a finales de año. No podemos ni queremos ser más precisos porque hay demasiadas variables que van a influir en cualquier previsión actual: principalmente la guerra en Ucrania, la evolución del Covid19 en China y los precios de la energía a nivel global. A pesar de ello, los precios de las principales materias primas y energía se han estabilizado, los precios de los productos se están estabilizando y ya falta menos para que servicios y costes laborales terminen su ajuste alcista.

La inflación es un fenómeno monetario, aunque intervengan múltiples factores



Fuente: Morgan Stanley

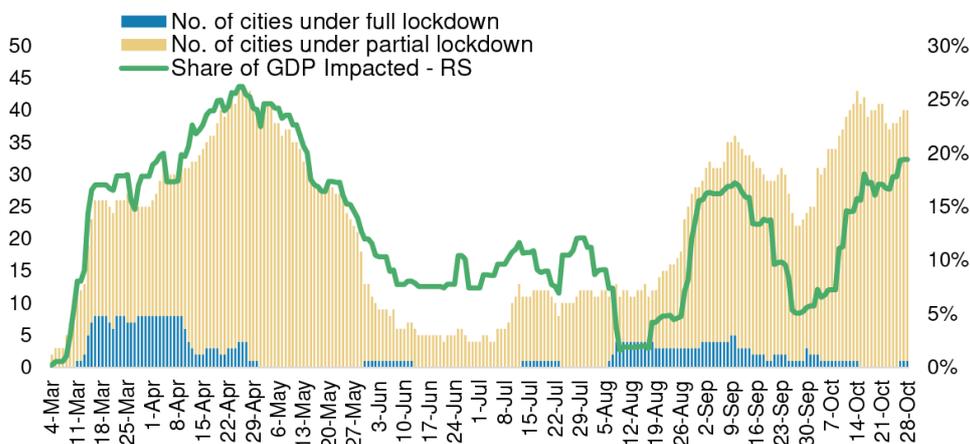
Seguimos pensando que los dos temas preferidos por los medios mundiales: recesión económica e inflación persistente son mutuamente excluyentes. El escenario base sigue siendo un *slowdown* del crecimiento económico los próximos trimestres y un *slowdown* de la inflación. Esto es un ciclo económico muy típico en el que las correcciones bursátiles son del 30%. La Bolsa americana ha caído este año un 21% (SPX) y un 33% (Nasdaq) por lo que una buena parte de la recesión está ya recogida en precio.

China liderará la recuperación, aunque con cierto retraso

Hemos subestimado la recuperación de la economía China que pensábamos tenía que empezar a estabilizarse ya en verano. Esto no ha sido así sobre todo por el efecto del Covid19 y los cierres asociados. China lleva implementadas más de 900 medidas para reactivar la economía y el ciclo inmobiliario está empezando a estabilizarse: solo falta que el país controle el virus y China muy probablemente empiece de nuevo a liderar la recuperación económica mundial.

Mucho nos tememos que esto llevará aun unos meses, pero tenemos muy claro que China no va a “explosionar” como muchos comentaristas sugieren y que, muy al contrario, será una fuente de crecimiento en 2023 y 2024.

El problema de la economía China es el Covid19



Fuente: Morgan Stanley

La invasión rusa se alarga en el tiempo

Tras mucha lectura, nuestra conclusión sobre la invasión rusa de Ucrania es sencilla: las guerras son siempre injustas y se solucionan en el campo de batalla. Queremos decir que no vemos una solución negociada hasta que una de las dos partes avance sustancialmente, lo que tampoco es muy previsible.

Por lo tanto, nuestro escenario es que nada cambie en los próximos meses (invierno) y la situación se quede muy enquistada.

Recurrimos a la frase de Keynes, *“lo inevitable nunca pasa y lo inesperado ocurre constantemente”*. Esperemos que Keynes tenga razón y un alto el fuego se materialice en 2023.

Mucho nos tememos que los precios de la energía se mantendrán altos

Tanto gas como petróleo han tenido unos meses de estabilización e incluso caídas tras el verano, pero nuestro escenario no es muy halagüeño. El gas dependerá mucho de como sea de frío el invierno, pero el petróleo afronta un periodo difícil, dónde veremos precios más altos.

Por un lado, tenemos el previsible final de las ventas de las reservas estratégicas de países OECD (entorno a 1 millón de barriles día), luego tenemos a la OPEC recortando producción, además tenemos datos de producción de US *shale* por debajo de lo esperado y finalmente entran en vigor las sanciones al petróleo ruso (prohibiciones de transporte, seguros, y limite al precio) en diciembre. Además, la demanda sigue aún algo deprimida por China-Covid y transporte aéreo con lo que la prevista caída de la demanda por la recesión será muy suave por el efecto catch up.

Esto es a corto porque a largo el tema es aún peor: no se invierte lo necesario desde 2013, no hay previsiones de mayores inversiones, hay subidas de impuestos a la industria y los criterios de ESG y la transición energética están impidiendo el normal funcionamiento de los precios de incentivo en el sector.

Es curioso que los políticos estén implementando lo que la prensa denomina “impuestos sobre beneficios extraordinarios”, retórica comprada por el gran público. Seamos serios ¿de qué estamos hablando? El sector de petróleo lleva una década sin generar retornos decentes (ergo la menor inversión) y ahora que se normaliza le imponen impuestos. Convendría formar algo más a nuestros políticos para que dejen de subvencionar el uso de combustibles fósiles (¿no quieren que baje la demanda?) y penalizar a los productores (necesitamos esos combustibles a medio y largo plazo, hasta que la transición energética empiece a dar sus frutos).

Nuestro escenario sitúa el precio del petróleo en niveles altos, y con subidas espectaculares cada vez que haya un problema en algún país productor. Menos mal que la mayoría de países productores son extremadamente estables (obviamente este es un comentario falso).

A mediados de noviembre de 2022, el Classic se situó en EUR 560 p.a. +14% ytd

El LTIF Classic ha registrado una evolución positiva hasta mediados de noviembre, con un +14%, por encima de la mayoría de los índices. El Índice MSCI World (EUR) a junio se situó en un -11%, el índice americano SPX (\$) en un -24%, el índice europeo SXXP (EUR) en -16% y el de mercados emergentes (\$) en -30%.

Siempre es muy positivo batir a los principales índices a corto plazo, pero esto no significa mucho dado que el único horizonte temporal representativo es el largo plazo. Permitidme citar una vez más a Ben Graham y su famosa frase “el mercado a corto es una máquina de votar y a largo es una máquina de pesar”.

Los mejores sectores del Classic están siendo industria, gracias una fuerte exposición a defensa y aeroespacial, servicios (catering y limpieza) y energía (petróleo y gas), todos con fuertes revalorizaciones en lo que va de año. Los mejores valores han sido Thales, Raytheon, ISS, Sodexo, y las petroleras (Suncor, Hess, Cenovus, EOG y ConocoPhillips principalmente).

Por el lado negativo, **los peores sectores del Classic han sido tecnología, salud/farma, cemento, salmones y mineras, con caídas de doble dígito.** Por valores destacaríamos las fuertes caídas de Leroy Seafood, Mowi, Grifols, Pandora, ASML, Heidelberg Cement y Hudbay Minerals.

La TIR actual de Classic es del 15%. Valor intrínseco (IV): 880 euros p.a., 60% de potencial alcista
Seguimos tratando de aprovechar las correcciones del mercado para comprar barato, lo que sigue teniendo un impacto interesante en el **Valor Intrínseco del Classic, que se sitúa ya muy cerca de los 900 euros por acción.**

La TIR actualizada se sitúa en un 15%, ya más cerca del rango medio histórico (12-17%) lo que cuadra con el objetivo de 575 euros para el cierre de 2022. Cada vez estamos más cómodos en épocas de correcciones o recesiones dado que la calidad de la cartera nos permite conservar la calma y comprar las mismas empresas que ya tenemos a descuentos cada vez mayores.

En 2022 hemos tenido la fortuna de que uno de los sectores de más peso del Classic (energía) está haciendo un año excepcional... y entendemos que esto es solo el principio.

El LTIF Classic tiene calidad, diversificación y una rentabilidad esperada de doble dígito

En la tabla siguiente mostramos las 10 posiciones principales del Classic, que suman casi la mitad de los activos, dónde se pueden apreciar varias características del fondo en tan solo 10 empresas: diversificación de geográfica y de negocio, calidad, y value (todas tienen un fuerte descuento sobre valor intrínseco). Esto es en resumen lo que nos hace estar muy tranquilos frente al miedo a la recesión... una cartera con cara y ojos, que cotiza a precios (y rentabilidades) muy interesantes.

LTIF Classic Top10 Holdings

Cenovus Energy Inc.	6,2%
ISS A/S	5,4%
ING Groep NV	5,4%
Sodexo SA	5,1%
Thales SA	4,8%
Suncor Energy Inc.	4,6%
Unilever Plc.	4,2%
Grifols SA	4,2%
Heidelberg Cement AG	4,0%
EOG Resources Inc.	4,0%
TOTAL	47,8%

Caso de inversión del trimestre. Se vuelve a abrir la caja de Pandora

Pandora lo ha vuelto a hacer. A mediados de 2021 en SIA cantamos victoria con nuestra inversión en Pandora que había conseguido una recuperación fantástica tanto del negocio como del precio de la acción, alcanzando casi las 900 coronas danesas en septiembre de 2021.

Un año después Pandora ha caído un 50% situándose alrededor de los 450 DKK a mediados de mes. Dos comentarios 1) por suerte rebajamos el peso de nuestra posición a lo largo de 2021, volvemos al *voting* del corto plazo 2) los seguidores de la teoría del mercado eficiente deberían hacérselo mirar.

¿Qué estamos haciendo, además de frotarnos los ojos con incredulidad? Pues hemos empezado a comprar hace unos meses y a estos precios seguiremos comprando lo que podamos, lentamente, sin prisa pero sin pausa. De momento, la empresa va a pagar a sus accionistas un 15% entre dividendos y recompra de acciones a lo largo de 2022: esto son flujos monetarios tangibles, mucho más importante que la variación del precio de la acción a corto plazo ("*voting machine*" de nuevo)

Nos conectamos a la reciente conferencia de resultados de Pandora y la verdad es que el equipo gestor está haciendo un trabajo increíble. El negocio, en nuestra opinión, tiene ventajas competitivas importantes como escala, coste, distribución... incluso *network effect* y *switching costs* (charms y colecciones); el balance está muy saneado y la acción cotiza con un fuerte descuento.

¿Por qué está barata? Pandora forma parte del sector de consumo discrecional, sector que tiene una fuerte exposición a ciclo económico, y el *track record* es mediocre, dado que la reestructuración del negocio no se había completado del todo cuando surgió el Covid19. Esto hace que el mercado piense que va a sufrir mucho en caso de recesión, con bajadas de estimaciones y un nuevo episodio de decepciones. Aquí es donde somos diferentes: creemos que el negocio de Pandora tiene una muy alta calidad y que, aunque no es inmune a las crisis (quizás tengamos que bajar estimaciones en 2023), las atravesará sin problemas estructurales.

Por tanto, deberíamos doblar nuestra inversión en Pandora en 2-3 años. Nos da un poco de vergüenza, pero allá va: **nuestro Valor Intrínseco de Pandora es de 1200 DKK por acción, con una TIR del 22%. Podemos explicarlo en detalle.**

Los sectores tecnológicos y de energía materias primas se están normalizando

Los lectores de nuestra *Newsletter* recordarán que, hace dos años, el valor total de mercado de la empresa de software Zoom era superior al valor total de Exxon. Incluso publicamos el siguiente gráfico:

Market capitalization, US\$ bn

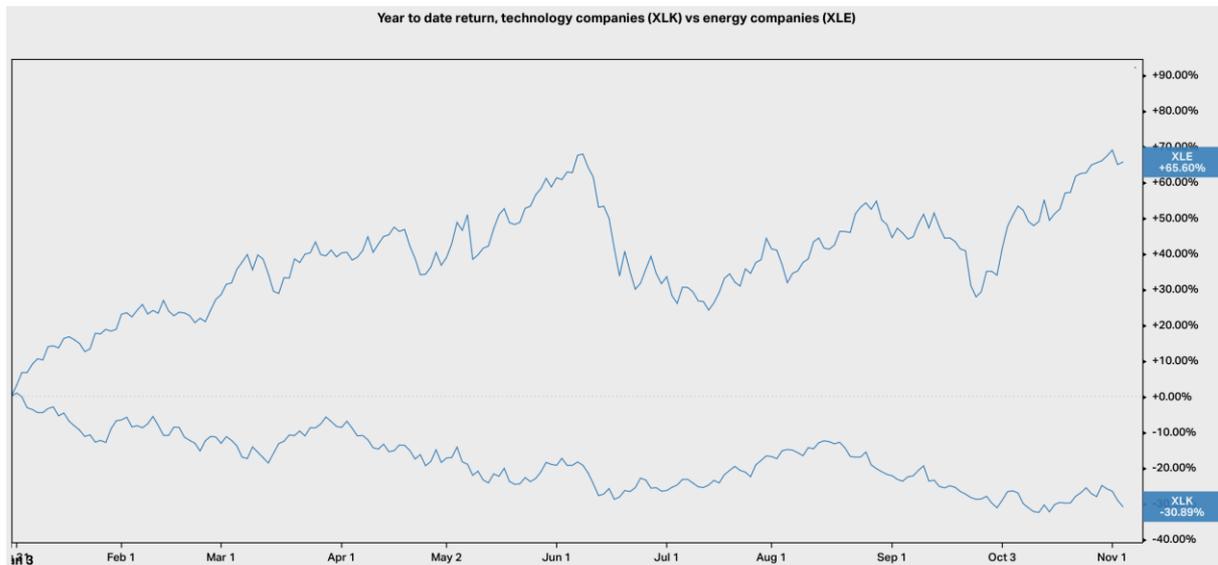


Pues bien, algunos meses después los mercados han revisado esas valoraciones. Exxon es ahora unas 20 veces más valioso que Zoom (incluidos los dividendos que Exxon ha pagado):

Market capitalization, US\$ bn



Estos cambios no se limitan, por supuesto, a estas dos empresas, sino a sectores enteros, como son el de la energía y el tecnológico.



La pregunta que debe pesar ahora en la mente de los inversores es "¿la tendencia actual va a continuar el ajuste ya se ha producido?".

Cuando el índice Nasdaq 100 cae un 29% en el último año, es obvio que las valoraciones de las empresas tecnológicas son más bajas de lo que eran. Pero sigue cotizando a un PER de 25x. Una empresa como Uber, que nunca ha ganado dinero, sigue valiendo 58.000 millones de dólares. Por 80.000 millones de dólares puedes comprar Petrobras, que ha pagado más de 25.000 millones de dólares en dividendos solo este año (no, no es una errata).

Por supuesto, estas diferencias de valoración reflejan dos cosas: una burbuja de valoración en proceso de ajuste, y la opinión de que el crecimiento de los beneficios de los Uber de este mundo será muy alto, mientras que los beneficios están a punto de desaparecer para las empresas energéticas.

En cuanto al crecimiento de los beneficios: algunas empresas crecerán mucho, pero la mayoría, casi por definición, no lo harán. Sin embargo, todas se valoran como si lo fueran a hacer. Google tiene un margen de flujo de caja operativo del 22%. El de Uber fluctúa entre el 2% y el 4%.

La actual caída de las valoraciones se debe a la toma de conciencia de este hecho. Está claro que el proceso no ha terminado: Exxon reporta ahora más flujo de caja libre que Microsoft, a pesar de que Exxon tiene sólo una cuarta parte de la capitalización bursátil de Microsoft. Si estas acciones fueran bonos, podríamos decir que los inversores exigen 5 veces más intereses por el dinero prestado a Exxon que por el prestado a Microsoft.

Los beneficios futuros de las empresas energéticas dependen sobre todo, obviamente, del precio de la energía. Ahora bien, el precio de cualquier mercancía es básicamente el resultado de la oferta y la demanda de esta. Cuando los precios suben (como ya ocurría con la energía muchos meses antes de la invasión rusa de Ucrania) es porque la oferta no es capaz de satisfacer a la demanda. Los precios altos no son realmente un problema: son un síntoma de un problema subyacente de oferta y demanda.

Si aceptamos esta simple lógica, debemos aceptar que la única forma de bajar los precios de la energía (o cualquier precio, en realidad) es aumentar la oferta y/o disminuir la demanda. Cualquier medida que intente bajar esos precios sin aumentar la oferta y/o disminuir la demanda está abocada al fracaso.

Por supuesto, los precios pueden fijarse por decreto gubernamental, pero entonces el mercado negro se encarga de equilibrar la oferta y la demanda.

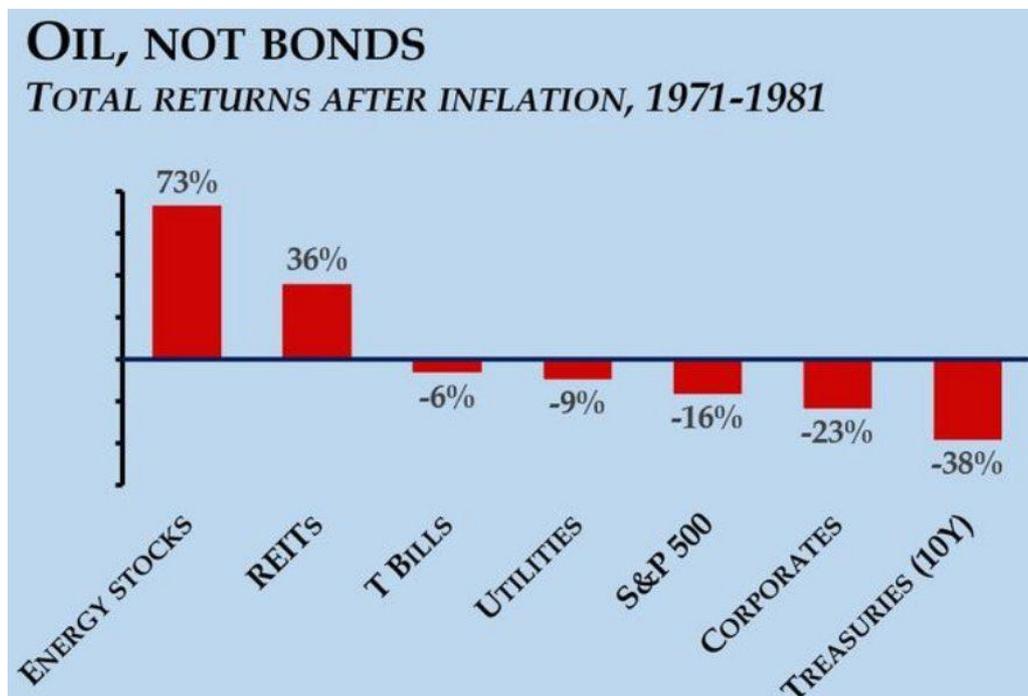
¿Cuáles son las medidas que están tomando los gobiernos ahora mismo? Básicamente, subvencionar la demanda, para aliviar los problemas energéticos de la población; e imponer impuestos extraordinarios a los productores para financiar las subvenciones. O, en otras palabras, aumentar la demanda y disminuir la oferta.

También está incrementando la oferta vaciando las reservas estratégicas limitadas preexistentes (desalentando así aún más nuevas inversiones). Quien piense que los precios de la energía bajarán con estas medidas se va a llevar una sorpresa importante.

(Como apunte: no hay milagros. Cuando los gobiernos europeos compran todos los cargamentos disponibles de GNL -gas natural licuado- no están "creando" más gas: simplemente están dejando a los países más pobres sin energía para el año que viene. La cantidad de gas disponible sólo aumenta produciendo más gas).

Así pues, creemos que el rendimiento superior de las inversiones relacionadas con la energía continuará durante muchos años. Por supuesto, será volátil, con precios cayendo históricamente cada vez que se produzca un breve retroceso. Pero la tendencia a largo plazo es clara. Nuestras sociedades no pueden funcionar sin energía, y sustituir el uso actual de combustibles fósiles va a llevar mucho tiempo.

Recuerden lo que hemos dicho antes: en cifras actuales, la propiedad de Exxon paga ahora cinco veces más que la propiedad de Microsoft. Este rendimiento superior de las inversiones en energía es muy importante: la última vez que tuvimos escasez real de energía y alta inflación (los años 70), obtuvimos estos resultados:



LTIF Natural Resources. Buen 2021 y 2022, con un ciclo muy largo por delante

El fondo LTIF NR cerró el año 2021 con un +41% y en lo que llevamos de año ha subido un 18% hasta los 144 euros por acción. Seguimos valorando las acciones rusas a cero, pero si usamos los precios actuales (siguen cotizando), estaríamos en torno a un 22-23% de revalorización en lo que va de 2022.

Por sectores la parte de **energía es la que mejor se está comportando este año con una revalorización superior al 60% en términos medios** (el peso ha estado cercano al 50% del fondo) frente a una decepcionante performance de minas, infraestructuras y agroalimentación con caídas medias cercanas al doble dígito.

En términos relativos (aunque este fondo no es realmente comparable con ningún índice), la revalorización **en línea con el Índice de Recursos Naturales del Standard & Poors que lleva un +21% en euros en lo que va de año** (+7% en US \$). Los índices MSCI *World Energy* ha hecho un +48% (en \$) en lo que va de año y el MSCI *World Metals and Mining* un -11% (en \$).

El LTIF Recursos Naturales cotiza con una TIR del 14% y un IV de ciclo medio de EUR 207 por acción.

La TIR del LTIF NR se sitúa actualmente en un 14%, con un valor intrínseco de 207 euros por acción, con un muy buen potencial a medio plazo. Queremos destacar de nuevo que el valor intrínseco de este fondo está calculado con precios de materias primas y DCFs de valoración en convergencia (ciclo medio), pero nuestra intención es seguir invertidos hasta que se alcancen valoraciones y resultados de ciclo expansivo, con lo que entendemos que la revalorización será mucho mayor. Mucho nos sorprendería si no vemos un NAV de 300 euros en un plazo de 4-5 años.

2022 está teniendo una característica que no es muy común en el ciclo de materias primas, **des-correlación, que se ha traducido en una fuerte subida de las acciones de energía y una corrección en metales y minas.** Generalmente hay una fuerte correlación entre ambos sectores, lo que complica la gestión del fondo, pero actualmente estamos siendo capaces de vender acciones que han subido mucho (petroleras) para comprar otras que han caído con fuerza (cobre), todas dentro de una tendencia alcista a largo plazo. Esto, obviamente, tiene un impacto positivo en TIR esperada y valor intrínseca del fondo.

El Brent ha caído a 95\$ por barril (48% del LTIF NR invertido en energía, petróleo y gas)

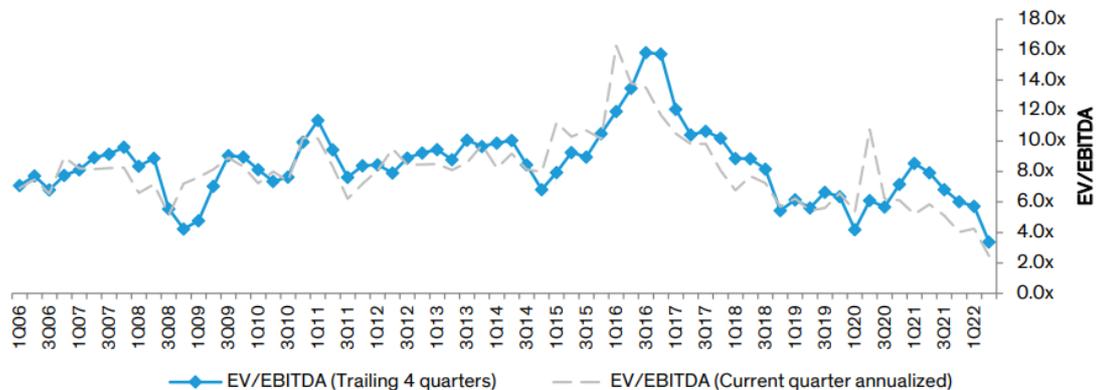
Seguimos con una inversión muy importante en energía dado que estamos convencidos que los precios del petróleo seguirán altos, y de vez en cuando muy altos, en los próximos años. Las empresas petroleras se han revalorizado con fuerza en 2022 y además están pagando dividendos y recomprado acciones propias con rentabilidades añadidas superiores al 10%.

A corto plazo mucho nos tememos que el precio volverá pronto a máximos debido al comienzo del bloqueo europeo al petróleo ruso y al límite de precios que el G7 quiere imponer, ambos en diciembre. Esto va a tener un impacto en la oferta que muy posiblemente empuje los precios al alza.

El largo plazo es aún más evidente: falta de inversiones desde 2013, madurez de shale, disciplina financiera del sector, temor a peak demand, freno a las inversiones por ESG, baja capacidad excedente, y algunos otros temas de largo plazo (declino por ejemplo) hace que la oferta de crudo vaya a ser muy limitada frente a una demanda aun creciente. Los precios irán a niveles de incentivo (muy difícil de calcular actualmente por el tema de ESG/Co2) pero entendemos que tres dígitos como mínimo.

Todavía es muy pronto en el ciclo energético y el consenso no cree realmente en él. Si nos fijamos en la valoración de las petroleras estadounidenses, está claro que el mercado piensa que los beneficios actuales de estas empresas no son sostenibles. Nosotros no sólo estamos convencidos de que lo son, sino también de que subirán.

EXHIBIT 49 : **EV to EBITDA ratio**



Fuente: Bernstein Research

El Gobierno Noruego propone un impuesto a los recursos al sector del salmón

No nos terminábamos de creer la noticia cuando la recibimos. Creímos que era un error. Pues no, el Gobierno Noruego decide proponer un nuevo impuesto al sector del salmón subiéndolo desde el 20% al 60%, 40 puntos más! Esto no es realmente una subida de impuestos, es un despropósito fiscal. Obviamente las acciones cayeron fuertemente en el mercado, con una media del 30% en una semana, y como inversores de largo plazo, contemplamos la rápida caída con incredulidad. No hemos vendido las acciones y estamos a la espera de acontecimientos porque el Gobierno ha dejado la puerta abierta a negociar el detalle del nuevo impuesto.

De no cambiarse, el sector no será tan interesante como en la última década porque es un cambio de régimen en toda regla: la rentabilidad media del sector bajará alrededor de ese 40%, con lo que todo cambia: empleo, inversiones, crecimiento, dividendos, etc...

Como no tienen ningún sentido que el Gobierno vaya a masacrar un sector tan importante para Noruega (empleo en pueblos y zonas costeras de Noruega), creemos que se alcanzará un acuerdo que sea más equilibrado para el sector y el Gobierno.

Hemos tenido suerte de que los impuestos nos pillaron con un peso del sector reducido (históricamente hemos llegado a tener más del 15% en este sector en momentos puntuales) y aún no hemos hecho mucho. Esperaremos a ver la versión final del impuesto, reharemos nuestros números y decidiremos entonces: más o menos lo mismo que están haciendo actualmente las empresas de salmónes. Eso sí, si el impuesto no cambia, comeremos mucho menos salmón a futuro, con precios posiblemente más altos.

Los "Animal Spirits" siguen muy deprimidos... "be greedy"

En SIA seguimos una estrategia a muy largo plazo y no nos centramos en los movimientos a corto plazo. Sin embargo, a menudo nos preguntan por un buen momento para entrar/salir de los mercados (y, por supuesto, de nuestros fondos).

Actualmente se observa un posicionamiento muy negativo de la mayor parte del mercado, lo que normalmente suele coincidir con un buen punto de entrada. Según la encuesta de Merrill Lynch, los inversores tienen la mayor posición de efectivo desde hace veinte años.

Sí, el sentimiento de los inversores hacia los mercados es el más bajista desde hace mucho tiempo:



Como coordinar las políticas monetarias y fiscales en un momento de fragilidad económica

La gente cree que es fácil replicar la política de Paul Volcker y subir los tipos por encima de la inflación, pero la situación actual es muy diferente. El mundo está endeudado y no puede permitirse pagar tipos más altos. El Banco de Japón prácticamente congeló los tipos de interés de los JGB al 0,25% y necesita comprarlo todo, con el efecto obvio respecto al yen. Los bancos centrales siempre hablan con acertijos para ocultar la verdad. Siempre inventan nombres nuevos y rimbombantes de los que nadie ha oído hablar y que nadie entiende. El BCE lo hizo con su nuevo TPI para luchar contra la "fragmentación".

La traducción simple significa que comprará todos los bonos del Estado de los países europeos para evitar que suban los tipos de interés. Uno puede preguntarse por qué se hace esto cuando la política es subir los tipos de interés. ¿Se quieren tipos más altos, pero se hace todo lo posible para evitar que suban?

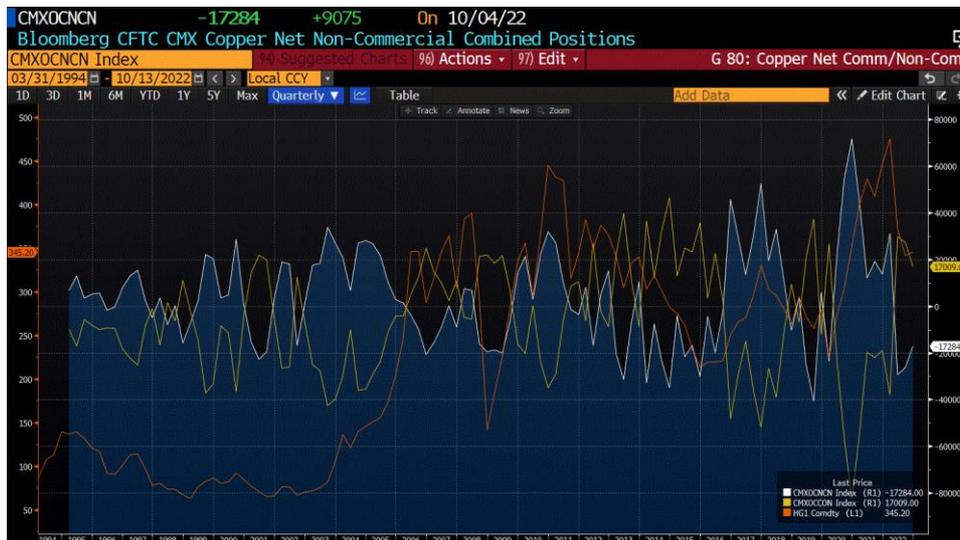
Mientras tanto, la Vieja Dama de Threadneedle Street (BoE) tuvo que cambiar de rumbo de forma drástica. Los tipos de interés se dispararon, la libra esterlina se desplomó, los fondos de pensiones, las refinanciaciones hipotecarias estaban al borde del colapso. El BoE tuvo que intervenir, anunciar QE renovado en lugar de QT, etc. El Banco de Inglaterra tuvo que intervenir, anunciar una nueva QE en lugar de una QT, etc., yendo "a por todas" de la misma manera que Japón. Un pequeño anticipo de lo que está por venir en otros lugares. (Puede que el efectivo no sea la mejor inversión en un entorno monetario así...)

La economía actual depende mucho más de la inflación de los precios de los activos. Fuertes subidas de los tipos de interés simplemente colapsarían el sistema. No hay que olvidar con qué fin se fundaron nuestros bancos centrales hace más de cien años. El apalancamiento excesivo llevó al colapso del Knickerbocker Trust en 1907. Ante el pánico subsiguiente, el índice Dow Jones perdió un 50%. Esto llevó a la creación de la FED. Para contrarrestar las depresiones, tener un prestamista de última instancia, un proveedor de liquidez sin fin, etc. En palabras sencillas, disponer de una herramienta para imprimir tanto dinero como fuera necesario para mantener el espectáculo en marcha. Se sabe que "esta vez es diferente" es una expresión costosa.

El posicionamiento en el mercado de cobre es también muy pesimista

Solo comparable al otoño de 2019, o a los mínimos durante 2014-2016. Las posiciones de las empresas comerciales son largas, lo que no es una posición natural. Suelen estar cortos ya que tienen su propia

producción/suministro que se cubre en parte en el mercado de futuros. Históricamente, siempre ha dado lugar a subidas de precios. Esto ocurrirá cuando los bancos centrales se vean obligados a desviarse del rumbo previsto ante la presión de las economías/mercados en declive.



Dada la falta de inversión, la inflación, los problemas de la cadena de suministro, la producción de materias primas está siendo decepcionante a nivel global, lo que terminará incidiendo en precios más altos.

Los metales industriales muestran signos de fortalecimiento a pesar de la recesión y las ventas masivas de los especuladores financieros. Las primas del cobre físico en China volvieron a superar los 600 yuanes, frente a los 50 yuanes de principios de año. La culpa de ello la tiene la mejora de la demanda fuera de China y la reducción de la oferta, debida sobre todo a los costes energéticos que reducen la economía de la fundición y el refinado.

Estados Unidos sigue liberando mucho petróleo de su reserva estratégica para combatir la inflación. Ahora se encuentra en el nivel más bajo de los últimos 40 años. Desgraciadamente, no sirvió de mucho para bajar los precios del petróleo. La Casa Blanca ya anunció que reconstruirá la SPR después de las elecciones de mitad de mandato. (Y siendo comprador por debajo de 70 dólares).

Las grandes petroleras siguen saliendo de su negocio principal. BP ha vendido su exposición a arenas bituminosas canadienses a Cenovus, mientras que invierte 30.000 millones en un proyecto eólico/de hidrógeno verde en Asia. Seguimos evitando este tipo de empresas, ya que la estrategia puede ser adecuada con respecto al "Zeitgeist", pero no es buena para los accionistas.

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

Noviembre 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 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: LTIFFCLA LX

LTIF – Classic USD

Código ISIN: LU0301247077
Telekurs: 3.101.820
Bloomberg: LTIFFCLU LX

LTIF – Classic CHF

Código ISIN: LU0301246772
Telekurs: 3.101.817
Bloomberg: LTIFFCLC LX

LTIF – Classic EUR-D

Código ISIN: **LU1449969846**
Telekurs: **33.180.015**
Bloomberg: **LTIFFCLD LX**

LTIF – Natural Resources EUR

Código ISIN: LU0244072335
Telekurs: 2.432.575
Bloomberg: LTIFFGEV LX

LTIF – Natural Resources USD

Código ISIN: LU0301247234
Telekurs: 3.101.839
Bloomberg: LTIFFGEU LX

LTIF – Natural Resources CHF

Código ISIN: LU0301246939
Telekurs: 3.101.836
Bloomberg: LTIFFGEC LX

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