

# Newsletter

## Diciembre 2021

- *Resumen de nuestros fondos* 2
- *Estamos entrando en la segunda parte del ciclo alcista que comenzó en 2009. El Value ha vuelto* 2
- *El Covid-19 está en las últimas, o eso esperamos* 3
- *La inflación y los tipos de interés suben a medida que se va cerrando el "output gap"* 4
- *China inicia un nuevo ciclo de políticas económicas expansivas* 6
- *Las Bolsas no están caras pero los beneficios empresariales están en máximos* 7
- *El peso de la tecnología es el 30% del SPX estadounidense y su valoración es muy alta* 8
- *A 31/12/2021, el Classic se situó en EUR 494 p.a., con un +21% en el año. El año 22 ha empezado bien* 10
- *Caso de inversión del trimestre: Grifols Prefs. @ TIR 24%. Valor intrínseco de 25 euros* 12
- *El LTIF Natural Resources tuvo un buen 2021 (+41%). Tenemos un ciclo muy largo por delante* 15
- *El superciclo no ha hecho más que empezar* 16
- *El petróleo está muy caro ¿de verdad?* 18
- *La energía nuclear sigue ganando apoyos para ayudar a la transición* 20
- *Appendix* 23

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

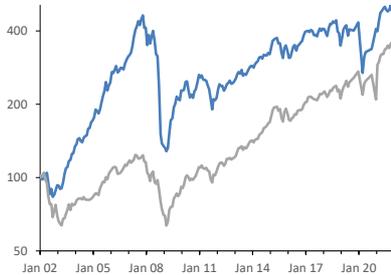


Figure 2: LTIF Natural Resources EUR vs. S&P Global Nat. Res. Net TR Index EUR



“La oferta de petróleo y gas se mueve hacia el cero emisiones, la demanda no”.

Financial Times

### Resumen de nuestros fondos

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

| December 31, 2021            | NAV    | Δ 3m | Δ 12m | Annualized return (s.i.) | AUM (in mio) |
|------------------------------|--------|------|-------|--------------------------|--------------|
| LTIF Classic [EUR]           | 494.26 | 1.1% | 21.2% | 8.3%                     | 75           |
| LTIF Natural Resources [EUR] | 122.54 | 6.9% | 40.1% | 1.2%                     | 62           |

Source: SIA Group

Estamos entrando en la segunda parte del ciclo alcista que comenzó en 2009. El Value ha vuelto

Desde cualquier de vista, 2020 y 2021 han sido dos años excepcionales debido a la pandemia mundial de SARS Covid-19. Es justo decir que los gobiernos reaccionaron rápidamente ante el virus, logrando una rápida recuperación económica y un cierto control de la pandemia (que no estaba nada claro al principio) mediante cierres y fuertes políticas monetarias y fiscales. La ciencia, por supuesto, ha sido la base de la recuperación.

En este contexto macroeconómico, los mercados bursátiles volvieron a su tendencia alcista, iniciada tras la Crisis Financiera Global (CFG) de 2008/09. **En 2022, estamos entrando en la última parte de este ciclo alcista** y como siempre en las fases de consolidación de los ciclos alcistas, los riesgos aumentan. En nuestra opinión, además de los *black swans* (que no se pueden anticipar) hay **4 factores de riesgo** relevantes:

- 1) El SARS **Covid-19**, Omicron, y posibles variantes.
- 2) La desaceleración de la **economía china**, principalmente del sector inmobiliario.
- 3) La **inflación** y los tipos de interés dentro de un sector de bonos *burbujeero*
- 4) Los **riesgos geoestratégicos**, con Rusia/Ucrania, China/Taiwán e Irán/Oriente Medio a la cabeza.

Además de estos riesgos, el mundo se enfrenta a una **transición verde de largo plazo para combatir el cambio climático**, que cambiará las reglas en muchos sectores, empezando obviamente por el energético. También destacamos una segunda **tendencia estructural**

**mundial que aborda lentamente la desigualdad, redistribuyendo la riqueza hacia los hogares de ingresos más bajos y lo que llamamos la economía tradicional** (inflación, inversión bruta en capital fijo, activos reales, materias primas... frente a los activos financieros).

Nuestro escenario base es optimista/positivo, ya que creemos que estos riesgos se moverán en la dirección correcta a lo largo de 2022, y que el *valor* (y las materias primas) todavía tienen años de viento de cola, hasta que se materialice la próxima recesión (o puede ser, otro *cisne negro*).

Es cierto que los riesgos que mencionamos anteriormente podrían materializarse y somos conscientes de que el riesgo no es predecible ni medible. En SIA, hemos aprendido a lo largo de los años que todo esto no es realmente importante: pase lo que pase, **seguimos invirtiendo en empresas sólidas con equipos de gestión y balances sólidos; también estamos concentrados, pero bien diversificados, y nuestro riesgo industrial es por lo tanto muy muy limitado.**

Como hemos conseguido hacer en los últimos 20 años, pensamos que podemos seguir dando una rentabilidad neta cercana al 10% anual y comprar frenéticamente cuando haya correcciones o recesiones.

¿Cuándo vendemos nuestras inversiones? Nuestro pensamiento sigue la filosofía de inversión de Warren Buffett: "*Nuestro horizonte de inversión preferido es para siempre*". Si los precios bajan, compramos, si suben, componemos.

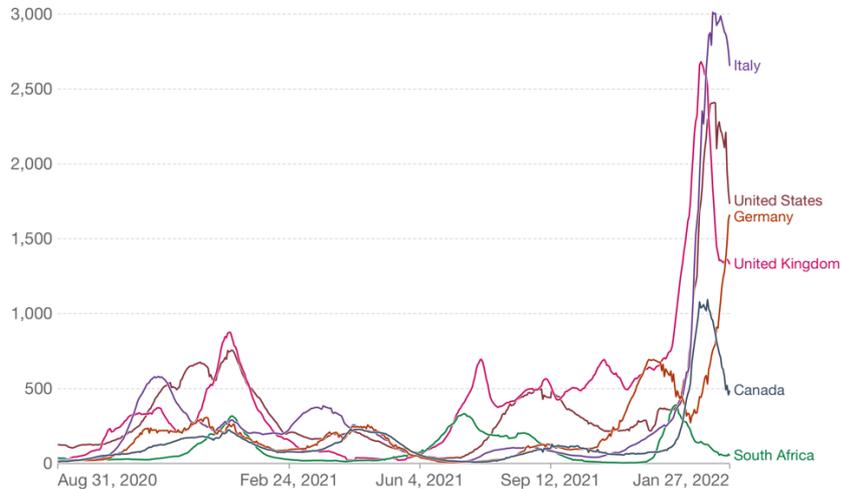
#### **El Covid-19 está en las últimas, o eso esperamos**

Los principales puntos que destacar sobre la pandemia de Covid son bien conocidos: la nueva variante Omicron, muy contagiosa pero menos virulenta, es **probablemente la fase final de la pandemia.**

Los conocidos hallazgos sudafricanos que reflejan su experiencia con Omicron están respaldados por los del Reino Unido e incluso de Suiza. Por supuesto, podría desarrollarse una nueva variante, pero esto es menos probable ahora que la mayoría de las personas han sido vacunadas y/o se han recuperado. Hay una población cada vez menor a la que el virus puede propagarse (y, al hacerlo, mutar). Curiosamente, la gripe española de hace 100 años duró más o menos lo mismo: todas las plagas acaban extinguiéndose. La diferencia esta vez fue que, dadas las vacunas, el número de enfermedades graves y muertes fue, afortunadamente, mucho menor.

## Daily new confirmed COVID-19 cases per million people

7-day rolling average. Due to limited testing, the number of confirmed cases is lower than the true number of infections.

Our World  
in Data

Source: Johns Hopkins University CSSE COVID-19 Data

CC BY

**Desde el punto de vista económico, la mayor parte del trastorno ha terminado.** Sólo lugares como China, que aún sigue una política de "Covid cero" y cuya población no ha sido realmente infectada (y, por tanto, está inadecuadamente vacunada), se enfrentan aún a cierta incertidumbre. Por lo demás, el mundo ha vuelto casi a la normalidad. Países como el Reino Unido, Dinamarca y los Países Bajos, muy afectados por la última oleada, han levantado ya todas las restricciones relacionadas con Covid.

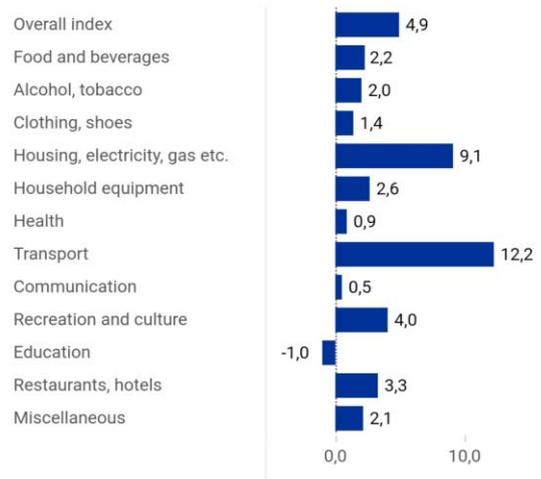
#### La inflación y los tipos de interés suben a medida que se va cerrando el "output gap"

Sin embargo, esta historia no ha terminado del todo, ya que **ahora tenemos un grado de inflación relativamente alto**, una clara consecuencia de la perturbación que ha provocado la pandemia. La pregunta clave en los mercados financieros en este momento es: ¿se afianzará la inflación o será "transitoria"? Intentemos entender de dónde viene esta inflación para tener una visión sensata de hacia dónde puede ir.

En general, **el precio de cualquier bien sube por una de estas dos razones: o bien disminuye su oferta o bien aumenta su demanda (o, tal vez, ambas)**. La perturbación que ha provocado la pandemia ha **limitado sin duda la oferta de muchos bienes**. Como ya comentamos en nuestro anterior boletín, nuestro mundo interconectado es susceptible de sufrir grandes interrupciones derivadas de problemas relativamente limitados, ya sea la falta de semiconductores, que puede paralizar la industria del automóvil, o la falta de disponibilidad de contenedores, que hace imposible la entrega de bienes terminados, o incluso el simple retraso de algunas piezas, que hace que no se puedan fabricar productos enteros.

Estos problemas de suministro no afectan, por supuesto, a todos los bienes o servicios en la misma medida (véase el gráfico siguiente), pero la inflación es una media, y éstos problemas aumentan la media.

**Overall and breakdown of HICP by components**  
November 2021, Euro area



Fuente: BCE

Es lógico que, si algunos bienes tienen una oferta limitada, pero la demanda permanece constante, los precios suban. Sin embargo, **se puede argumentar que la demanda es incluso más fuerte que antes de la pandemia, al menos para algunos bienes y por algunos compradores.** Muchas personas, especialmente los "trabajadores del conocimiento", mantuvieron su poder adquisitivo a lo largo de los cierres, pero se vieron obligados a "ahorrar" parte de sus ingresos, porque dejaron de pagar algunos gastos típicos (restaurantes, turismo, espectáculos en vivo, etc.). Además, las ayudas públicas subvencionaron en parte los ingresos de muchos que los habían perdido.

**Además, los bancos centrales han suavizado enormemente las condiciones financieras.** Esta flexibilización de las políticas fiscales y monetarias no puede sino aumentar la demanda agregada, que era también el propósito, es decir, mantener la demanda a pesar de que el cierre obligara a contraer la actividad económica. El resultado neto fue la aparición de presiones inflacionistas en al menos una parte importante de la economía.

Pero la discusión sobre si la inflación es transitoria o persistente es, en realidad, una discusión sobre si los fenómenos anteriores seguirán produciéndose: ¿se mantendrá la tensión en las cadenas de suministro? ¿Seguirá siendo la política monetaria tan acomodaticia como hasta ahora? Creemos que la respuesta a ambas preguntas será, en un plazo relativamente corto, negativa. Sin embargo, es justo decir que la mano de obra está empezando a ser escasa en algunas grandes economías, los precios de la energía están subiendo a nivel mundial y los precios de la vivienda están sufriendo de una oferta estructuralmente limitada y precios elevados. **Por lo tanto, esperamos una mayor inflación, aunque no a los niveles observados en el 4T21.**

Esto nos lleva a la principal preocupación de los mercados financieros: ¿forzará la alta inflación a los bancos centrales a aumentar los tipos de interés hasta el punto de que puedan ahogar la economía?

Como siempre, la respuesta sincera es que no lo sabemos, pero algunas ideas podrían ser útiles para entender el contexto actual.

En primer lugar, los tipos de interés siguen estando a niveles históricamente bajos, y las expectativas siguen siendo de tipos, en términos generales, bajos. Leyendo la prensa financiera, uno podría pensar que los tipos cambian constantemente, y que han aumentado mucho últimamente.

El siguiente cuadro pone las cosas en perspectiva:

|              | May 2012 | Ene 2015 | Nov 2016 | Ago 2019 | Ene 2022 |
|--------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| US 10 Y Bond | 1,80%    | 1,80%    | 1,80%    | 1,80%    | 1,80%    |

Fuente: Bloomberg

Es cierto que tanto la inflación como los tipos de interés están subiendo. También es cierto que, en igualdad de condiciones, unos tipos reales más altos exigen múltiplos más bajos para la renta variable. **Pero no hay nada fundamentalmente nuevo; es lo que suele ocurrir cuando los ciclos económicos se consolidan, y el *output gap* va cerrando. *Business as usual*.**

#### China inicia un nuevo ciclo de políticas económicas expansivas

No vamos a detenernos demasiado en la economía china, pero es un hecho que, tras el fuerte crecimiento post-Covid19, en el que el PIB creció más del 8%, **éste ha caído al +4% en el último trimestre de 2021.**

China se enfrenta a una serie de amenazas económicas en 2022, de las que destacamos tres. Primero, el **ciclo inmobiliario** que inició una fase descendente a mediados de 2021, y que suele durar 2 años en términos históricos. Segundo, el **efecto del virus en China debido a su política de Covid-cero**. En tercer lugar, la **debilidad de la demanda privada interna** debido a los problemas del sector inmobiliario -las estimaciones recientes mencionan que este sector es responsable directa e indirectamente del 30% de la economía- y los *lockdowns*.

**En el lado positivo, destacamos las exportaciones y la inversión pública en infraestructuras, cada vez más alineadas con la transición energética.**

## China: PIB 2019-23



Fuente: Goldman Sachs

Esperamos que el crecimiento económico en 2022 vaya de menos a más, gracias a una política monetaria más expansiva, mayores déficits fiscales, un crecimiento sostenido del crédito y una política inmobiliaria acomodaticia, lo que creemos que compensará el impacto de nuevos cierres y la caída del sector inmobiliario.

**Nuestra experiencia sugiere que el gobierno chino podrá volver a instrumentar la recuperación** (el ciclo de política monetaria expansiva se inició ya en el 4T21) centrándose en infraestructuras y exportaciones, mientras que el sector inmobiliario y la demanda interna recuperan gradualmente la confianza.

#### Las Bolsas no están caras pero los beneficios empresariales están en máximos

Como todos los años, hemos revisado las cotizaciones de los principales índices mundiales y, **aunque parezca mentira, las bolsas no están caras**. El mercado estadounidense (Standard & Poor's 500) cotiza a un PER de 22x, aunque si se ajusta por el sector tecnológico (PER 33x), el PER es más bien de 18-19x, lo que está en línea con la media histórica. Europa (SXXP 600) cotiza a un PER de 15x, por debajo de la media histórica de 19x, mientras que el Nasdaq, con un PER de 28x, es el único índice mundial caro.

El problema no es la valoración (excluyendo algunos sectores que comentaremos), **el problema está más en el lado de los beneficios empresariales** que se encuentran en máximos históricos debido a la mejora de los márgenes operativos, la reducción de los gastos financieros y la disminución de los impuestos, liderados por el sector tecnológico que tiene un gran peso en los índices. Los *RoE* corporativos están, en términos medios, muy por encima de la media histórica. Esto es bastante normal en este momento del ciclo, pero, cuidado, también significa que los beneficios están algo "inflados".

**Dos sectores están sensiblemente caros, el tecnológico y el industrial**, mientras que dos están **sensiblemente baratos, el energético y el financiero** (bancos y seguros). Hemos realizado muchos ajustes para hacer converger los beneficios y evaluar los índices, las geografías y los sectores, y nuestras conclusiones son las siguientes (no entramos en detalles para no aburrir a nuestros lectores):

- Mercados caros: Nasdaq, Turquía, Industriales, Tecnología, Crecimiento, Grandes Empresas

- Mercados baratos: Europa, Brasil, Rusia, China, Energía, Financieros, Consumo Discrecional, Salud, Valor, Pequeñas Empresas, Materias Primas
- Mercados bien valorados: EE. UU., Japón, Consumo estable, Materiales

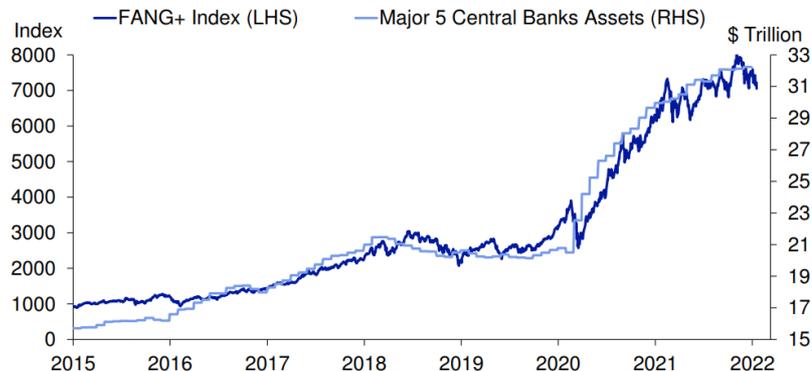
Como hemos mencionado anteriormente, este análisis no es realmente el marco de nuestras inversiones ni de la estructura de las carteras del LTIF Classic/NR, pero nos ayuda a no cometer errores.

### El peso de la tecnología es el 30% del SPX estadounidense y su valoración es muy alta

Dada la relevancia actual del sector tecnológico en términos de rentabilidad y peso en los índices, es interesante dedicarle unos minutos. En nuestra opinión, **el sector ha ido madurando en los últimos años y afronta la parte final del ciclo con viento en contra**. El mercado ya ha empezado a diferenciar entre los ganadores y los perdedores, y son evidentes algunos riesgos. Destacamos tres:

- 1) **Valoración.** El sector tecnológico mundial (muy centrado en Estados Unidos) cotiza a 8,2x su valor contable, cerca del pico de la burbuja tecnológica del año 2000 (10x), frente a una media histórica de 3,6x.
- 2) **Tipos de interés.** Históricamente, el sector tiene una fuerte correlación inversa con los tipos de interés y las políticas económicas y monetarias (véase el gráfico siguiente), lo que significa que las actuales subidas de la inflación, tipos de interés y *tapering* dibujan un escenario desfavorable.

Figure 1: FANG+ Index vs. major 5 Central Banks Balance Sheet Total (\$s)



Source : Various Central Banks (Fed, ECB, PBoC, BoJ, BoE), Bloomberg Finance LP, Haver Analytics, Deutsche Bank

3) **Basura tecnológica.** Actualmente existe una fuerte bifurcación dentro del sector tecnológico. Algunas empresas tecnológicas no tienen una posición estratégica fuerte y, por lo tanto, están claramente sobrevaloradas, mientras que otras gozan de un tremendo posicionamiento estratégico y, por lo tanto, sólo se puede discutir su valoración, no sus fundamentales. Tras un periodo en el que la mayoría de las inversiones en tecnológicas han obtenido rentabilidades muy buenas, ha llegado el momento de ser mucho más selectivo.

Esto ya es visible en los líderes tecnológicos. Por ejemplo, nuestro análisis sugiere que Google, Microsoft y Apple son verdaderos titanes tecnológicos, en los que podemos discutir su valoración, pero no su posición estratégica, mientras que otras empresas (por ejemplo, Tesla o Meta/FaceBook) carecen, en nuestra opinión, de una clara ventaja competitiva.

También consideramos que Amazon es un titán, pero su valoración nos resulta demasiado difícil de evaluar. Warren Buffett suele recomendar tener una papelera donde archivar *inversiones demasiado difíciles* ("too difficult").

### Un ejemplo en detalle. Zoom Video vs. Exxon

El 19 de octubre de 2020, hace poco más de un año, Zoom Video Communications, una empresa china que cotiza en el Nasdaq, tenía una capitalización bursátil de 135.000 millones de dólares. Ese mismo día, Exxon Corporation, el mayor productor privado de petróleo del mundo, tenía una capitalización bursátil de 115.000 millones de dólares. Ventas y activos netos de Zoom: 2.100 millones de dólares y 4.300 millones de dólares. Ventas y activos de Exxon: 209.000 millones de dólares y 138.000 millones de dólares.

Este no es el lugar para una discusión completa de sus respectivas valoraciones, pero la mayoría de los lectores de este boletín aceptarán que estas valoraciones obviamente no tenían ningún sentido (*los que no estén de acuerdo pueden ponerse en contacto con nosotros directamente*). El gráfico siguiente muestra la "corrección" del mercado.

Al final, el mercado se convierte en una *máquina de pesar* y no en una *máquina de votar*, como muy bien dijo Benjamin Graham en los años 30.



**Este proceso de ajuste está relativamente avanzado en las acciones más infladas;** es decir, las empresas que no tienen beneficios y que han venido cotizando a valoraciones muy altas con la esperanza de que "perturbaran" el mercado en el que pretendían entrar, o con la esperanza de que los inversores simplemente las vendieran a un precio más alto, ya han corregido con fuerza.

La persona que "invierte" en NFTs, pagando un buen dinero por nada, porque "va a subir" no se ve inflada por el aumento de los tipos de interés en un 0,5%. En 1999, cuando tuvimos la anterior burbuja tecnológica, los tipos de interés eran 3 veces superiores a los actuales (por encima del 5%). **Se trata más bien del pinchazo de una burbuja, un proceso quizá precipitado por un ligero aumento de los tipos de interés, pero que depende simplemente de la gravedad.** Por cierto, el proceso no ha terminado en absoluto, y todavía hay mucha basura en el mercado, que los índices tendrán que ir absorbiendo.

**En cambio, hay muchas empresas buenas que cotizan a precios razonables fuera del sector tecnológico.** Estas correcciones son buenas para nosotros (en 2002, nuestro primer año de comercialización del fondo Classic, el mercado se encontraba al final de una larga corrección posterior a la burbuja y nuestras acciones tuvieron un rendimiento anual un 20% por encima del índice durante los 5 años siguientes). **No vemos una "caída inducida por el ajuste", pero sí anticipamos el comienzo de la digestión de una burbuja en parte del mercado, especialmente en la tecnología.**

**A 31/12/2021, el Classic se situó en EUR 494 p.a., con un +21% en el año. El año 22 ha empezado bien**

**El fondo LTIF Classic se mantuvo plano en el segundo semestre de 2021, terminando el año en 494 euros por acción, +21% en año.** Este rendimiento está en línea con nuestra previsión de terminar el año en torno a los 475 EUR por acción y nos ha permitido recuperar con creces la ligera caída que la pandemia de Covid-19 provocó en 2020. Hemos empezado bien el año 2022, con un valor liquidativo a finales de enero de 527 (+7%) en un año que, como hemos comentado dicho, debería seguir siendo año *value*.

**En términos absolutos, estamos satisfechos con el rendimiento del fondo, mientras que, en términos relativos, estamos muy en línea con la mayoría de los índices bursátiles:** MSCI Global Value +19% (en dólares) en 2021, MSCI Global Growth +20% (en dólares), SPX US +27% (en dólares), SXXP Europa +22% (en euros), en un año negativo para los mercados emergentes, con un descenso medio del 5%. Como siempre, hemos ido aumentando el peso de los sectores y valores que creemos que tienen más recorrido. Respecto a 2021, destacamos el aumento de nuestra exposición a petróleo/energía, cemento y salud/farmacia, con Grifols.

Los sectores que han tenido un buen comportamiento en el Classic en 2021 han sido: **Tecnología (+70%), Energía (+70%) y Financiero (+40%).** En el lado negativo, debido a la fuerte caída de Grifols, sólo hay dos sectores: **Materiales/Cemento (-2%) y Salud (-27%).** Cabe señalar que, debido a la fuerte concentración del Classic, su rendimiento puede no ser comparable al de los sectores bursátiles más amplios.

En cuanto a los valores, los que más subieron fueron Raytheon (aeroespacial, defensa), Devro (envolturas para embutidos), Leroy Seafood (salmón), Compass Group (restauración), ISS (limpieza), Pandora (joyería de bajo coste), ASML (semiconductores), First Quantum (cobre), así como todas las petroleras (excepto Harbour Energy).

En el lado negativo, destacamos Grifols, MTU Aeroengines y Henkel, que registraron descensos de dos dígitos en 2021. No obstante, consideramos que las tres son excelentes inversiones y seguimos comprando, sin prisa, pero sin pausa.

**La TIR actual de Classic es del 14.5%. Valor intrínseco: 800 euros p.a.**

**La última actualización de nuestros modelos indica que el Classic tiene un valor intrínseco que se aproxima a los 800 euros por acción,** un nivel que deberíamos alcanzar dentro de 2-3 años, es decir en 2024-25. Como recordatorio, calculamos el valor intrínseco del fondo como la media ponderada del valor intrínseco de cada acción, mientras que utilizamos una metodología convergente o de ciclo medio para las acciones más cíclicas.

**Llevamos muchos años tratando de entender las fluctuaciones del Classic y nuestro análisis sugiere que la TIR actual del 14.5% está en el rango medio del VL del Classic, que ha oscilado entre el 12% y el 17% desde 2002.** Por lo tanto, el Classic no está ni caro ni barato en relación con su rentabilidad histórica, lo que además está en línea con nuestro análisis de las Bolsas en general. ¿Qué podemos esperar?

Si descontamos las comisiones y algunos errores que sin duda cometeremos, deberíamos conseguir un 10% anual.

Hay algunos inversores que nos comentan que el 10% es poco, a lo que respondemos que el **10% anual equivale a duplicar cada 7 años y multiplicar por 4 cada 14 años, con un riesgo muy limitado (no confundir con volatilidad)**. El camino está claro: 575 euros en 2022 y 1.000 euros por acción en 2028. Si dibujamos una línea recta ya sabemos cuál es el plan. De todos modos, permitidnos una licencia casi filosófica: Lo importante no es obsesionarse con la meta, sino disfrutar del camino, disfrutar del negocio, de la macro, de la micro, etc. en nuestro afán por ser mejores profesionales y personas cada día, día a día, todos los días.

Sin embargo, hay algo que nos molesta profundamente: **la comparación obsesiva de nuestros resultados a corto plazo con los índices**. Un par de ideas al respecto:

- 1) en nuestra opinión, **el corto plazo no es significativo** en la renta variable y para analizar seriamente la rentabilidad de un fondo se requiere un buen número de años
- 2) si hacemos un 9-10% neto al año, como hemos hecho desde 2002, batiremos con naturalidad y elegancia a los índices globales, que históricamente se han revalorizado un 6-7% anual, en línea con el PIB mundial nominal, por cierto. Por tanto, **batir a los índices es una consecuencia pasiva de nuestra estrategia y no una búsqueda activa a corto plazo**.

**El LTIF Classic está, como siempre, concentrado y diversificado a la vez. La preservación del capital y un retorno decente es nuestro mantra**

**Como hemos comentado con cierta frecuencia, el LTIF Classic busca simultáneamente la concentración y la diversificación** y, por lo general, tenemos la mitad de nuestras inversiones en 10 empresas, con nunca más del 15% en un solo tema o *driver*.

A día de hoy, las empresas de nuestro top 10 son Suncor y Cenovus (petróleo), ING (financieras), Grifols (farmacéuticas), Heidelberg Cement, ISS (limpieza), Sodexo y Compass Group (restauración), Thales (aeroespacial, defensa, ciberseguridad) y Henkel (adhesivos, limpieza, belleza). Creemos que todas estas empresas son muy sólidas, los equipos de gestión son excelentes, los balances son fuertes y todas ellas cotizan con unas TIR muy superiores al 10%.

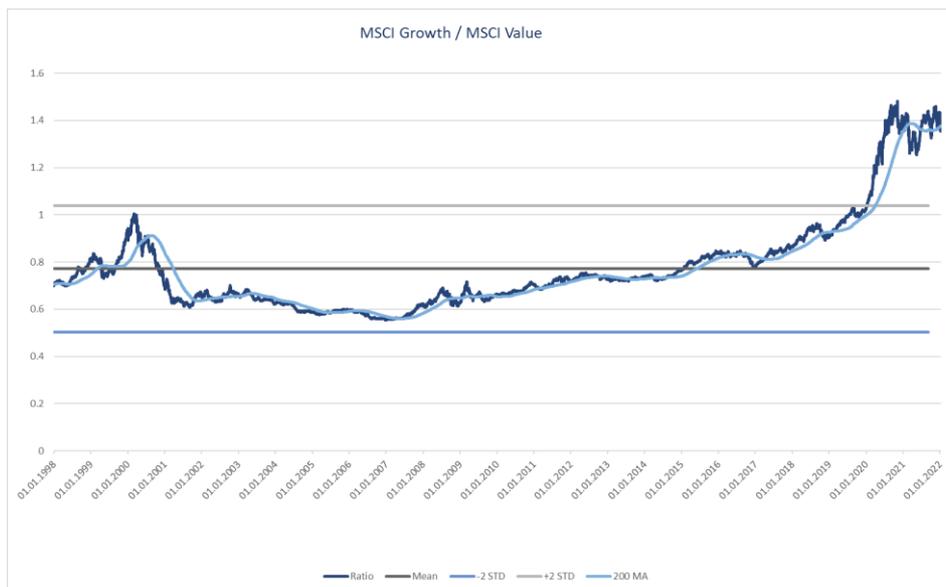
#### **LTIF Classic Top10 Holdings**

|                      |              |
|----------------------|--------------|
| Cenovus Energy Inc.  | 7,0%         |
| ING Groep NV         | 5,9%         |
| Grifols SA           | 5,7%         |
| Heidelberg Cement AG | 5,3%         |
| Suncor               | 4,9%         |
| ISS A/S              | 4,7%         |
| Sodexo SA            | 4,7%         |
| Thales               | 4,6%         |
| Compass Group plc    | 4,4%         |
| Henkel AG & Co       | 4,1%         |
| <b>TOTAL</b>         | <b>51,4%</b> |

**El Classic mantiene un único factor de sobreexposición, nuestras inversiones en energía/petróleo y gas, en el que tenemos algo más del 20% del fondo.** Hablaremos del sector en detalle en la sección de Recursos Naturales, ya que nuestro escenario se está cumpliendo. No vamos a presumir porque la realidad es que llegamos varios años tarde: el disparate del *shale oil* en el período 2014-20 ocultó la infra inversión y la escasez estructural de petróleo (a precios bajos) que estamos empezando a experimentar.

### Es tiempo de *valor*, y durará unos cuantos años

**Después de 10 años de rentabilidades mediocres, creemos que el factor *valor(value)* volverá a liderar los mercados.** Siempre lo ha hecho, y no vemos ninguna razón para que no lo haga de nuevo. Hay muchas empresas tradicionales que cotizan a múltiplos muy atractivos en comparación con el sector de crecimiento y/o tecnología, que, como hemos dicho, se enfrenta a un periodo más duro debido a 1) inflación y los tipos de interés, 2) el endurecimiento de la competencia y la normativa, y 3) las valoraciones exigentes. **Observemos con detenimiento en el gráfico siguiente la evolución de la ratio *growth/value* después de la burbuja del 2000.** Eso es lo que esperamos ver en los próximos años, desde un nivel mucho más elevado.



### Caso de inversión del trimestre: Grifols Prefs. @ TIR 24%. Valor intrínseco de 25 euros

**¿Quién iba a imaginar que Grifols sería el peor valor del fondo en 2021 (-33%)?** tratándose de un negocio con todas las características de un *compounder* de calidad, dentro de un mercado oligopolístico y con enormes barreras de entrada.

Como solemos hacer siempre que una acción que tenemos empieza a caer, hicimos varias revisiones en profundidad a lo largo de 2021 para entender por qué la acción estaba cayendo y si estábamos equivocados. **Encontramos 4 razones principales:**

1) Demasiado **endeudamiento**, incluyendo maniobras orquestadas en la noche (factoring, dividendos preferentes en filiales, etc.).

- 2) **Rebajas de estimaciones de beneficios**, concretamente un 20% de las expectativas para 2021 (podría explicar una parte importante de la caída).
- 3) **Giro estratégico** anunciado en el CMD.
- 4) **Actitud hacia los accionistas minoritarios.**

Podemos entender e incluso aceptar las 3 primeras cuestiones. La deuda proviene de un proceso de adquisiciones de una década que ha llevado a Grifols a convertirse en una de las principales empresas de proteínas de plasma del mundo. Las estimaciones más bajas se deben principalmente a la crisis de Covid-19, que impidió que los centros de extracción de sangre/plasma funcionaran a un ritmo normal, a lo que hay que añadir los costes de ampliación de la capacidad de Grifols. Por último, el cambio estratégico hacia el desarrollo de productos distintos a las proteínas plasmáticas también tiene sentido (de hecho, sigue en cierto modo la estrategia de CSL, su principal competidor), aunque Grifols debe demostrar la ejecución de este cambio en los próximos años.

**Sin embargo, el equipo directivo (la familia Grifols, principales accionistas) es el que más nos preocupa, ya que creemos que se ha desligado de los accionistas minoritarios.** La transparencia de la empresa es satisfactoria, pero podría mejorar; el proceso de adquisición no sólo debería estructurarse en términos de estrategia, tamaño, mercado y tecnología, **sino también en términos de rentabilidad sobre el capital.** El balance también debería mantener unos niveles de deuda razonables.

En nuestra *due diligence* (externa a la empresa, por supuesto) no hemos encontrado problemas graves en el negocio, ni nuevos productos que amenacen directamente a las proteínas de Grifols, mientras que la compra de Biotest nos ha sorprendido positivamente, ya que incrementará fuertemente los beneficios del grupo. Sin embargo, creemos que el equipo directivo debe mejorar su disciplina financiera y su comunicación.

**¿Cómo es posible que las acciones preferentes de Grifols coticen a un PER de 8x en 2023 cuando las acciones de CSL cotizan a 33x? Miremos la rentabilidad sobre el capital invertido, CSL genera un 19% y Grifols un 6%. Las adquisiciones y el fondo de comercio tienen mucha culpa.**

Seguimos comprando acciones, porque el negocio es fantástico, y confiamos en que el equipo directivo escuche a los accionistas minoritarios que, de buena fe, intentan "aconsejarles". Si SIA fuera un fondo de capital riesgo, compraríamos una parte importante de la empresa y apoyaríamos/ayudaríamos al equipo directivo, alinearíamos a los accionistas minoritarios y mayoritarios, doblando de paso el precio de la acción.

**Según nuestras estimaciones, Grifols Pref. tiene una TIR sobre la inversión del 24% y nuestro valor intrínseco es de 25 euros por acción, frente al precio actual de 11 euros p.a.**

#### **Las preguntas se olvidan de Pandora y se centran en Harbour Energy**

Los comentarios que recibimos de los inversores de los fondos, que tienden a centrarse en las empresas o valores que tienen rentabilidades negativas, son muy interesantes y se agradecen. Últimamente, la atención se ha desplazado hacia Harbour Energy, que decepcionó mucho en 2021 (manteniendo la senda marcada por Premier Oil en años anteriores).

**Harbour Energy sigue siendo una participación clave en nuestros fondos Classic y NR.** Tras el reciente *Capital Markets Day* nuestras conclusiones son:

1. **Su gestión y estrategia son sólidas.** Nos gusta la nueva dirección (procedente de Chrysaor). Tiene un buen historial de fusiones y adquisiciones, gestión del flujo de caja, balance de situación y costes.
2. **Harbour no va a ser una empresa de exploración.** Su principal estrategia consiste en mantener su producción en torno a los 200.000 b/d y crecer mediante adquisiciones (las *majors* están vendiendo). Dado que el petróleo se está convirtiendo en un activo "tóxico" en la transición energética, HBR planea comprar activos de tamaño medio para compensar los descensos e impulsar el crecimiento.
3. **El balance de situación ha mejorado mucho y se gestiona de forma "conservadora".** El equipo directivo ha aclarado que no buscan apalancamiento financiero en un sector tan cíclico, y van a gestionar coberturas, flujo de caja y balance de forma conservadora. Nos gusta este enfoque porque este sector tiene suficiente volatilidad por sí mismo. Hay un extra a tener en cuenta: 4.000 millones de dólares en pérdidas deducibles fiscalmente.
4. **Los riesgos operativos están controlados,** ya que la producción de petróleo procede de una variedad de yacimientos diferentes y no depende únicamente de uno. La empresa tiene dos áreas principales, el Mar del Norte y el Sudeste Asiático. Su producción y reservas son un 50/50 de petróleo/gas, lo que también nos gusta, porque el gas no es tan fungible como parece, y la demanda aumentará mucho en las próximas décadas (principalmente por la demanda asiática y la sustitución del carbón).
5. **Harbour es una E&P de coste razonable,** con un OPEX que ronda los 15 dólares por barril. Hay empresas mejores (algunas tienen un OPEX inferior a 10 dólares), pero 15 dólares es un buen nivel. La dirección está muy centrada en los costes y la rentabilidad.
6. **Según nuestras cifras, la empresa puede generar un ROIC del 20% con un petróleo de 80 dólares,** que es el nivel de incentivo para nosotros (ciclo medio). Estimamos un EBITDA 2022E de unos 3.000 millones de dólares con precios del petróleo entre 70 y 80 dólares y un gas de 3,5 \$ mscf. Esto se compara con una capitalización de 4.600 millones de dólares y una deuda neta en 22E de unos 1.500 millones de dólares. El EV/EBITDA se sitúa en torno a 2,1x en comparación con su media histórica de 5-6x.
7. **Creemos que los precios del petróleo alcanzarán más de 100 dólares a partir de H222 o 2023,** momento en el que la capacidad excedente de la OPEP+ desaparecerá sustancialmente.
8. **Con el petróleo a 80 dólares, HBR produce un flujo de caja libre de unos 1.200 millones de dólares,** lo que significa que podrían comprar toda la empresa en unos 4 años (rendimiento del flujo de caja libre del 25%).
9. **Por último, hay que recordar que tras la fusión PMO-Chrysaor, la conversión de deuda en capital y el bloqueo de acciones de Chrysaor han llevado a una venta forzada de acciones.** Esto terminará en 2022, tras lo cual la acción debería volver a cotizar a niveles más normales. Creemos que 650p es el nivel al que debería cotizar con petróleo a 80 dólares y gas a 3,5 \$/mscf, y a un nivel mucho más alto si el petróleo supera los 100 dólares.

En conclusión, buena gestión, activos TIER 2 (que no crecen y luchan contra el declino), buenos costes/retornos, oportunidades en fusiones y adquisiciones, todo bajo un equipo gestor disciplinado. La empresa está muy barata, aunque la consideramos de alto riesgo.

No estamos invertidos en HBR por su capacidad de exploración, pero hay potencial en Indonesia y México (el campo de Zama y alrededor). Por último, **hay que tener en cuenta que asignamos un riesgo de categoría 4 a Harbour (riesgo máximo), por su tamaño y los riesgos operativos (es una empresa muy pequeña dentro del sector petrolero).**

Sintetizando, se trata de una acción que debería duplicarse cuando los precios del petróleo y gas se sitúen en 80 y 3.5 dólares y multiplicarse por 3 a precios más altos, aunque con un riesgo muy superior a la media.

**El fondo LTIF Natural Resources tuvo un buen 2021 (+41%). Tenemos un ciclo muy largo por delante**

**Estamos muy orgullosos de haber conseguido la distinción del mejor fondo de Recursos Naturales de 2021 en la plataforma *Sharing Alpha*, que pretende ser un centro de inversión independiente. Se agradece un poco de cariño después del estrés de dos años de pandemia mundial. Queremos compartirlo con todos los inversores al comenzar un nuevo año.**



**El fondo LTIF NR cerró el año 2021 con un +41% (123 euros por acción), muy por encima de la mayoría de los índices, tanto desde el punto de vista geográfico como sectorial.** Ha sido un muy buen año y, como comentamos anteriormente, estamos muy convencidos de que esto es sólo el principio: se está formando un **superciclo de materias primas**, un ciclo que normalmente es de larga duración debido a la dificultad de desarrollar nueva oferta. El LTIF NR también ha empezado con fuerza en 2022, con una subida del 9%, hasta terminar en enero en 132 euros p.a.

**Estamos convencidos de que estamos entrando en un superciclo debido a la superposición de los 2 ciclos: el ciclo de auge/caída de las materias primas/capex (tras 10 años de infra inversión) y el ciclo impulsado por la transición energética.** Esto está generando una demanda demasiado fuerte en algunas materias primas (cobre, litio, cobalto, aluminio, níquel, gas, etc.), mientras que, simultáneamente, está frenando la oferta de algunas otras (principalmente combustibles fósiles).

**La parte de energía y minería del LTIF NR ha sido la que mejor se ha comportado en 2021 (con una subida de más del 50% en ambos sectores),** mientras que los sectores de infraestructuras (cemento, sobre todo) y agroalimentario se han revalorizado en torno al 10%. Hemos aprovechado bien la subida de los precios de la energía, con una ponderación muy fuerte en petróleo y gas (alrededor del 50% del fondo), y en minería (35% del fondo), con el uranio ayudando mucho a su rentabilidad en 2021.

**Seguimos siendo muy optimistas con respecto al sector de las infraestructuras.** Estados Unidos, Europa, China y muchos otros países están avanzando con nuevos planes de infraestructuras a los que se añaden las inversiones necesarias para la transición energética. Hemos visto informes en los que se menciona que se necesitan 6 billones de dólares de inversión anual a nivel mundial para la transición energética (¡1/3 del PIB estadounidense cada año!), una cifra desorbitada que entendemos que es casi imposible de cumplir, dado que coordinar un volumen tan grande de recursos será complicado, ya sea para las materias primas, los trabajadores, la logística, etc. Las inversiones en infraestructuras beneficiarán a empresas como Heidelberg Cement y Buzzi Unicem (ambas con una fuerte exposición a EE. UU.), que están extremadamente baratas, y cuyas acciones seguimos comprando, sin prisa, pero sin pausa.

**Como esperábamos, los precios del salmón han vuelto a los máximos históricos.** No es tan complicado de analizar, dado que la oferta de Noruega (+4-5% al año) y Chile (+0% en 2021), que representan el 75% de la oferta mundial, no pueden satisfacer la demanda. El resultado: aumento de los precios. Las explotaciones de salmón que tenemos en el LTIF Natural Resources son baratas y pronto empezarán a registrar resultados mucho más boyantes. Hay que tener en cuenta que la mayoría de los precios de los alimentos está subiendo, que los altos precios del gas (y su escasez) han reducido la producción de fertilizantes y, por tanto, el suministro de alimentos. Los altos precios de los alimentos revelarán lo competitivo que es el "salmón" como producto a 7 euros por kilo en origen. También continúa el proceso de consolidación.

**El LTIF Recursos Naturales cotiza con una TIR del 14% y un IV de ciclo medio de 180 euros**

**El LTIF Recursos Naturales tiene una TIR sobre la inversión actualizada del 14% y un valor intrínseco de 180 euros por acción,** aunque estamos a la espera de una actualización de algunos de los valores que publicarán resultados en las próximas semanas.

**Con los precios de las materias primas en niveles tan altos, las empresas están generando un flujo de caja libre enorme, lo que está provocando que las valoraciones se muevan más rápido de lo habitual** (tenemos muchas empresas que generan un flujo de caja libre del 20-25% de su capitalización bursátil; a este ritmo, el valor de la empresa se consume en 3-4 años). Nuestras actualizaciones se quedan rápidamente obsoletas, ya que nos cuesta seguir el ritmo de los flujos de caja. Bendito problema.

Queremos recordar que el cálculo de la TIR y el valor intrínseco del fondo se realiza con modelos de valoración de ciclo medio. Como experimentamos en anteriores ciclos de materias primas, el mercado no tiende a detenerse en las valoraciones de ciclo medio, sino que, como un péndulo, se mueve de extremo a extremo. **Entendemos que, en nuestro escenario de superciclo de las materias primas, deberíamos poder alcanzar un valor liquidativo de 275-300 euros a medio plazo, y el objetivo de nuestro fondo es estar totalmente expuesto a esta tendencia.**

**El superciclo no ha hecho más que empezar**

Tras los buenos resultados del LTIF NR en 2021 y con algunos precios de las materias primas en niveles bastante altos, algunos inversores quieren saber si nos estamos acercando al final del ciclo. Nuestra respuesta es clara: **este ciclo no ha hecho más que empezar y será más largo de lo habitual debido al solapamiento entre el ciclo normal de las materias primas y el impacto de la transición energética.**

La transición energética está distorsionando los flujos de capital habituales, que están saliendo rápidamente de los combustibles fósiles, el cemento y otras industrias que emiten CO<sub>2</sub>, para dirigirse a las energías renovables y las industrias verdes. La tendencia es estructuralmente correcta, el problema es el *timing/coordiación* y la ejecución. Como casi siempre.

Lo llamamos la "**paradoja verde**": el capital se está moviendo demasiado rápido hacia la energía verde cuando debería seguir invirtiendo en combustibles fósiles e industrias tradicionales/contaminantes para satisfacer la demanda a corto y medio plazo, al tiempo que se obliga a reducir sus emisiones. **La oferta se mueve hacia cero emisiones, pero la demanda no**, como publicó recientemente el Financial Times. Directo al grano.

De hecho, **estamos frenando la oferta de algunas materias primas (principalmente los combustibles fósiles) frente a una demanda creciente (el resultado: precios altos), mientras que se acelera la demanda de otras (principalmente los metales verdes) frente a una oferta limitada (de nuevo, precios altos)**. Está claro que estamos entrando en una era en la que emitir CO2 va a ser muy caro, lo que tendrá un gran impacto en los precios de la energía y las materias primas.

Creemos que, tras una década de escasa inversión en petróleo y con una demanda en aumento, habrá un déficit que hará que los precios superen los 100 dólares en 2022 o 2023, una vez que se normalice el exceso de inventarios de la OPEP+. **Aquí nos enfrentamos de nuevo a la "paradoja verde". ¿Cómo invertir en petróleo cuando no podemos invertir en petróleo?** ¿Cómo proponer una inversión multimillonaria en un proyecto petrolero a 15 años cuando la mayoría de la gente piensa que es contaminante/tóxico, y estamos cerca del pico de demanda? Algunos jueces incluso piensan que es contrario a la ley.

#### **El petróleo ya está cerca de los 90 dólares. Los precios deben incentivar la oferta**

¡Cómo cambia la historia en poco tiempo! Unos meses después de que Biden se opusiera al oleoducto Keystone y propusiera reducir las licencias federales para la producción de petróleo en Estados Unidos, su administración, debido a los altos precios del petróleo, lanzó una agresiva campaña para presionar a la OPEP para que aumentara la producción de petróleo.

Esto es de nuevo una prueba de la paradoja verde: **Biden está enviando un mensaje doméstico sobre la necesidad de acelerar la transición energética y, al mismo tiempo, pidiendo a otros países que produzcan más combustibles fósiles. No tiene sentido.** Además, EE. UU. ha negociado la venta de reservas estratégicas junto con varios países, entre ellos China y Rusia, para bajar los precios, pero ésta es sólo una solución a muy corto plazo y, en nuestra opinión, es el momento de construir reservas, no de agotarlas. ¿Qué harán cuando los precios alcancen los tres dígitos?

El principal problema es la fuerte caída de la inversión desde 2013, que se traduce, por ejemplo, en que los nuevos descubrimientos de yacimientos caerán en 2021 al nivel más bajo de los últimos 75 años. La industria descubrió unos 4.700 millones de barriles en 2021, frente a los 12.000 millones de barriles de 2020. **Dado el colapso de la inversión, la exploración, etc., no podemos esperar ningún milagro, y el mundo se enfrenta a un déficit estructural durante muchos años.**

Además, hay varios problemas geoestratégicos, como el anuncio de México del fin de las exportaciones de crudo en dos años. México es el tercer exportador de América, después de Estados Unidos y Canadá, y es un importante proveedor de Estados Unidos, China, India, Corea del Sur y Europa. El gigantesco yacimiento marino de Pemex, Cantarell, era el segundo más productivo del mundo con más de 2m b/d no hace tanto tiempo, pero su producción se redujo a 160.000 bpd en 2019.

No podemos insistir lo suficiente en que el descenso de las tasas y el aumento del consumo interno en países tan poblados como México significan que las exportaciones están disminuyendo. China, por ejemplo, era un exportador neto de crudo hace apenas 20 años, pero ahora importa unos 10 millones de b/d, el 10% de la producción mundial.

## El mercado del petróleo sigue en déficit en enero de 2022

Basándonos en la caída de los inventarios mundiales, hemos calculado que **el mercado del petróleo ha terminado 2021 con un déficit de alrededor de 1m-1,5m b/d**. Saudi Aramco calcula que la escasez de gas está añadiendo 0,5 m b/d a la demanda de crudo, por lo que es probable que el déficit de invierno sea algo mayor.

**Además, la OPEP+ no está pudiendo aumentar su producción en 400.000 b/d al mes como estaba previsto**, debido a una serie de problemas que van desde ataques a las instalaciones (Libia), problemas de inversión/declino (Rusia) y problemas estructurales (Angola, Nigeria). Los aumentos de producción de la OPEP+ sólo han sido del orden de 250.000 b/d durante los dos últimos meses.

Una vez que se corrija el exceso de inventarios de la OPEP+ este verano, el crudo debería empezar a cotizar con una prima de riesgo (10(?) o 20(?) dólares por barril), porque cada vez que haya un problema geoestratégico, los precios del petróleo se dispararán. Tiempos interesantes.

A más largo plazo, dos noticias muy relevantes resumen lo complicado que será aumentar la oferta de petróleo en los próximos años:

- **Aramco ha declarado que su capacidad máxima de producción podría no superar los 12-13 millones de bpd que estima alcanzar en 2027.** Su capacidad actual es de 11 millones de bpd, lo que significa que no podemos contar con que el mayor exportador del mundo aumente sustancialmente el suministro.
- **El ministro de energía ruso ha comentado recientemente que la mayoría de sus reservas serán difíciles de recuperar, lo que requerirá enormes inversiones.** Recomendamos echar un vistazo al proyecto Vostok (o los proyectos ya realizados, como Yamal LNG, Power of Siberia, etc.) para comprender la magnitud y los riesgos de estos proyectos.

## El petróleo está muy caro ¿de verdad?

Las personas que afirman que los precios del petróleo son caros deberían fijarse en el siguiente gráfico. **El gráfico muestra que, en términos reales, el precio del petróleo no está muy lejos del de 1990.** De hecho, nuestro análisis sugiere que hemos vivido en una era de energía muy barata que está llegando a su fin. El mundo necesita completar una transición energética extremadamente compleja que requerirá precios más altos de la energía y de las materias primas. No se trata sólo de “arreglar” el lado de la oferta de la ecuación (reducir masivamente las emisiones de Co2), sino también el de la demanda (reducir u optimizar el consumo de energía per cápita, que es demasiado alto, vía precios).

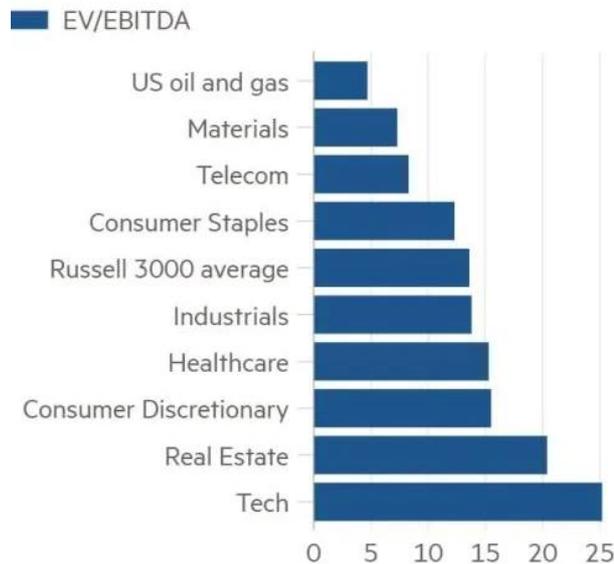


### El sector petrolero empieza por fin a generar flujo de caja libre

Es difícil encontrar malas noticias a nivel corporativo, porque **los beneficios están en un nivel récord, el sector está produciendo enormes flujos de caja libre (y pagando dividendos) y las acciones están empezando a tener rentabilidades altas.** Y lo que es más importante, el sector sigue respetando la disciplina financiera recientemente adoptada, lo que supone un verdadero cambio de régimen.

Dicho esto, las valoraciones siguen siendo increíblemente bajas, ya que el mercado sigue creyendo que el sector es tóxico en términos de ESG y que estamos cerca del pico de demanda. Por ejemplo, Goldman Sachs espera que Petrobras pague un dividendo del 30% a los accionistas en 2022, con la acción cotizando a 2,5x EV/EBITDA (lo que es típico en nuestra cartera).

## EV/EBITDA ratio by industry



Source: Raymond James Research  
© FT

**Tenemos una gran oportunidad de adquirir estos activos a precios de ganga, por lo que tenemos casi la mitad de LTIF Natural Resources en energía, principalmente petróleo y gas.** Es muy sorprendente (y según nuestra experiencia esta ineficiencia acaba corrigiéndose) que, con el Brent a 90 dólares, el sector siga cotizando como si el petróleo estuviera a 60 dólares.

**Además, el LTIF NR está mayoritariamente invertido en pequeñas y medianas empresas de alta calidad,** lo que hace que tengamos una exposición mucho mayor al sector, dado que la mayoría de las *majors* están usando los flujos de caja generados por los proyectos de petróleo y gas (con *TIRes* cercanas al 20%) y los está invirtiendo en renovables (con *TIRes* inferiores al 5%). **Esta es la razón por la que, en el espacio de los recursos naturales, no es aconsejable invertir en índices o ETFs que estén mayoritariamente expuestos a las *majors* y grandes capitalizaciones, donde el flujo de caja libre marginal está volando hacia "activos verdes de baja rentabilidad y alto riesgo regulatorio".**

#### La energía nuclear sigue ganando apoyos para ayudar a la transición

**La energía nuclear sigue ganando impulso, con el Reino Unido situando la energía nuclear en el centro de su estrategia de cero emisiones, y la UE etiquetando la nuclear y el gas como energía verde** (no hay otra opción). Esto es sólo el principio, y entendemos que la mayoría de los países se verán obligados a cambiar sus estrategias energéticas y devolver la energía nuclear al *baseload*.

Es cierto que muchos países y la opinión pública se resisten. El partido verde en el gobierno alemán y sus "grandes y poderosos" aliados, Luxemburgo y Austria, lideran la resistencia, que al final quedará en nada, porque el aumento de las facturas de los consumidores y su impacto en las elecciones les superará.

Las empresas energéticas alemanas están empezando a pasar apuros y el gigante Uniper acaba de anunciar problemas de liquidez debido a la subida de los precios de importación del gas y a sus dificultades para repercutir las subidas de precios a sus consumidores. Nunca hay que invertir en empresas que no

pueden repercutir los aumentos de costes a sus clientes (Eskom en Sudáfrica es un excelente ejemplo). A pesar del caos, Alemania sacó de la red 3 de las 6 centrales nucleares que le quedaban para finales de 2021 y tiene previsto cerrar el resto para finales de 2022.

**Actualmente se habla mucho de las pequeñas centrales nucleares modulares.** Rosatom ya conectó la primera central nuclear flotante en 2019, y Rusia tomó la decisión estratégica de confiar principalmente en este tipo de reactores para desarrollar el Ártico. Aunque la prensa no ha informado mucho sobre ello, el desarrollo de la ruta ártica como competencia del antiguo Canal de Suez es un proyecto enorme que tendrá un impacto sustancial en el mundo en los próximos años. El desarrollo de la región ártica rusa (que comprende la mayor parte del Ártico) será una cuestión importante en los próximos años. Puede que no sea apta para unas vacaciones de verano, pero es la principal reserva de riqueza natural sin explotar.

**Tenemos un 10% del fondo LTIF NR en uranio que, entendemos, requerirá precios más altos para incentivar nueva oferta. El sector lo hizo muy bien en 2021 y esperamos lo mismo en los próximos años.**

#### **Tenemos el 35% del LTIF NR en la minería (incluido el uranio)**

**Seguimos siendo muy positivos sobre el sector minero a medio y largo plazo,** aunque hemos adoptado cierta cautela ante la desaceleración de la economía china, que suele representar más del 50% de la demanda mundial de muchas materias primas, como el cobre. **Estamos invertidos principalmente en cobre y níquel, dos de las materias primas cuya demanda va a explotar debido a la transición energética hacia las renovables (cables, baterías, turbinas, coches eléctricos, etc.; todo necesita cobre y níquel).**

El sector no está tan barato como el energético, ya que cotiza en torno a los niveles de ciclo medio, pero sigue teniendo un enorme potencial. Por ejemplo, nuestra estimación de que Glencore obtendrá más de 20.000 millones de dólares de EBITDA en 2022 a los precios actuales de las *commodities* compara con una capitalización de mercado de 50.000 millones de dólares. La empresa tiene un grave problema: ¿qué hacer con tanto dinero? Finalmente ha declarado que una deuda neta inferior a 10.000 millones de dólares no es óptima y que el dinero irá a parar a los accionistas. **Esto ocurre en todo el sector, que sigue mostrando una disciplina financiera como nunca se había visto.**

**También se está iniciando (o continuando) un proceso de consolidación de la industria,** con la mayoría de las grandes empresas buscando nuevos proyectos alineados con la esperada demanda de "metales verdes". Destacamos el interés de BHP por Ivanhoe en el Congo, lo que demuestra el problema al que se enfrentan las grandes empresas: no hay suficientes proyectos buenos con suficiente escala. En cuanto al cobre, la mayoría de los nuevos proyectos no superan una ley del 0,5%, frente al 1% actual de las minas en producción. **Hay problemas con la escala, la ley, los costes, los impuestos y el medio ambiente, sin mencionar las pesadillas políticas/legales como las que Pebble (Northern Dynasty) está experimentando en Bristol Bay. Como hemos dicho, es extremadamente difícil desarrollar nueva oferta en el sector de la minería.**

La esperada consolidación de la industria del níquel en Australia Occidental se está materializando con la adquisición de Western Areas por parte de Independence. Después de muchos problemas y una mala ejecución del proyecto, Panoramic finalmente envió su primer mineral de níquel a finales de diciembre (Western Areas cita su participación del 20% en Panoramic como la principal palanca de níquel en el futuro). Una empresa de níquel consolidada podría atraer el interés de las dos grandes empresas de la región (Glencore/BHP), o de alguna otra, dada la falta de minas de níquel (un mercado muy pequeño). Tenemos las tres empresas en la cartera. Dadas las valoraciones actuales y los flujos de beneficios, lo que va a ocurrir parece obvio: fusiones y adquisiciones.

Para concluir este boletín, hemos añadido un par de gráficos que muestran en qué punto del ciclo nos encontramos y el potencial que nos espera. El superciclo acaba de empezar. Disfruten del viaje

**Ratio MSCI World /MSCI Mining**



Fuente: Bloomberg

**Ratio MSCI World /MSCI Energy**



Fuente: Bloomberg

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

**Febrero 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**

ISIN: LU0244071956  
Telekurs: 2'432'569  
Bloomberg: LTIFCLA LX

### **LTIF – Classic USD**

ISIN: LU0301247077  
Telekurs: 3'101'820  
Bloomberg: LTIFCLU LX

### **LTIF – Classic CHF**

ISIN: LU0301246772  
Telekurs: 3'101'817  
Bloomberg: LTIFCLC LX

### **LTIF – Classic EUR-D**

ISIN: LU1449969846  
Telekurs: 33'180'015  
Bloomberg: LTIFCLD LX

### **LTIF – Natural Resources EUR**

ISIN: LU0244072335  
Telekurs: 2'432'575  
Bloomberg: LTIFGEV LX

### **LTIF – Natural Resources USD**

ISIN: LU0301247234  
Telekurs: 3'101'839  
Bloomberg: LTIFGEU LX

### **LTIF – Natural Resources CHF**

ISIN: LU0301246939  
Telekurs: 3'101'836  
Bloomberg: LTIFGEC LX

### **Agente de administración central:**

FundPartner Solutions (Europe) SA  
15 avenue J.F. Kennedy  
L-1855 Luxembourg  
Grand-Duchy of Luxembourg

### **Gestora de inversiones:**

SIA Funds AG  
Alpenblickstrasse 25  
CH-8853 Lachen  
Switzerland

### **Depositario:**

Pictet & Cie (Europe) SA  
15A avenue J.F. Kennedy  
L-1855 Luxembourg  
Grand-Duchy of Luxembourg

### **Domicilio social:**

15 avenue J.F. Kennedy  
L-1855 Luxembourg  
Grand-Duchy of Luxembourg