

El informe trimestral ya está disponible en nuestra página web y próximamente lo estará la carta trimestral.

Con relación a la actualidad, tenemos una exposición relevante en nuestros fondos a compañías que operan en el mundo de las materias primas: oro, industriales y relacionados con la energía. Estos sectores son especialmente **sensibles al ciclo** y por tanto a las circunstancias que afectan a la relación entre la oferta – lo que se produce – y la demanda – lo que se consume –.

Estamos continuamente leyendo y escuchando noticias acerca del COVID-19, de nuestro obligado confinamiento, y de su impacto en la demanda de bienes y servicios y por tanto su afección directa al crecimiento del PIB mundial. Aunque sin dudas todo ello es muy importante, poco se habla del *shock* de oferta, y consideramos que en el medio/largo plazo va a tener mucha más relevancia en la formación de los precios que el *shock* actual de demanda.

En este sentido, te transmito unas líneas en las que reflexionamos acerca de:

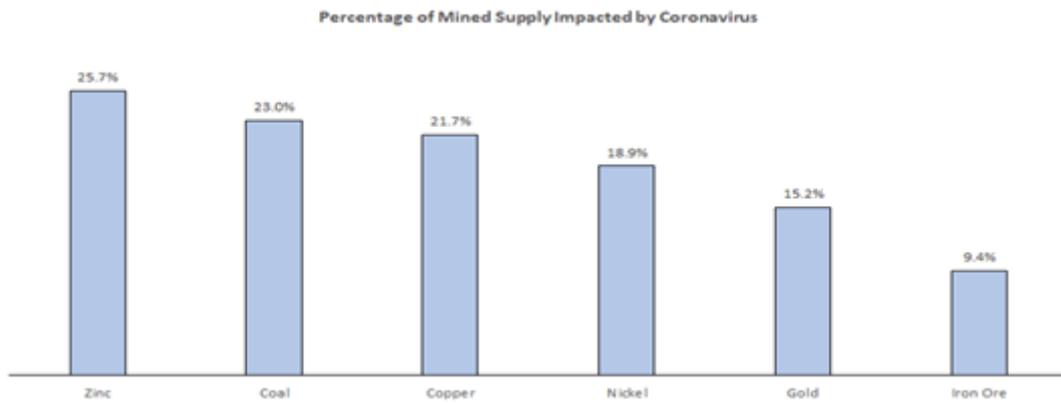
- **Cómo han afectado a la capacidad de producción (oferta) de materias primas las medidas diseñadas para detener la expansión del virus.**
- **En qué situación ya se encontraba la oferta (productores) al acaecer este evento.**
- **¿Qué podemos esperar? “ya sabemos cómo termina esto...”**
- **El posible aspecto inflacionario – futuro – de la expansión monetaria (“helicopter money”)**
- **Fragilidad de las cadenas de suministros y sus posibles consecuencias**

Del **análisis histórico de los ciclos económicos pasados** podemos sacar la conclusión de que cada uno fue, **a su manera, único**. Las circunstancias de cada crisis, las causas inmediatas y los **factores que finalmente desencadenan la recuperación son siempre distintos**.

Sin embargo, sabemos que **estos ciclos nunca duran** eternamente, por muy incierto que parezca el momento actual y por muy grave que sea la presión psicológica generada en el entorno actual, la realidad siempre ha confirmado que situaciones como esta, depresión de ciclo (más si cabe de la forma tan dramática y abrupta como ha ocurrido en este caso), proporcionan una enorme oportunidad de comprar grandes activos a precios que, en puridad, son ridículamente baratos.

Pero hagamos algunas observaciones sobre la situación actual:

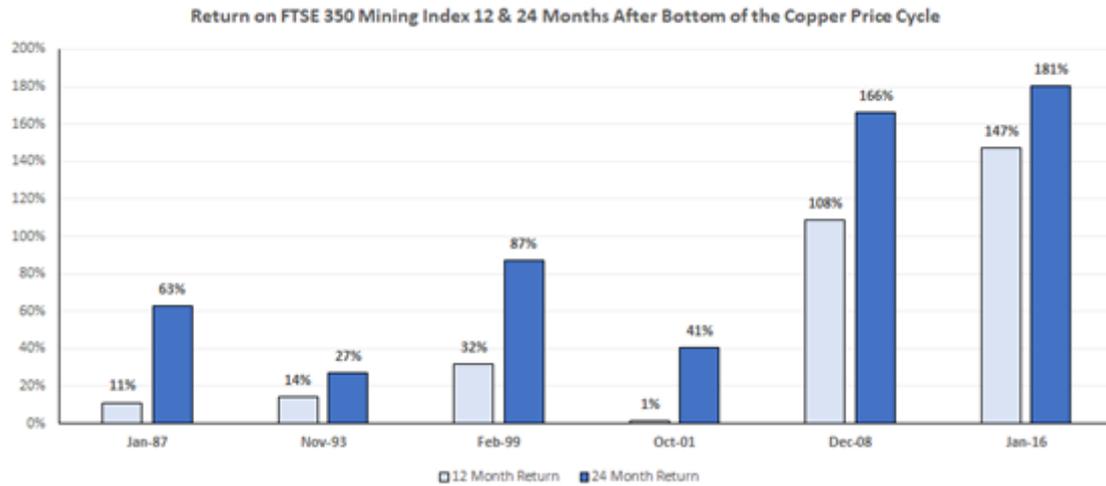
1. En primer lugar, la situación que estamos viviendo ha representado un shock de oferta tanto como un shock de demanda.
  - Casi un cuarto de la oferta minera, en un rango de diferentes materias primas, se ha visto afectado por las medidas diseñadas para detener la expansión del virus.



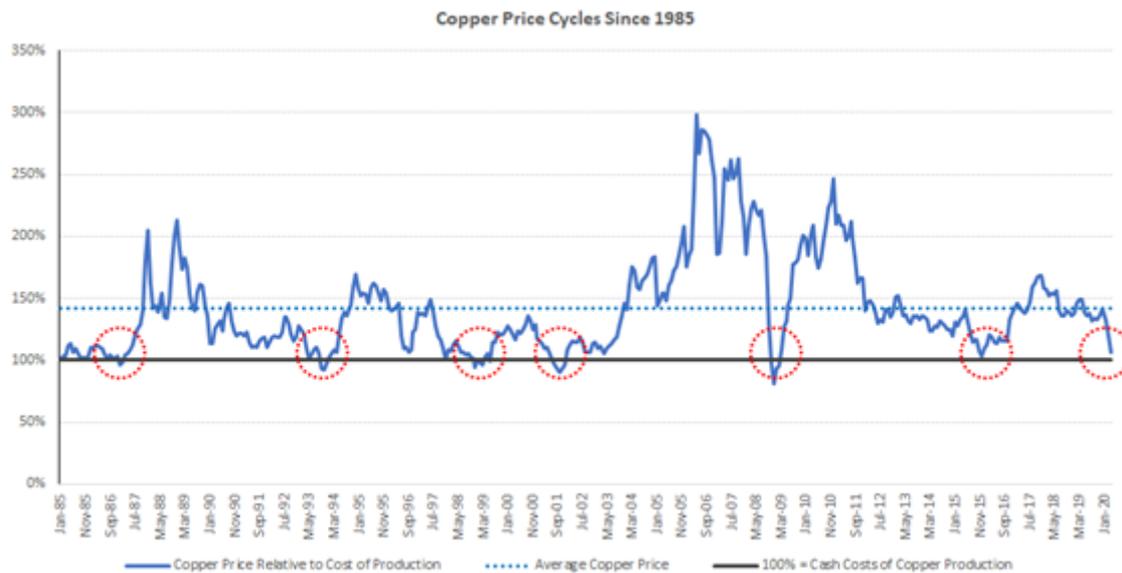
- Comparando este hecho con otros ciclos recientes (el “aterriaje forzoso” de China de 2014/2015 o la gran crisis financiera de 2008/2009) el lado de la oferta de la ecuación nos indica una diferencia inmediatamente:
    - Durante el 2008 y el 2015, los años de **exceso de inversión** durante la etapa previa al estallido de la burbuja, se generó un enorme exceso de oferta justo en el punto en el que la demanda se estaba debilitando, lo cual llevó a un superávit sostenido de muchas materias primas.
    - En claro contraste con esta realidad, la etapa que precedió a la situación actual estuvo marcada por una profunda “austeridad” en la inversión nueva, ya que la industria minera, tras la crisis anterior, estaba inmersa en una férrea disciplina de control sobre el capital y de “valor sobre volumen”, en un intento de corregir los excesos del pasado.
    - Además, la recuperación – inicial – del coronavirus ha tenido lugar primero en aquellos lugares (particularmente en China, pero también en Corea del Sur) que son grandes consumidores de recursos naturales y que, no obstante, tienen acceso muy limitado a recursos naturales “locales” por parte de la oferta.
    - Por otro lado, aquellos lugares que están empezando ahora a enfrentar el coronavirus, tales como Latinoamérica o África, consumen muy poco (por lo que el “cierre” tendrá un impacto limitado en la demanda), pero son muy importantes en términos de su contribución a la oferta.
    - Como siempre, la demanda puede moverse mucho más rápido que la oferta, por lo que, de la misma forma que la caída de los precios de las materias primas ha sido tan dramática en el curso del mes pasado, la recuperación en las producciones será probablemente igual de notable.
    - Existe una asimetría clara en el impacto y la recuperación del coronavirus entre productores (tardía) y consumidores (temprana) que creará una situación de oferta-demanda de materias primas mucho más equilibrada que en ciclos anteriores.
2. En segundo lugar (y aunque suene repetitivo) “ya sabemos cómo termina esto...” El impacto humano de la pandemia actual es sin lugar a dudas terrible. No obstante, también lo fue la gripe de Hong-Kong de 1968 que se cobró un millón de vidas, la gripe asiática de 1958 que tuvo un impacto similar y, como no, las devastadoras pandemias de 1918 y 1889.

- Sin embargo, estos acontecimientos no arruinaron el crecimiento económico de la Europa y el Estados Unidos de preguerra, que eran entonces las economías en desarrollo.
- De hecho, poniendo el foco en el precio del **cobre** durante los diversos ciclos de expansión y contracción, podemos ver que el *shock* actual ha precipitado una respuesta en el precio que hemos visto en otras 6 ocasiones desde 1985, y cada una de ellas, representó una oportunidad de inversión muy significativa. El índice FTSE 350 Mining generó un retorno del 94% de media en 24 meses (rango entre 64% y 181%) después de que el precio del cobre alcanzara los niveles que vemos hoy.

?



?



3. En tercer lugar, un factor a tener muy presente es el posible aspecto inflacionario futuro del "helicopter money" que hemos visto introducido en Occidente.

- La reacción monetaria inicial de una crisis de demanda tiende a ser netamente deflacionaria: se contrae la actividad económica, se consume menos, la población ajusta sus gastos a su nueva situación de ingresos, ocurren quiebras empresariales etc.
- No obstante, en los últimos meses hemos generado una serie de opciones de compra sobre producción futura sin hacer nada para crear nueva capacidad productiva que pueda responder a esta demanda. Ya hemos visto cómo multitud de países condonaban la deuda de diferentes instituciones (como por ejemplo la de la NHS, el Servicio Nacional de Salud, en el Reino Unido). Igualmente, las siguientes derivadas de estas opciones de compra (la resaca de la impresión monetaria), se dan en el momento en el que con una capacidad productiva mucho más reducida en la economía, poco a poco y con el tiempo, volvemos a consumir, de nuevo, sin haber hecho nada para crear dicha capacidad productiva adicional. En términos generales, ¿de verdad van los gobiernos a reclamar los préstamos que se han concedido durante la crisis? ¿No será mucho más fácil a nivel político simplemente condonar – o “pagar” vía inflación – la deuda? Obviamente, todo esto afecta especialmente al oro, pero de manera extensiva creemos que afecta al valor de los activos reales en general.

4. Por último, opinamos que la crisis ha puesto en evidencia la **fragilidad de las cadenas de suministro** en un mundo excesivamente optimizado.

- En el caso de una materia prima como el uranio, parece que estamos viendo desarrollarse este efecto en tiempo real. Aquí, la lógica de confiar en que se entregue “justo a tiempo” una materia prima crítica con limitadas fuentes de oferta ha demostrado ser una estrategia de alto riesgo. Y sus efectos se dejan notar con una subida del 31% en lo que llevamos de año.
- ¿Llevará este reconocimiento de debilidad a un ejercicio global de almacenamiento tras la crisis, al intentar incorporar un mayor grado de antifragilidad (como diría Taleb) a la economía mundial?
- Consideramos aquí de forma explícita en un intento de reconstruir las cadenas de distribución y la capacidad locales, cuando las preocupaciones políticas nacionales ganen prioridad sobre lo que sería óptimo desde una perspectiva global, pero que depende, no obstante, de la buena voluntad de extraños para funcionar.

Por todo lo anterior, y aceptando que en periodos de corto plazo los argumentos expuestos pueden carecer de valor, confiamos en que las compañías que operan en los distintos sectores de materias primas en los que tenemos intereses van a estar expuestas muy posiblemente a un ciclo de crecimiento, con tensiones en la oferta que pueden afectar seriamente a los precios de las mismas (como ya se ha puesto de manifiesto en el oro, +12% en lo que vamos de año y empieza a ocurrir seriamente en el uranio, +31,5% en lo que vamos de año) sin perjuicio de atravesar periodos como los que estamos viviendo en el gas y en el petróleo (con caídas cercanas al 66% en lo que llevamos de año para este último) pero que ineludiblemente desembocarán en situaciones de déficits de producción ante la imposibilidad de sostenerse en precios que generan insuficientes o nulos retornos a las inversiones.

Quedamos a su disposición.