RESEARCH

# Tema del mes: La inversión en materias primas

6 págs 10 min.

**Materias primas** **Inflación** **Energía** **Cobas Research**

## 1.1 ¿Qué son las materias primas?

Las materias primas son materiales o bienes naturales que se recolectan y procesan para su uso en la actividad humana, como el petróleo, el azúcar y los metales preciosos. Forman la base de nuestra economía, pues son necesarias para la producción de infinidad de bienes. En el ámbito financiero, para ser comercializados como materias primas, los productos deben **estar suficientemente normalizados** (mismo producto, misma calidad) y ser utilizables después de la entrega y **comercializarse a granel.**

Las principales categorías son:

**Energía**: petróleo, gas...
**Metales básicos**: cobre, aluminio, níquel...
**Metales preciosos**: oro, plata...
**Agricultura**: trigo, azúcar, café...

En comparación con las otras grandes clases de activos financieros, es decir renta variable y renta fija, las materias primas presentan una serie de características que las diferencian:

• Dada la naturaleza del bien para cubrir necesidades primarias (i.e. aclimatación de la temperatura de los hogares o nuestra alimentación) la **demanda** es, en general, **inelástica**.

• La **oferta** está compuesta por la producción y el nivel de inventarios. Este último juega un papel mucho más importante en aquellas materias primas extraíbles del subsuelo para el equilibrio de precios.

• Los **precios** al contado de las materias primas están determinados por el equilibrio entre oferta y demanda, y no por el descuento de sus flujos económicos futuros.

Al depender mucho más de factores de oferta y demanda, climáticos, a la vez que de la situación geopolítica del entorno donde se opera, hace que sus precios sean mucho más volátiles y que respondan al ciclo económico de manera diferente a como lo hacen otros instrumentos financieros.

Por estos motivos las materias primas se entienden como un buen activo para dotar de **descorrelación** con la evolución de los índices, por reaccionar al comportamiento de la economía de forma diferente a las acciones o bonos. Son la protección obvia a desordenes monetarios y se entienden como una protección natural contra la inflación.

De las principales desventajas, hay que destacar las dificultades logísticas y costes de almacenamiento. Este es el motivo principal por el que no se suele comprar materias primas físicas; la dificultad o imposibilidad de custodiar el activo. Solo suele tener sentido para los productores de la materia.

Cuando no existe un interés en poseer el bien en sí mismo, la **inversión** se realiza generalmente de forma **indirecta**, utilizando instrumentos financieros. Se invierte en un producto que las utiliza como un subyacente.

¿Cuáles son estas posibles formas de inversión? Se puede invertir a través de índices de materias primas, productos derivados (como futuros y opciones) o a través de acciones. Centrémonos en esta última.

## 1.2 La inversión vía acciones

Una de las opciones es la de invertir en acciones de **empresas productoras de materias primas**.

De entrada, es importante resaltar que hablamos de negocios que venden un producto indiferenciable o prácticamente indiferenciable, lo que les hace muy difícil generar ventajas competitivas duraderas en el tiempo.

Lo más importante es confirmar la exposición real a la materia prima en cuestión, pues podemos encontrarnos con compañías que produzcan varias materias distintas, o por ejemplo una empresa puede estar más expuesta al refino que al petróleo, o compañías con coberturas parciales o totales sobre el precio. Es por ello por lo que la evolución de las cotizadas no refleja siempre el mismo comportamiento que el precio de la materia prima, hay que atender a las características propias de cada compañía.

**"Cuantas más reservas tenga una compañía, menor será su necesidad de incurrir en gastos de Capex de expansión."**

En este segmento, es importante conocer la posición de la compañía en la curva de costes de la industria, ¿por qué? Porque los productores de materias primas no tienen **ningún control sobre el precio de venta** de la materia prima, el cual es fijado por las fuerzas de oferta y demanda, por lo que aquellas que tengan menores costes seguirán siendo rentables.

Otro dato importante son las **reservas probadas y probables**: Cuantas más reservas tenga una compañía, menor será su necesidad de incurrir en gastos de Capex de expansión.

**Fuente**: Bernstein, IEA, Bloomberg.

Suelen ser compañías muy intensivas en capital por lo que se trata de un **sector bastante apalancado**. Es cierto que el sector en general ha conseguido sanear mucho sus balances desde la última crisis, pero una vez más es de vital importancia el control de costes para asegurar la rentabilidad.

Por otro lado, cuando los precios de la materia prima en cuestión se revalorizan, como está sucediendo en los últimos trimestres en muchas materias primas, suponen ganancias exponenciales para la compañía por este mismo efecto.

El posible impacto de **problemas geopolíticos**, por presencia en países conflictivos que pueden determinar la capacidad de producción o de comercio del material en cuestión, también es una cuestión de vital importancia, sobre la cual actualmente tenemos un ejemplo latente como es el conflicto entre Rusia y Ucrania, dos grandes productores de algunas de las materias primas más necesarias para la sociedad, como energía o cereales.

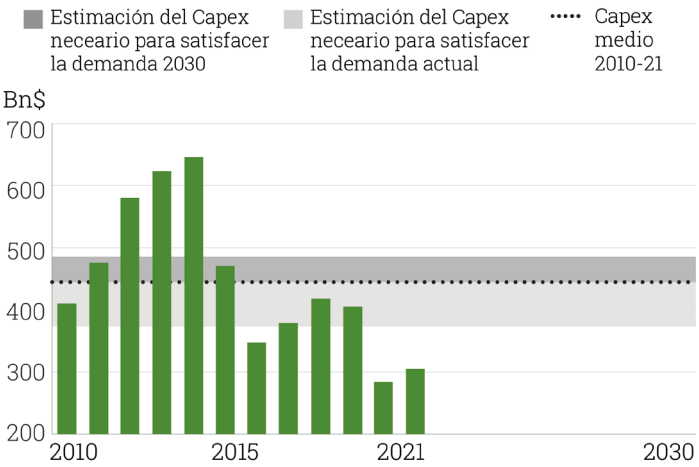
Otra de las opciones es la de invertir en **proveedores de infraestructuras** a la industria.

Se trata de negocios cuya relación con el precio de la materia prima no es tan directa como en el caso de los productores, siendo su negocio más dependiente del propio **ciclo de capital** e inversión.

Generalmente, hablamos de negocios que requieren de mucho capital y deuda para desarrollarse, deuda que normalmente suele tener un contrapeso en la estructura de los contratos, generalmente firmados a largo plazo, existiendo cierta similitud con un negocio de infraestructuras, y ofreciendo una gran visibilidad sobre la generación de caja futura.

En este caso, lo más relevante es detectar la fase del ciclo de capital en la que nos encontremos.

**Capex global para desarrollo de campos de petróleo (B$)**



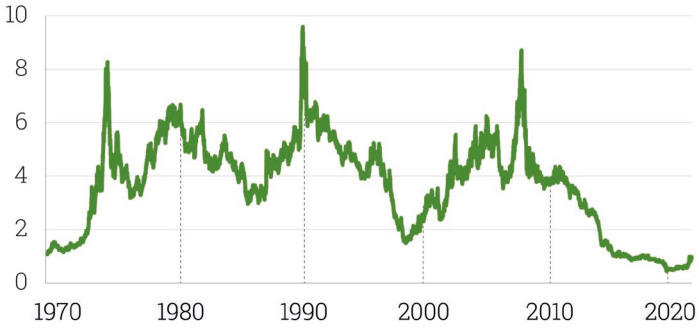

**Fuente:** Barclays Research.

## 1.3 ¿De dónde venimos y hacia dónde vamos?

Tanto los bonos como las acciones han estado en alza "en duración histórica". Los bonos han estado subiendo con interrupciones ocasionales durante 40 años, las acciones durante once. Pero lo que podríamos llamar la tercera clase de activos más importante, las materias primas, no se ha sumado

Pero eso está comenzando a cambiar

**Las materias primas están baratas en relación a la bolsa**




**Fuente:** Bloomberg- SGCI S&P Commodity Index vs S&P 500

Desde que tocaron fondo en las primeras etapas de la pandemia, todo tipo de productos básicos (energía, materiales, alimentos) han aumentado de manera constante. ¿Qué ha provocado este cambio de tendencia?

**Mayores expectativas de crecimiento global** gracias a la reapertura de las economías combinado con un estímulo monetario y fiscal masivo, derivando en un incremento de la demanda de materias primas, principalmente de aquellas vinculadas al ciclo económico, gracias a la reactivación del comercio y de la actividad industrial.

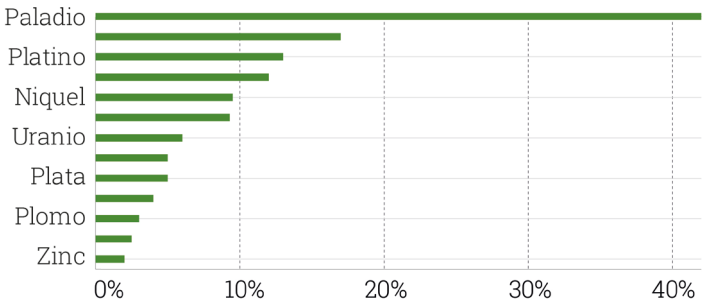
Una década de bajos precios de las materias primas significa que los productores no han invertido en capacidad, lo que **ha limitado la oferta y tensionado la capacidad del nivel de inventarios**. Ante la mejora de las perspectivas de la demanda, las existencias de productos básicos que se han dejado disminuir, deberán reconstruirse. Un aspecto clave es entender que la oferta no se adapta rápidamente a las necesidades de la demanda, pues normalmente hacen falta años de inversión, extracción o de perforación para poder adquirir el incremento necesario para disminuir el déficit de oferta.

Las **expectativas de los inversores sobre la inflación** futura fueron aumentando y esto suele reflejarse en un alza del precio de las materias primas, como hemos comentado anteriormente, su retorno tiende a subir cuando la inflación es más elevada.

A este escenario, se ha sumado el conflicto geopolítico entre Rusia y Ucrania, provocando un crecimiento "desorbitado" de los precios de algunas materias primas. ¿Por qué? Rusia y Ucrania juegan un rol estratégico en los mercados mundiales de productos básicos siendo grandes exportadores de materias primas.

**Rusia es el principal productor de muchas materias primas**

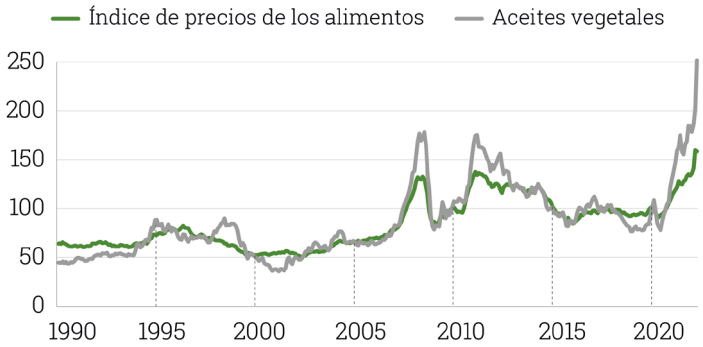
**Oferta rusa como % del total mundial**




**Fuente:** Stifel Nicolaus FT.

Probablemente el más evidente es el impacto que estamos viendo en **el sector energético**. Los desequilibrios ya existentes en el mercado de la energía se han agravado por la invasión de Ucrania y las correspondientes sanciones a Rusia, pues esta última representa una parte importante del suministro global de petróleo (sobre un 12%) y de gas (en torno al 17%). Como consecuencia de ello y especialmente con Europa buscando reducir su exposición a Rusia, que representa más de un 40% y un 25% de su consumo de gas y petróleo respectivamente; serán necesarias fuertes inversiones adicionales en infraestructuras energéticas.

**Los precios mundiales de los alimentos, especialmente de aceites, han subido a niveles récord**




**Fuente:** Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura (FAO)

Los consumidores de todo el mundo sentirán el "enorme impacto" de la guerra de Rusia contra Ucrania a través de precios de **los alimentos** fuertemente más altos y una interrupción significativa en las cadenas de suministro agrícola. Rusia y Ucrania dominan el 52% del aceite de girasol del mundo, representan casi una cuarta parte de las exportaciones mundiales de trigo y maíz frente a inventarios ya ajustados, con costes de insumos para la agricultura que aumentarán y con el potencial de interrupciones en las exportaciones mundiales de fertilizantes dada la importante cuota de mercado de Rusia.

Rusia y Ucrania lideran la producción mundial de metales como el níquel, el cobre y el hierro. También participan en una gran medida en la exportación y fabricación de otras materias primas esenciales como el neón, el paladio y el platino.

Rusia también es el tercer productor de oro, después de Australia y China. Según datos del Consejo Mundial del Oro, el año pasado abasteció 350 toneladas del metal precioso.

En definitiva, vemos la espiral alcista que ha supuesto para gran número de materias primas el conflicto; el aumento de los costes energéticos y de las materias primas significa más inflación, es absolutamente inevitable.

## 1.4 Exposición de nuestras carteras

En nuestras carteras, especialmente en nuestra Cartera Internacional, tenemos una exposición bastante relevante a materias primas, especialmente petróleo y gas, tanto de forma directa vía productores, como de forma indirecta vía proveedores de servicios e infraestructuras.

**Hoy vivimos en un escenario donde es necesario tener fuentes de energía que nos ofrezcan una seguridad de suministro estable** ante los diferentes escenarios de origen y tipología diversa (ya sean climáticos, geopolíticos, etc). Todo ello en busca de accesibilidad, abundancia, un coste razonable y reducidas emisiones contaminantes. Mientras que durante los últimos años el factor más importante en la toma de decisiones de inversión (principalmente en Europa) ha sido sólo la transición energética, creemos que ahora habrá que compaginarlo con la seguridad de suministro.

En este escenario algunas de las fuentes de energía que hace unos meses parecían según algunas narrativas del mercado fuera de la ecuación (petróleo, gas, energía nuclear), enfrentándose a una extinción inmediata, vuelven a recuperar su importancia, como energías de transición necesarias, que en la situación actual requieren de mayor inversión.

Pensamos que la evolución de las diferentes fuentes de energía dentro de la matriz energética tiene que ser ordenada, gradual y equilibrada para resolver la disyuntiva energética actual a la que nos enfrentamos, y debe incorporar los criterios de sostenibilidad, pero también los de seguridad de suministro y coste.

**Proporción de fondos europeos sobre ponderados en Energía**

**Fuente:** Barclays Research, EP FR, Datastream, Bloomberg. MSCI.

En la medida que excluyamos algunas fuentes de energía, habrá menos recursos para invertir en ellas, los costes de capital tenderán a subir, requiriendo mayores rentabilidades, lo que a su vez exigirá mayores precios de dichas materias primas. Por tanto, debemos ser conscientes y equilibrar y acompasar los objetivos de transición energética de largo plazo, con las necesidades que tenemos de seguridad de suministro y coste en el corto y medio plazo.

Por todo esto, en los últimos trimestres hemos mantenido una exposición importante de nuestra cartera **al sector de la energía**. Habiendo encontrado buenas compañías cotizando con descuento en toda la cadena de valor.

A continuación, exponemos los principales bloques que estructuran la exposición de nuestra Cartera Internacional:

**Infraestructuras LNG**: A la ya prevista necesidad (ver carta del 3Q21) de infraestructuras adicionales de regasificación y transporte (típicamente expuestos a contratos fijos a largo plazo) para obtener más gas, ahora se suma la necesidad de capacidad adicional para reducir la dependencia del gas ruso.

**Infraestructuras de Transporte de gas y petróleo**: incluye gasoductos (con contratos fijos a largo plazo) y transporte de crudo con petroleros, expuestos al precio de los fletes diarios, que varían en función de la demanda/oferta de barcos, y responden a la evolución de la demanda de crudo. La demanda sigue creciendo, unido a una flota cada vez más vieja que tenderá a reciclarse y una menor oferta de nuevos barcos para los próximos años, deberán beneficiarse de unos fletes mayores.

**Proveedores servicios: petróleo, gas, nuevas tecnologías sostenibles:** típicamente expuestos a contratos con terceros basados en los ciclos de inversión del sector energético, donde parece inexorable un aumento de la inversión para corregir los desequilibrios comentados.

**Productoras de petróleo y gas**: expuestas en la mayor parte a precios de la materia prima al contado. Los mayores precios de la materia prima y también la reducción de costes de los últimos años, provoca que generen más caja que nunca, lo que combinado con una política de asignación de capital más equilibrada respecto a ciclos anteriores (reducción de deuda, pago de dividendos, recompra de acciones) permite un beneficio rápido y directo por parte de los accionistas.

Lo más interesante de nuestra exposición al sector de la energía es que la mayor parte (el 28% de la cartera internacional) no depende del precio del petróleo, gas o derivados, sino de la imperiosa necesidad de invertir para asegúranos la seguridad de suministro.

Ante un entorno geopolítico complejo y una situación económica muy incierta el equipo de inversión en Cobas se mantiene enfocado en aquello donde podemos añadir más valor, que es en la búsqueda de compañías muy infravaloradas, con un balance sólido, y preparadas para soportar diferentes escenarios.

**Infraestructuras LNG (11%)** Golar LNG, Exmar, Gaslog y Dynagas.

**Productoras de petróleo y gas (13%)** Kosmos, BW Energy, Cairn Energy, Energean, Enquest, IPCO y Panoro Energy.

**Proveedores servicios: petróleo, gas, nuevas tecnologías sostenibles (11%)** M.Tecnimont, BW Offshore, CGG, Petrofac, Subsea7 y TGS.

**Infraestructuras de Transporte de gas y petróleo (11%)** International Seaways, Energy Transfer y Teekay Corp.