

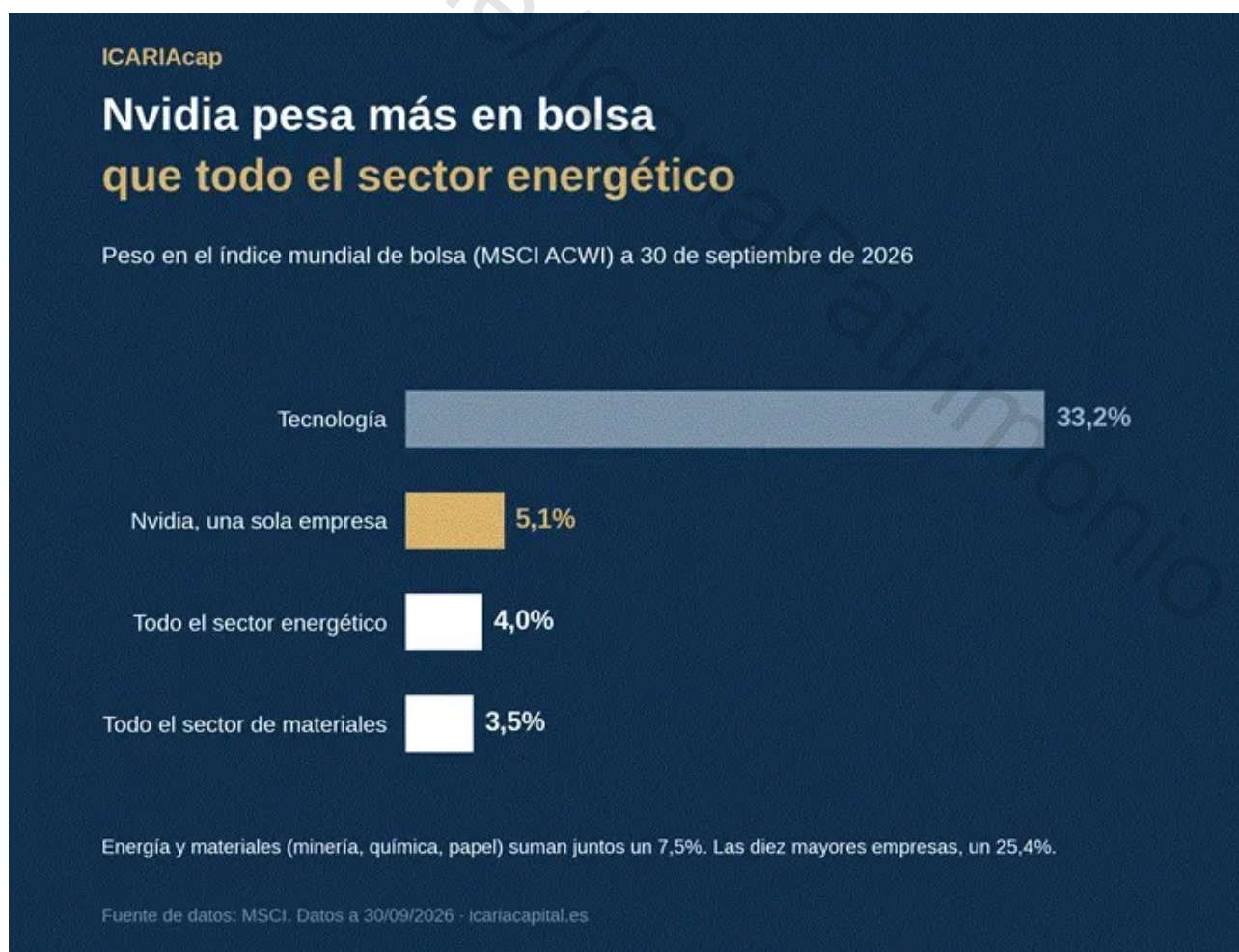
# Análisis Ninety One Global Natural Resources

<https://icariacap.substack.com/p/nvidia-pesa-mas-en-bolsa-que-todo>

*Análisis del fondo que lleva siete años seguidos batiendo a su índice, y el porqué la inteligencia artificial necesita petróleo, gas, cobre, oro y fertilizantes.*

Si tienes un fondo indexado a la bolsa mundial, hay una cosa que seguramente no sabes. Nvidia, una sola empresa, pesa más en ese índice que todo el sector energético junto. Más que todas las petroleras, las gasistas y las empresas de servicios petroleros que forman parte del índice, sumadas.

Lo he comprobado en la última ficha de MSCI, de finales de septiembre. Nvidia pesa un 5,1% y la energía, un 4%. Si sumas energía y materiales, que es donde están la minería, la química o el papel, no llegas ni al 7,5%. La tecnología, en cambio, ya supera un tercio del índice.



Dicho de otra forma, quien invierte en todo el mundo apenas tiene nada en las empresas que sacan el petróleo, el cobre, el oro o los fertilizantes. Y tiene muchísimo en un puñado de tecnológicas que dependen, cada vez más, de esas mismas materias primas para funcionar.

Te pongo un ejemplo de este mismo verano. En junio, Chevron firmó con Microsoft un acuerdo para darle electricidad durante veinte años a un centro de datos que se va a construir en el oeste de Texas. Será uno de los mayores proyectos de este tipo alimentados con gas en Estados Unidos, y ese gas saldrá de los pozos que la propia Chevron tiene en la zona. Una petrolera de toda la vida poniendo la energía que necesita la inteligencia artificial.

Esa es la paradoja que más me ha llamado la atención estas semanas leyendo a los gestores de recursos naturales. La inteligencia artificial necesita centros de datos, y un centro de datos necesita cantidades enormes de electricidad, de cobre y de aluminio. Paul Gooden, que dirige el equipo de recursos naturales de Ninety One, lo llama “la venganza de la vieja economía”. Llevamos años mirando solo lo digital, y resulta que lo digital hay que construirlo y darle energía, y para eso hace falta sacar cosas de la tierra.

**Hoy quiero analizar su fondo, el Ninety One Global Natural Resources**, cuya mayor posición es, por cierto, Chevron. Lo traigo por dos motivos. El primero es que ha ganado a su índice siete años naturales seguidos, de 2019 a 2025, en años de subidas, de caídas y de inflación. El segundo es que forma parte de la cartera de Icaria Patrimonio, el fondo que gestiono, y prefiero que lo sepas desde el principio. Al final te cuento por qué está ahí.

Pero antes de lo bueno hay que contar lo malo, porque es lo primero que tiene que saber cualquiera que se plantee un fondo así.

El fondo nació en enero de 2008. Peor momento imposible. Las materias primas estaban en máximos y **en su primer año perdió un 41%**. Se recuperó con fuerza en 2009 y 2010, y a finales de ese año cada 100 dólares invertidos el primer día valían 137. Entonces llegaron cinco años seguidos en negativo, y a finales de 2015 esos 137 dólares se habían quedado en 67.

## Siete años seguidos por delante de su índice

Rentabilidad de cada año natural, clase I en dólares, neta de gastos corrientes

Los últimos diez años completos. En 2017 y 2018 (zona sombreada) quedó por detrás



Índice de comparación: MSCI AC World Select Natural Resources Capped Net Return.

Las rentabilidades pasadas no constituyen un indicador fiable de las rentabilidades futuras.

Fuente de datos: Ninety One (valores liquidativos) y Morningstar. Datos a 31/12/2025 · icanicapital.es

Tardó once años en volver al nivel de 2010. No lo superó hasta 2021.

Si alguien te hubiera vendido este fondo en 2010 con la idea de que el mundo iba a necesitar cada vez más recursos, habría tenido razón en el argumento y se habría equivocado por completo con el momento. Esa es la primera lección de este sector. Es cíclico de verdad, de los que pasan años enteros sin que nadie quiera saber nada de él. Es la misma idea que os conté hace unas semanas con los 600.000 euros y los años 1970 y 1980. Mismo activo, resultados completamente distintos según el año en que entras.

Lo que ha pasado desde entonces es casi lo contrario, y aquí es donde el fondo empieza a destacar. **En los cinco años hasta el pasado agosto ha ganado un 19,8% anual**, unos cuatro puntos más al año que su índice. Y la foto se repite en cualquier plazo que mires. A uno, a tres, a cinco y a diez años, y desde el día en que nació, va por delante de su índice.

ICARIAcap

## Once años para volver a donde estaba

ICARIAcap

## Por delante de su índice en todos los plazos

Rentabilidad anualizada hasta el 31 de agosto de 2026

Clase I (institucional) en dólares, neta de gastos corrientes



Índice: MSCI ACWI Select Natural Resources Capped NR (hasta abril de 2013, 50% energía y 50% materiales).

Las rentabilidades pasadas no constituyen un indicador fiable de las rentabilidades futuras.

Fuente de datos: Morningstar y Ninety One. Datos a 31/08/2026 - icariacapital.es

Todas las cifras de rentabilidad de este análisis son de la clase institucional, la más barata del fondo, que está reservada a inversores institucionales (la presente en Icaria Patrimonio). La clase para particulares tiene más gastos.

Unos pocos puntos al año pueden parecer poca cosa, pero acumulados son mucho dinero. Si hubieras puesto 10.000 dólares en el fondo a principios de 2019, a finales de 2025 tendrías unos 30.100. En su índice, unos 22.100. Y el último año completo fue el que más se notó. **En 2025 el fondo ganó un 44%** y su índice un 35%, la mayor ventaja en un año natural desde 2010.

Lo que más me gusta no es el tamaño de la ventaja, sino lo repetida que es. Ganó a su índice en 2020, el año de la pandemia, en la euforia de 2021, en la inflación de 2022 y en un 2024 en el que el sector cayó y el fondo perdió menos. Ganar un año lo hace

cualquiera con una buena apuesta. Ganar siete seguidos en entornos tan distintos ya dice algo del equipo y de su forma de trabajar.

El gráfico también enseña la otra cara. En 2017 y 2018 se quedó por detrás de su índice, y en lo que va de 2026 vuelve a ir claramente por detrás. Separarse del índice tiene ese precio, porque las mismas diferencias que le han hecho ganar siete años seguidos son las que este año le restan. Lo importante es comprobar si esas decisiones siguen teniendo sentido incluso cuando restan. Y quien te enseña solo la parte buena te está vendiendo algo.

**Por eso me interesa tanto de dónde sale la ventaja.** Lo primero que miro es si gana solo porque arriesga más. El fondo se mueve alrededor de un 10% más que su índice, y en un mercado que sube eso ya da algo de ventaja por sí solo. Descontado ese efecto, lo que aporta de verdad el equipo ronda los tres puntos al año en los últimos cinco años y algo más de dos en los últimos tres, según la ficha del fondo.

Lo segundo es si gana por elegir sectores o por elegir empresas. Según el análisis de los últimos tres años de la propia gestora, el fondo ha pesado casi lo mismo que su índice en energía y en agricultura, algo menos en metales industriales y algo más en oro, y aun así las cuatro partes han sumado. Todo indica que **la mayor parte de la ventaja ha salido de elegir mejores compañías dentro de cada sector**, que es lo único que no te da un índice. Lo que más ha restado ha sido una productora china de aluminio y no tener algunas de las grandes mineras de oro mientras el oro se disparaba.

¿Y por qué ha vuelto a funcionar un sector que nadie quería? La explicación de la gestora no es la de un nuevo superciclo como el de China en los años 2000. Aquel fue una historia de demanda, con un país entero construyendo ciudades a toda velocidad. Esta vez la demanda acompaña, con la inteligencia artificial, la electrificación y las redes eléctricas, pero lo que marca la diferencia es la oferta.

Durante los años malos, muchas mineras y petroleras destruyeron valor invirtiendo sin control en proyectos nuevos, que acabaron inundando el mercado y hundiendo los precios. Aprendieron la lección a la fuerza. Hoy los accionistas les exigen que generen caja, que repartan dividendos y que recompren acciones antes que lanzarse a producir más, por lo que cuando la demanda sube, la oferta ya no corre detrás con la misma alegría de antes.

En el petróleo se ve muy claro. Este año se cerró el estrecho de Ormuz tras el conflicto entre Estados Unidos e Irán, la mayor interrupción de suministro de la historia del mercado del petróleo según la Agencia Internacional de la Energía, y aun así el precio ha bajado mucho más rápido de lo que esperaban las propias petroleras. En julio, en una conferencia del sector en Nueva York, Gooden escuchó a varias de ellas avisar de que el mercado da por hecho una vuelta a la normalidad demasiado rápida.

Su lectura es que el precio de equilibrio del petróleo ha subido, porque el de esquisto americano, que es el que lo marca a medio plazo, cada vez cuesta más sacarlo. Y luego está el gas, que es la solución a la que más está recurriendo Estados Unidos para dar electricidad a los centros de datos, como en el acuerdo de Chevron que os contaba al principio.

Hay un dato de la gestora que me parece especialmente importante ahora. **Las empresas que tiene en cartera generan de media una caja libre de alrededor del 8% de lo que valen en bolsa, cuando el conjunto del mercado está en torno al 4%.** Y esto enlaza con lo que os contaba hace unos días sobre el bono americano al 5%. Cuando el dinero vuelve a costar dinero, las empresas cuyo valor depende de beneficios que llegarán dentro de quince años lo pasan peor. Las que generan caja hoy, y la reparten hoy, bastante menos.

Aquí suele surgir una pregunta. ¿Por qué no comprar directamente las materias primas en lugar de las empresas que las producen? Un barril de petróleo o una onza de oro valen lo que diga el mercado y nada más. Una empresa, en cambio, puede producir más, bajar costes, encontrar nuevas reservas y repartir dividendos aunque el precio no se mueva.

Además, la mayoría de los productos de materias primas invierten a través de futuros, y cada vez que vence un contrato hay que comprar el siguiente. Cuando el siguiente es más caro, que es lo habitual en muchas materias primas porque almacenarlas cuesta dinero, eso resta rentabilidad. Cuando es más barato, como pasa a veces en el petróleo cuando escasea, suma. Según la gestora, con los años ha restado más de lo que ha sumado.

La gestora sostiene que, por todo esto, las acciones de recursos naturales lo han hecho bastante mejor que las materias primas a largo plazo. No me quería quedar solo con su palabra, así que lo he comprobado con productos que cualquiera puede comprar en

España. He comparado el fondo con su índice, con un ETF de Invesco que replica un índice amplio de materias primas y con Azvalor Internacional, que es un fondo de bolsa global con filosofía value y no de recursos naturales, pero que a cierre de 2025 tenía casi el 60% de la cartera en energía y materiales, según su informe semestral.



El resultado es bastante claro. Desde 2018, el primer año completo del ETF, y medido en euros, 100 euros en este fondo se habrían convertido en unos 255. En Azvalor Internacional, en unos 235. En su índice, en unos 197. Y en el ETF de materias primas, en unos 152. Las dos formas de invertir en empresas han dejado muy atrás a la de comprar las materias primas directamente, que es justo lo que defendía la gestora.

Frente a Azvalor la diferencia es menor y llega por caminos distintos. Azvalor lo hizo mucho mejor en 2022 y 2023, y este fondo, en 2019 y en 2025. Además, aquí uso la clase institucional de Ninety One, y Azvalor tiene una sola clase abierta a cualquier inversor. Con la clase para particulares de Ninety One, los dos habrían terminado prácticamente empatados. Son dos formas razonables de llegar a un sitio parecido, y ninguna se parece a comprar materias primas y esperar.

Eso sí, el precio de tener empresas es la volatilidad. Las mineras de oro, por ejemplo, suelen moverse en la misma dirección que el oro, pero con oscilaciones de entre una vez y media y el doble.

Luego está la inflación. Según los cálculos de la propia gestora, que se refieren a índices y no al fondo, desde 2002 las acciones de recursos naturales han sido el activo que mejor se ha comportado en los años de inflación alta, por delante incluso del oro y ganando más del doble que la bolsa mundial.

Y aquí vuelvo al principio del artículo. Una cartera indexada al mundo es hoy, en buena parte, una apuesta por las tecnológicas y por las compañías de crecimiento, que suelen ser las que más sufren cuando sube la inflación y los tipos suben con ella. Con la inflación americana todavía por encima de lo esperado, tener algo que funcione justo en ese escenario no es un detalle menor.

El oro merece un párrafo aparte, porque pesa un 13% en la cartera. Los bancos centrales compraron 289 toneladas en el segundo trimestre de este año, el mejor segundo trimestre del que hay registro según el World Gold Council. Lo interesante es lo que añade George Cheveley, uno de los gestores. Los bancos centrales siguen comprando, pero son sensibles al precio, y si esa demanda está poniendo un suelo al oro en estos niveles, las consecuencias para las mineras pueden ser importantes, sobre todo porque el consenso espera que el precio baje bastante.

Con el oro en estos niveles, explica, las mineras están ganando muchísimo dinero, y si el precio se sostiene ganarán bastante más de lo que espera el mercado. Recuerda además

que hace veinte años cotizaban más caras que el resto de la bolsa y que perdieron esa prima en la década de 2010, cuando muchas se endeudaron y crecieron sin control. Hoy el sector es mucho más disciplinado, y por eso cree que tiene margen para volver a cotizar más caro.

Hasta aquí, la tesis del sector. Lo que me interesa de un fondo es qué hace distinto, y aquí hay varias cosas que me gustan mucho.

La primera es que no se olvida de la agricultura, que es la gran olvidada de los fondos de recursos naturales. Este fondo tiene hoy un 16% en fertilizantes y química agrícola, más del doble que su índice, con nombres como Nutrien, el mayor productor de potasa del mundo, o Corteva, la empresa de semillas que nació de las divisiones agrícolas de DuPont y Dow. Dawid Heyl, el gestor que lleva esta parte, explica que el negocio de las semillas tiene unas barreras de entrada parecidas a las de la industria farmacéutica, con muy pocos competidores.

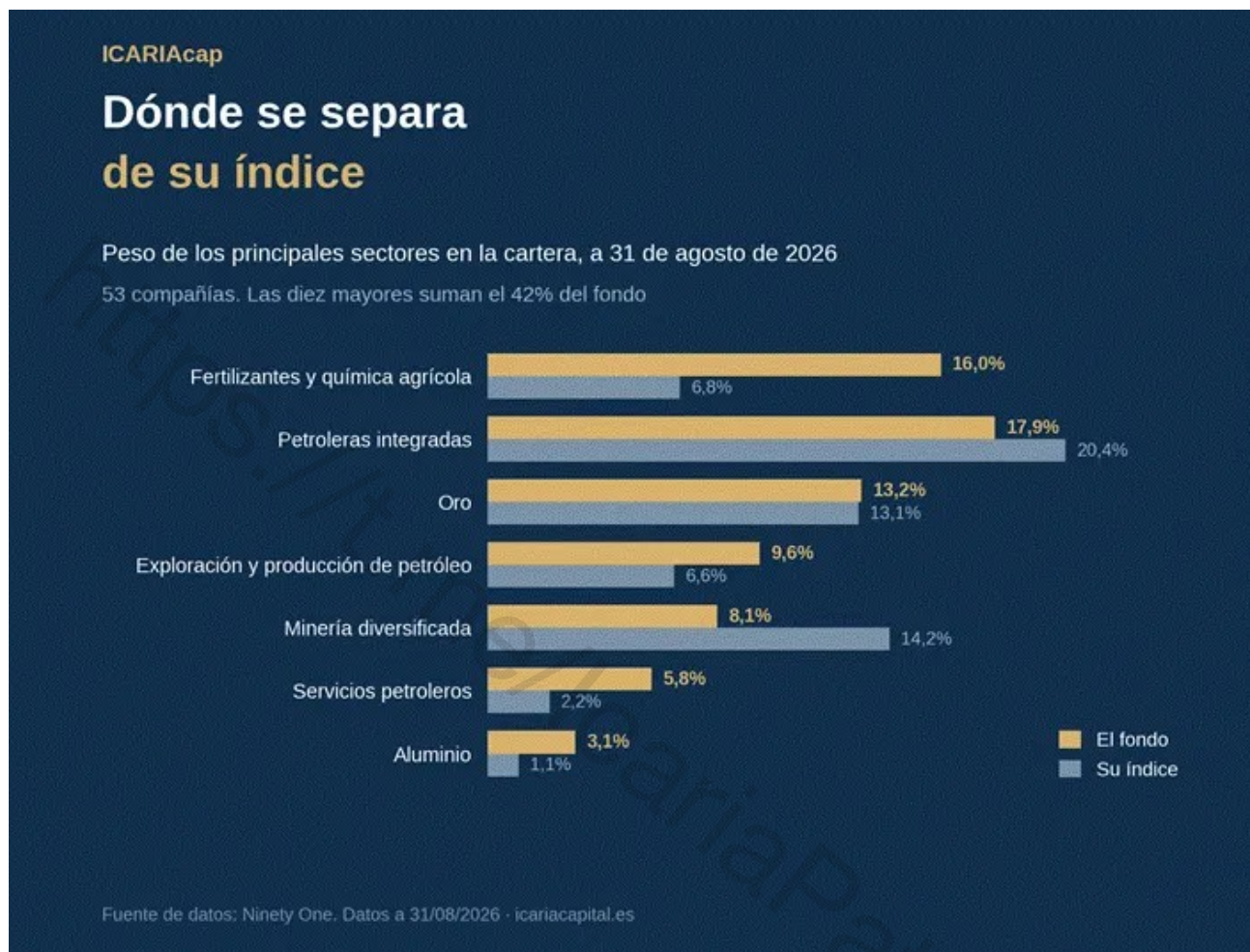
La agricultura se mueve por cosas que no tienen nada que ver con el petróleo o el cobre, como el tiempo, las cosechas o lo que come la gente. Entre 2011 y 2015, cuando la minería se hundió, las empresas agrícolas aguantaron mucho mejor, y eso le da al fondo una fuente de rentabilidad distinta dentro del mismo sector. Según la gestora, la parte agrícola ha sumado frente al índice en la mayoría de los últimos diez años.

Y hay un argumento de fondo. Apenas queda tierra cultivable nueva en el mundo, así que producir más comida depende de sacar más de cada hectárea, que es exactamente lo que venden estas compañías.

La segunda es que **es un fondo activo de verdad**. Tiene 53 compañías y las diez mayores suman el 42% de la cartera. Se separa del índice donde cree que tiene que hacerlo, con bastante más peso en servicios petroleros y en exploración y producción, y bastante menos en las grandes mineras diversificadas. Y mueve la cartera según el ciclo. Empezó este año con menos peso que el índice en energía y más en oro, por ejemplo, y desde 2008 el reparto entre energía, minería y agricultura ha cambiado mucho según dónde veía el equipo las oportunidades. Eso es justo lo que no puede hacer un índice.

La tercera es el equipo. George Cheveley, especialista en metales, lleva en esto desde 1990. Antes de llegar a la gestora en 2007 dirigió el análisis del mercado del cobre en una

firma independiente de research y trabajó en BHP Billiton, una de las mayores mineras del mundo. Dawid Heyl, que lleva la parte agrícola, entró en la casa en 2008, el mismo año en que nació el fondo, y está especializado en agricultura desde 2007.



Paul Gooden, especialista en energía, llegó en julio de 2024 desde Fidelity para ponerse al frente del equipo, en sustitución de Tom Nelson, en una sucesión que según la gestora se preparó durante un año. **Entre los tres suman cerca de noventa años de experiencia en el sector.**

¿Por qué importa? Porque buena parte del buen historial, el de 2019 a 2023, es anterior a la llegada de Gooden. La continuidad la ponen Cheveley y Heyl, que siguen ahí. Desde que llegó, el fondo ha ido por delante de su índice en los dos periodos de doce meses cerrados en agosto, y 2025, su primer año natural completo, fue el de mayor ventaja en quince años. Este 2026, en cambio, va por detrás. Dos años son pocos para juzgar a nadie, y prefiero decirlo.

**Ahora las pegas**, que también las hay y conviene tenerlas igual de presentes que lo bueno.

La primera ya la has visto en el gráfico de los cien dólares. **Es un fondo muy volátil**, con oscilaciones de en torno al 20% al año, y con caídas que pueden ser enormes y durar mucho. Su propio documento de datos fundamentales le da un 5 en una escala de riesgo que va del 1 al 7. Perdió un 41% en su primer año y más de la mitad entre 2010 y 2015. Si no estás preparado para ver algo así sin vender, no es tu fondo.

La segunda es que **el sector es cíclico**, y que los precios de las materias primas suban no siempre es una buena noticia. La propia gestora reconoce que, si suben demasiado, acaban frenando la economía y destruyendo la demanda que los había hecho subir. Pasa incluso dentro de su parte agrícola, donde espera un periodo de ajuste y posiblemente precios más bajos en la potasa cuando BHP ponga en marcha una mina nueva muy grande en Canadá. Y el sector entero puede caer aunque el resto de la bolsa esté subiendo.

La tercera es el punto de partida. Después de un año con casi un 50% de subida, **no es lo mismo entrar hoy que hace dos años**. Es verdad que, según la gestora, las materias primas siguen baratas frente a la bolsa si lo miras con perspectiva histórica. Pero el fondo ya ha recorrido una parte del camino.

Y la cuarta, más práctica, es la divisa. La clase de la que hablo está en dólares, así que para un inversor en euros **la rentabilidad puede subir o bajar solo por el tipo de cambio**.

Y ahora, lo que te prometí al principio.

## Por qué está en Icaria Patrimonio.

Icaria Patrimonio parte de la idea de Harry Browne y su cartera permanente. Nadie sabe qué entorno viene, así que la cartera tiene que estar preparada para varios a la vez, con partes que funcionen cuando la economía crece, cuando hay inflación, cuando hay deflación y cuando llega una crisis. No tengo nada indexado al índice mundial, y a los fondos de bolsa que entran en la cartera les pido dos cosas. Que se separen de las compañías que ya tiene todo el mundo y que ganen a su propio índice de referencia.

Este fondo cumple las dos. Invierte en empresas que casi no pesan en la bolsa mundial, y su índice no tiene ni una sola tecnológica. Y lleva siete años seguidos ganando a ese índice. Dentro de Icaria cumple una función muy concreta, que es ayudar a la cartera cuando la inflación aprieta, junto al oro y a los activos reales. No es el centro de la cartera ni debe serlo, por su volatilidad. Es una pieza más dentro de un conjunto pensado para que ningún escenario nos pille sin nada que funcione.

Entonces, ¿qué me parece? Me parece un fondo muy bien gestionado en un sector difícil. Un equipo con muchísima experiencia, una cartera que se separa de su índice con criterio y un historial reciente que le ha ganado en entornos muy distintos. No lo veo como el centro de una cartera, por su volatilidad y por lo cíclico que es. Lo veo como una pieza que aporta justo lo que le falta a la bolsa mundial tal y como está hoy, que es exposición a las empresas que producen lo que el resto necesita y que tienden a funcionar cuando la inflación aprieta.

El mundo de la tecnología sigue necesitando el mundo material para funcionar. Durante una década el mercado se olvidó de eso, y quien entró en este fondo en 2010 lo pagó con once años sin recuperar su dinero. Quien ha estado dentro estos últimos siete años ha visto lo contrario. Lo difícil de este tipo de fondos no es entenderlos. Es aguantar dentro mientras nadie los quiere.

## **Información importante**

*Análisis de elaboración propia de Carlos Santiso, gestor de fondos en Andbank Wealth Management SGIIC. La información contenida no constituye una oferta ni una invitación de suscripción de participaciones o acciones de un Vehículo de Inversión. Las compañías citadas se mencionan como ejemplo y no son una recomendación de compra o venta.*

*Conflictos de interés: el autor de este análisis está o puede estar invertido en los subyacentes e instrumentos mencionados a través de los fondos Icaria Patrimonio FIL y MyInvestor Cartera Permanente FI, de los que es gestor.*

*El fondo analizado es el Global Natural Resources Fund, clase A de acumulación en dólares (ISIN LU0345780950), compartimento de Ninety One Global Strategy Fund, una SICAV luxemburguesa inscrita en la CNMV con el número 734. Su gestora es Ninety One Luxembourg S.A. y su depositario, State Street Bank International GmbH, Luxembourg Branch.*

*Rentabilidades correspondientes a los periodos del 31/01/2008 al 31/08/2026 (desde el lanzamiento, con los cierres de cada año natural), del 01/09/2016 al 31/08/2026 (diez años), del 01/09/2021 al 31/08/2026 (cinco años), del 01/09/2023 al 31/08/2026 (tres años) y del 01/09/2025 al 31/08/2026 (un año), expresadas en términos de revalorización. Fuente: Morningstar. Las cifras se refieren al pasado. Las rentabilidades pasadas no constituyen un indicador fiable de las rentabilidades futuras. Son netas de gastos corrientes, sin comisión de suscripción y en dólares, así que para un inversor en euros la rentabilidad puede subir o bajar por el tipo de cambio. El índice de comparación es el MSCI AC World Select Natural Resources Capped Net Return, el mismo que figura en el documento de datos fundamentales del fondo.*

*Fuente de datos: Morningstar y Ninety One. Datos a 31/08/2026. Los pesos del índice mundial son de MSCI, con datos a 30/09/2026, y las compras de oro de los bancos centrales, del World Gold Council, con datos del segundo trimestre de 2026. Las opiniones de los gestores proceden de publicaciones y reuniones con el equipo.*

*Inversión sujeta a riesgos, incluida la pérdida del capital invertido. Consulte los riesgos en el documento de datos fundamentales y en el folleto, disponibles en ninetyone.com. El folleto del Vehículo está disponible en inglés y el documento de datos fundamentales, en español, en ninetyone.com, junto con los informes anual y semestral y el canal de reclamaciones de la gestora.*

*Icaria Patrimonio FIL es una institución de inversión colectiva de inversión libre inscrita en la CNMV con el número 131. Su gestora es Andbank Wealth Management SGIIC y su depositario, Banco Inversis. El folleto, el documento de datos fundamentales y los informes periódicos están disponibles en español en andbank.es/andbank-wealth-management/fondos y en cnmv.es. Para más información, contactenos@andbank.es o 900 255 256.*