

# Newsletter

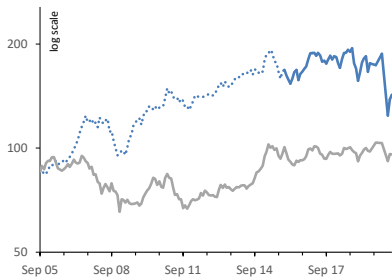
de junio de 2020

- *Visión general de nuestros fondos* 2
- *La pandemia del COVID-19: ¿En qué situación nos encontramos?* 3
- *La economía mundial vuelve a estar en marcha* 7
- *Análisis del Fondo Classic* 9
- *Es el momento de la inversión value* 13
- *Nuestra transición hacia ESG* 15
- *Anexo* 16

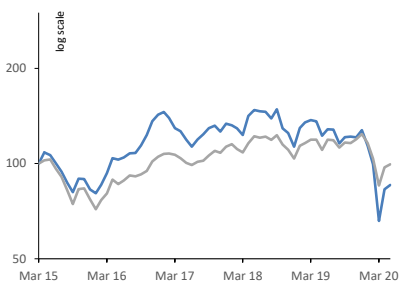
**Gráfico 1: LTIF Classic EUR  
frente al MSCI Daily TR Net World Index EUR**



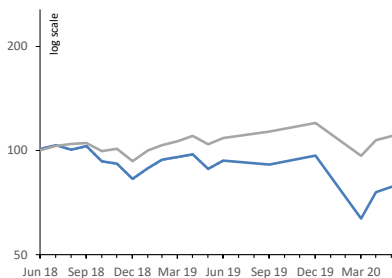
**Gráfico 2: LTIF Stability A Cap EUR  
frente al HFRX Global Hedge Fund Index EUR**



**Gráfico 3: LTIF Natural Resources EUR  
frente al S&P Global Nat. Res. Net TR Index EUR**



**Gráfico 4: LTIF SRI EUR  
frente al MSCI Daily T R Net World Index EUR**



“Compraremos empresas, año tras año, mientras viva. Con esta perspectiva, la caída en el precio de las empresas nos beneficia, y la subida de los precios nos perjudica”.

Warren Buffett

**Visión general de nuestros fondos**

**El Fondo LTIF Classic cae un 19 % en el año hasta la fecha, hasta un VL de 348 EUR (16 de junio)**

**El Fondo Classic se ha recuperado mucho desde los mínimos de mediados de marzo (niveles de 240-250 euros por participación), subiendo alrededor del 40-45 % en 12 semanas, hasta niveles de 340-360 EUR.**

Es increíble lo volátil que ha sido el mercado de valores desde el inicio de la crisis (la llamaremos la CGC, la Crisis Global COVID-19): un colapso en marzo, y una recuperación igualmente sorprendente en el segundo trimestre. ¿Qué dice esto a aquellos que aún siguen creyendo en la teoría del mercado eficiente? Permítanme recordarles que el VL del Fondo Classic logró su máximo en febrero en alrededor de 440 EUR por participación, así que todavía nos queda mucho por recuperar.

Tabla 1: Valor liquidativo – Activos netos gestionados con nuestros fondos

May 31, 2020	NAV	Δ 3m	Δ 12m	Annualized return (s.i.)	AUM (in mio)
LTIF Classic [EUR]	328.34	-11.3%	-14.2%	6.7%	78
LTIF SRI (EUR)	78.60	-530.0%	-11.2%	-11.7%	4
LTIF Natural Resources [EUR]	70.86	-14.0%	-30.1%	-2.2%	16
LTIF Stability A Cap [EUR]	142.76	-22.9%	-14.1%	-3.6%	5

Fuente: SIA Group

En términos relativos, el Fondo Classic se encuentra en cierta medida por debajo de los índices más amplios (el Standard & Poor's 500 ha caído un 3 % en el año, el índice SXXP 600 europeo ha caído un 13%), pero bastante en línea con los índices value como el Russell 1000 que ha caído un 15 %, y el MSCI World Value Index que ha caído un 17 % en el año. En una recesión, las acciones cíclicas, las empresas pequeñas, y los títulos value a menudo tienden a lograr un crecimiento inferior a corto plazo en comparación con las grandes empresas, los valores defensivos e incluso los valores de crecimiento, pero esta diferencia disminuye en la fase de recuperación de la economía.

Hasta mediados de junio, los mejores sectores en el Fondo Classic fueron Tecnología (+19 % en el año hasta la fecha) y Consumo (-4 % en el año hasta la fecha), mientras que los peores fueron Energía (-50%) y Materiales/Minas (-20 %, excluyendo a Northern Dynasty cuyo precio se dobló gracias a la evolución en el proceso de obtención de permisos). El resto de los sectores, Industrial, Salmón, Sanidad, Finanzas y Consumo Discrecional, han caído de media entre el 10 % y el 20 %.

Si nos fijamos en nuestras sociedades, 10 acciones suben hasta ahora en el año: VISA, Apple, Reckitt Beckinser, ASML, Viscofan, Devro, Pandora, Air Liquide, Nestlé y Northern Dynasty. Las acciones que han caído menos del 10 % son Metso, Prysmian, Henkel, Leroy Seafood, Antofagasta y Unilever.

En el lado negativo, las acciones que han caído más de un 25 % son Grieg Seafood, ING, Sodexo, ISS, First Quantum, Hudbay Minerals, Wienerberger, Heidelberg Cement y todas las compañías petrolíferas (Premier Oil, Suncor, Cenovus, y California Resources).

Tal y como mencionamos en nuestra última *Newsletter*, **después de realizar distintas pruebas de tensión en nuestras empresas, únicamente California Resources se enfrenta a un poema financiero grave** (menos del 1 % del fondo) si los precios del petróleo se mantienen bajos, pero el resto de las empresas en las que hemos invertido van a superar la crisis y volverán rápidamente a la normalidad, a más tardar dentro de un plazo de 12-18 meses.

#### La pandemia del COVID-19: ¿En qué situación nos encontramos?

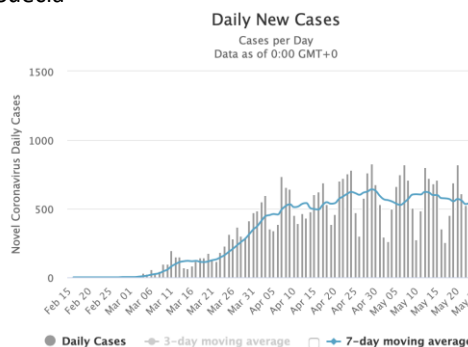
Los acontecimientos de los últimos tres meses han demostrado lo grave que puede ser una pandemia para los inversores. No se trata solo de que los precios de las acciones puedan caer, sino también del impacto de la pandemia en la economía real (el precio de las acciones refleja la realidad subyacente a largo plazo).

La cantidad de daño dependerá básicamente de dos factores: cuánto dura la pandemia, y qué es lo que hacen los gobiernos para mitigar los efectos negativos de todas las medidas que se han tenido que tomar por la pandemia. Revisemos en qué situación nos encontramos, con respecto a estos dos factores.

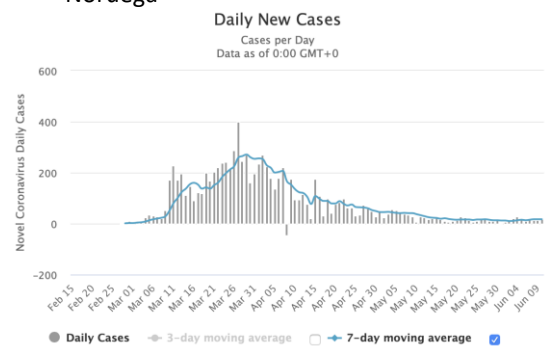
### 1. Lo peor de la pandemia claramente ha pasado.

Durante estos meses, hemos aprendido muchas cosas, de las cuales **la más importante** quizás sea que **el distanciamiento social reduce la probabilidad de infección**. Los gráficos siguientes muestran la evolución de la enfermedad en cuatro países extremadamente comparables. Tal y como puede verse, los resultados de los países que aplicaron medidas suaves de distanciamiento social (Suecia) son muy distintos a los de los demás.

Suecia

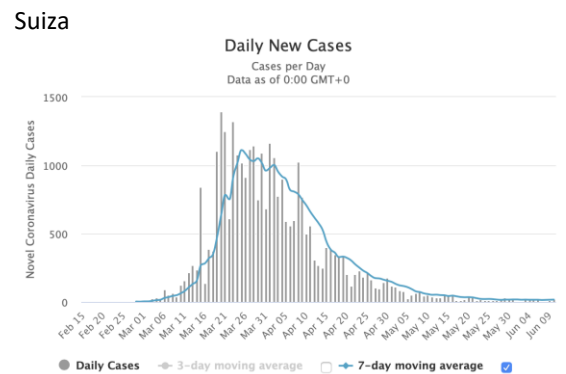
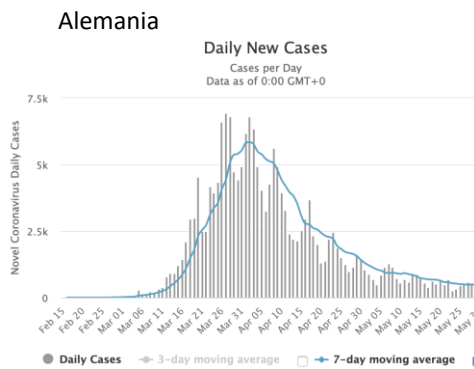


Noruega

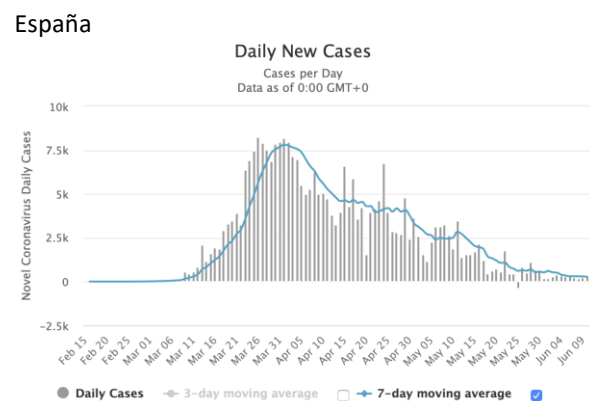
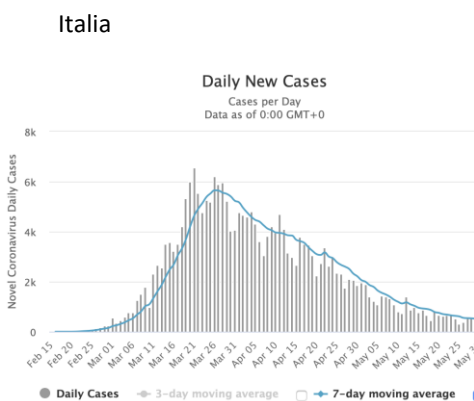


Muertes por millón: Suecia: 475; Noruega: 44; Finlandia: 58; y Dinamarca: 102

También hemos aprendido que si las cosas se hacen bien, **el levantamiento de las medidas de distanciamiento social después de una fuerte reducción del virus no supone necesariamente una "segunda ola"**:

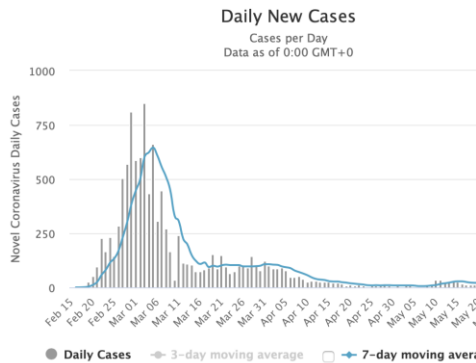


La enfermedad fue más activa en los lugares siguientes:

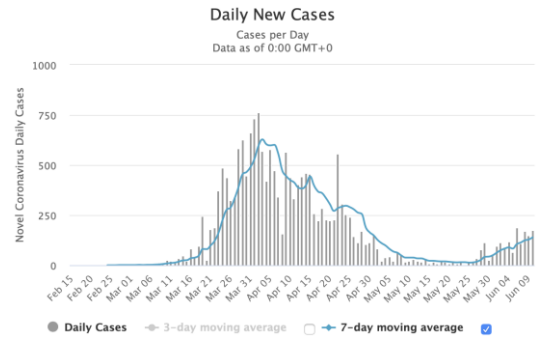


Sin embargo, si se fuera a producir algún grado de "rebrote", podría controlarse sin grandes interrupciones.

**Corea del Sur**



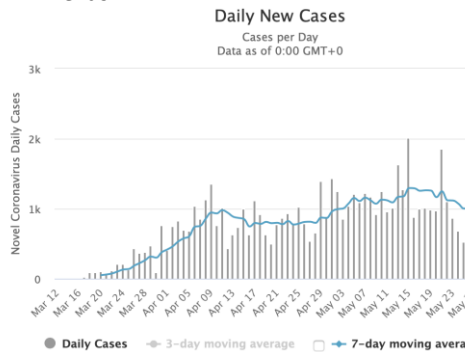
**Israel**



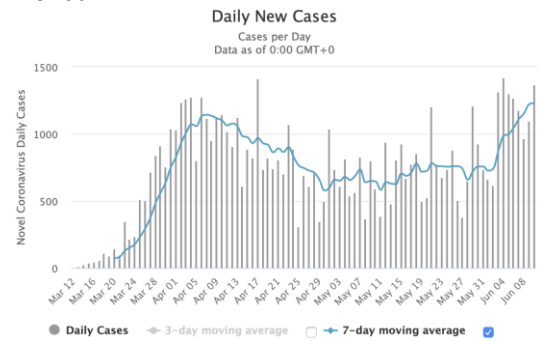
En los países que se indican más arriba, los nuevos episodios se detectan rápidamente y se actúa para solucionarlos. Las cifras absolutas son pequeñas y manejables.

Sin embargo, **si no se aplican medidas adecuadas, el virus tarda mucho más en remitir**, y no queda claro qué respuesta se encontrará en aquellos estados y países que básicamente están dejando que las cosas sigan su curso:

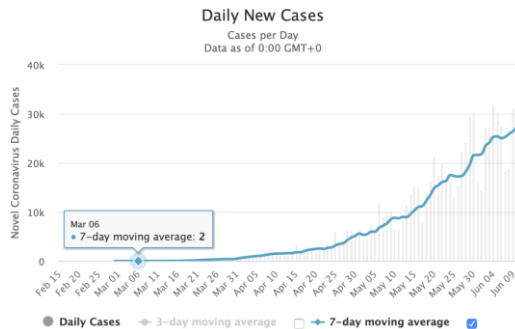
**Texas**



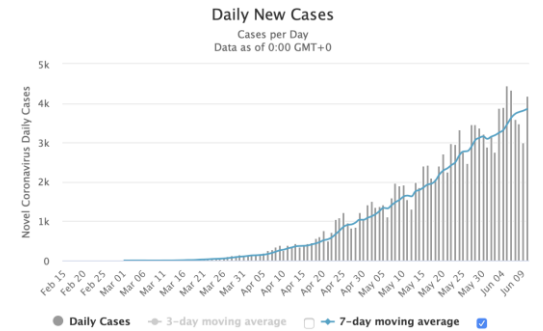
**Florida**



**Brasil**



**México**



La conclusión es que un tratamiento adecuado de la situación podría haber resuelto gran parte del problema a estas alturas, pero como muchos países no lo están haciendo, la vuelta a la plena normalidad es bastante problemática, debido a que los viajes internacionales constituyen un componente fundamental de la actividad económica.

**Lo peor claramente ya ha pasado, pero no habrá una solución total hasta que se desarrolle una cura o una vacuna.**

## **2. Un esfuerzo sin precedentes en la investigación biomédica: COVID-19**

Gracias a los extraordinarios esfuerzos de los gobiernos, las instituciones públicas y privadas, y las compañías farmacéuticas, **creemos que es razonable esperar que uno o varios medicamentos no solo vayan a mitigar los efectos del virus, sino que llegarán a eliminarlo en un futuro cercano.** Existen varias vías, siendo la más importante el desarrollo de anticuerpos monoclonales específicos, que muy probablemente supondrán un tratamiento bastante efectivo.

**Naturalmente, también se están desarrollando vacunas. Más de 120 proyectos serios están en curso el actualidad,** todos ellos adoptando planteamientos distintos. Algunos (quizás la mayoría) no funcionarán, pero sin duda en unos pocos meses algunos de ellos sí que lo harán. Se tardará en establecer esta eficacia, y la propia vacuna tendrá que producirse en miles de millones de dosis. Pero sucederá.

Los medicamentos para tratar la enfermedad probablemente llegarán antes que las vacunas, por el simple motivo de que su eficacia es más fácil de comprobar. Pero deberíamos tener soluciones dentro de un plazo de seis meses.

Sin embargo, una economía que deja de funcionar durante unos meses y que luego se mantiene "paralizada" durante, digamos, otro año, sigue siendo un entorno terrible que puede dañar de manera permanente a muchas empresas. Se pueden imaginar fácilmente una espiral bajista debido a la falta de producción/falta de demanda, y una falta de producción o demanda incluso mayores. **Por eso es tan importante la segunda variable en lo que respecta a la duración de este episodio económico: la reacción de los gobiernos del mundo.**

## **3. Una respuesta gubernamental sin precedentes**

Es bastante irónico concluir que la experiencia mundial con la crisis de 2008 fue, con perspectiva, algo bueno. Aunque en ocasiones parezca difícil de creerlo, la sociedad aprende. La respuesta de Estados Unidos a la crisis de 2008 fue bastante adecuada, y la de Europa lamentablemente mala: de ahí los resultados económicos tan distintos. La mayor parte de los políticos lo entienden bien ahora, y por ello su respuesta ha sido mucho mejor esta vez.

Cuando la demanda se ve afectada gravemente, el riesgo es que desencadene una espiral bajista. Si muchas personas pierden sus empleos por cualquier motivo, disminuirá su consumo. Pero ese consumo es la demanda de otro, y ese otro se encontrará desempleado, empeorando la situación.

**Básicamente, los gobiernos están intentando ahora compensar la caída en la demanda para garantizar que la falta de actividad económica de sus países no se convierta en una depresión en toda regla.** Y la respuesta ha sido impresionante: aunque no tan grande como la caída en la

demanda "normal", **las medidas de apoyo del gobierno en Estados Unidos y en Europa han sido sin precedentes, compensando más de la mitad de la caída esperada.** Por eso, es muy probable que la recesión actual no se convierta en una depresión y, siempre y cuando se produzcan los adelantos médicos que se han indicado más arriba, no debería durar mucho más de un año.

Naturalmente, existen otros riesgos . Después de todo, ¿quién esperaba esta situación hace seis meses? El Reino Unido es un participante económico importante, y cada vez es más probable que el Brexit no vaya a ser un proceso muy tranquilo; la situación en Hong Kong es tensa, y puede provocar un empeoramiento de las relaciones de Occidente con China, etc. No obstante, siempre existen riesgos, y tenemos que seguir invirtiendo y produciendo.

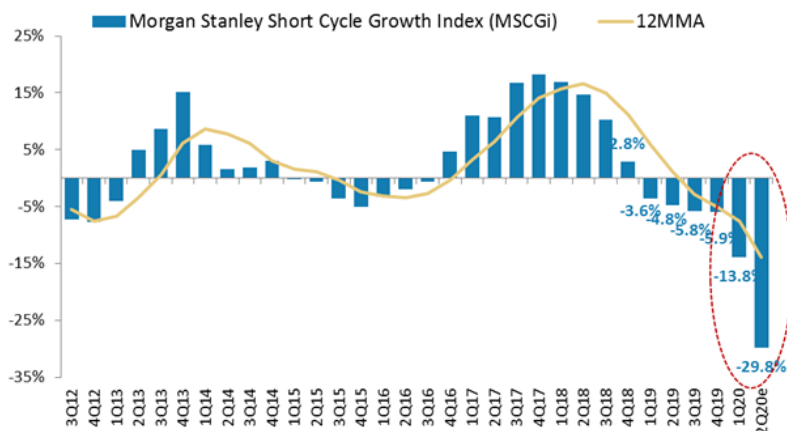
Al final, el resultado es que las acciones de muchas empresas pueden adquirirse en la actualidad a precios muy atractivos, aunque una nube de preocupaciones se cierna sobre el mundo. Pero este es precisamente el motivo por el cual los precios pueden ser atractivos.

#### La economía mundial vuelve a estar en marcha

No hemos cambiado nuestro escenario básico, aunque la economía mundial lo está haciendo marginalmente mejor de lo esperado hace un par de meses. En resumen, **esperamos que la economía mundial atraviese el segundo trimestre de 2020 con caídas de doble dígito en el PIB de muchos países, y que la recuperación se inicie en el tercer trimestre de 2020, aunque los datos actuales sugieren que ya se ha iniciado en mayo/junio**, algo que los mercados de acciones ya han descontado.

Hemos estado siguiendo el ciclo industrial como indicador adelantado, durante años. En general, los ciclos industriales duran 6-8 trimestres, y esperamos que el último ciclo haya finalizado a finales de 2019, con la consiguiente recuperación industrial en 2020 y 2021. La pauta habitual del ciclo industrial coincidió con la evolución en los fundamentales: la mejora en el comercio Estados Unidos-China, un Brexit blando, y una recuperación gradual de la economía china, todo lo cual se estaba materializando a finales de 2019.

Sin embargo, en vez de la recuperación que estábamos esperando, tuvimos la pandemia del COVID-19 y la recesión mundial, que supuso dos trimestres de terror industrial, ampliando el ciclo a la baja hasta 10 trimestres.



El lado positivo del rendimiento industrial actual es que podemos prever dos acontecimientos de baja visibilidad con gran certidumbre: 1) el **mínimo trimestral será el segundo trimestre de 2020**, y 2) el mínimo anual será 2020, fechas que habitualmente coinciden con los mínimos en el mercado de valores, por motivos obvios. Esto significa que ya hemos pasado el mínimo en el mercado de valores y que 2021 debería ser mejor que 2020, si excluimos la posibilidad de nuevos "cisnes negros".

Es cierto que, tal y como hemos mencionado, sigue habiendo riesgos: una segunda ola del COVID-19 en el segundo semestre del año, una falta de acuerdo en la negociación del Brexit, el problema China-Hong Kong, las tensiones entre Estados Unidos y China, riesgos todos ellos que podrían tener consecuencias graves. Además, el ritmo de la recuperación sigue siendo muy incierto, lo cual es normal al inicio de todas las crisis.

#### **No compartimos el punto de vista de que el COVID-19 vaya a cambiar el mundo.**

Diferimos del punto de vista de consenso con respecto a los dos aspectos de la CGC: en primer lugar, creemos que la recuperación será más rápida de lo esperado, y en segundo lugar creemos que el COVID-19 no cambiará las tendencias estructurales principales del mundo.

Con respecto a la rapidez de la recuperación, cuatro factores nos llevan a ser optimistas, además de lo que estamos viendo en China:

- 1) **Las medidas de apoyo del gobierno**, que de media supondrán entre el 5 y el 15 % del PIB, son colosales y, tal y como hemos dicho, sustituirán a la caída en la demanda privada.
- 2) La mayor parte de los países han implementado planes para **respaldar a las empresas, tanto grandes como pequeñas o medianas**, y al empleo, y creemos que una parte importante de la pérdida actual de puestos de trabajo puede recuperarse en el segundo semestre de 2020.
- 3) Gracias a los gobiernos de los bancos centrales, **el flujo de crédito se está manteniendo**, y sigue funcionando mucho mejor que en la Crisis Financiera Global de 2008/2009.
- 4) Tal y como ya hemos indicado, existen varios proyectos muy avanzados para medicamentos y vacunas contra el COVID-19, algunos de los cuales ya están extremadamente avanzados. Tampoco creemos que vuelva a surgir el COVID-19 en el segundo semestre (exceptuando brotes esporádicos), teniendo en cuenta las medidas que han instaurado los países más afectados, y lo que hemos aprendido como sociedad.

La CGC es una crisis extraordinaria, nunca vista antes, durante la cual los gobiernos decidieron cerrar sus economías durante dos meses, y luego reactivarlas con un choque de liquidez y una fuerte dosis de política monetaria y fiscal.

También creemos que la capacidad de los seres humanos para adaptarse a las condiciones existentes no debería subestimarse. **Por consiguiente, estamos convencidos de que, con la excepción de dos o tres sectores, habremos pasado página en 12-18 meses.** Es bastante normal extrapolar las condiciones económicas actuales al medio y largo plazo, pero la realidad es que la economía mundial ya se está recuperando, y que las semillas de la aceleración se han plantado.

Asimismo, estamos totalmente en desacuerdo con aquellos que creen que el COVID-19 va a cambiar drásticamente el mundo. **Seguimos creyendo que la globalización, el turismo, la educación, los viajes de empresa, el catering, etc. van a volver a la normalidad, con algunos cambios marginales.** Asimismo, existe una alta probabilidad de que tengamos una vacuna para finales del año. El otro lado de la



moneda es que algunos países están acumulando grandes déficits y deudas públicas, un problema que tendrán que resolver después de la recuperación.

Si nos fijamos en la Crisis Financiera Global de 2008/2009, como referencia, y empezamos con los mínimos de marzo de 2009 (cuando se esperaba que los bancos fueran a colapsar, y las empresas estaban cerrando a velocidades de vértigo), le llevó al mercado de valores 7 trimestres recuperar los niveles anteriores a la crisis. La CGC de 2020 es sin duda una crisis más profunda, pero también mucho más corta, así que parece que nos recuperaremos mucho antes.

**A los precios actuales, el Fondo Classic está barato, con un rendimiento esperado del 16/17 %, y con un VI actualizado de 680 EUR**

Durante muchos años de valoración de multitud de empresas, hemos aprendido que una TIR esperada del 20 % es más o menos equivalente a doblar su valor en 3-4 años. El rendimiento actual del Fondo Classic es del 17 %, cifra que no está muy lejos del nivel del 20 %. Si se materializa la recuperación de la forma en la que creemos que lo hará, el VL debería ser de alrededor de 500 EUR dentro de un plazo de dos años, a finales de 2021, y llegar a 680 EUR a medio plazo.

En la *Newsletter* del primer trimestre retiramos nuestro objetivo de VL de 2020 debido a que la CGC había supuesto una menor visibilidad, y establecimos un objetivo de 500 EUR para el 21 de diciembre, un objetivo que seguimos manteniendo (*¡lo hicimos antes de que el gobierno chino retirara su objetivo de crecimiento de PIB para 2020!*). Si, como creemos, la economía mundial volverá a la normalidad en 2022, el mercado anticipará esta circunstancia tan pronto como el año próximo, y el Fondo Classic volverá a una rentabilidad más normalizada del 11-13 %.

**En SIA creemos que es importante establecer objetivos de valoración para las empresas que compramos y los fondos que gestionamos.** En primer lugar, porque debemos calcular el rendimiento y los valores intrínsecos para adquirir las acciones a niveles adecuados (y también hacer pruebas de tensión en los escenarios de caída); en segundo lugar, porque es importante saber cuándo el fondo está barato y cuándo no lo está, para mejorar su posicionamiento; y, por último, porque nos fuerza a trabajar más, a ser más disciplinados, a conocer las empresas, y a conocer la cartera, todo lo cual debe suponer que nuestras inversiones se comporten mejor.

De hecho, esta es una de las pocas cosas con las que no estamos de acuerdo con el oráculo de Omaha, que nunca publica objetivos o valoraciones, y solía decir que el futuro es desconocido. Respetamos este punto de vista, pero el establecimiento de un escenario de caso base cuyas hipótesis están respaldadas por el sentido común y la experiencia nos proporciona unos objetivos de rendimiento claros para cada empresa y para los fondos, lo cual es extremadamente útil para nosotros y, esperamos, para nuestros inversores.

**Análisis del Fondo Classic**

**El Fondo Classic tiene una columna vertebral de componentes de calidad o crecimiento a un precio razonable (GARP), que componen alrededor del 40 % del fondo** y que son empresas altamente diversificadas, como por ejemplo VISA, ASML, Unilever, Viscofan, Apple, Medtronic, Grifols, etc. Tienen todas ellas modelos comerciales con respecto a los cuales tenemos muy pocas dudas, puesto que son franquicias excelentes con posiciones estratégicas extremadamente sólidas (ventajas competitivas). A la hora de seleccionar esas empresas, el valor añadido que intentamos proporcionar se basa en el análisis

estratégico de las empresas, y en nuestro esfuerzo de comprar esos títulos cuando pasan un mal momento, lo que hace que su precio sea más barato.

**El 60 % del fondo invierte en acciones *value* tradicionales**, en concreto en sectores y empresas que creemos son muy baratos en relación con sus valores intrínsecos (estamos incrementando pacientemente esta parte del Fondo durante la caída). Como resultado de nuestro análisis ascendente, nos hemos concentrado en cinco sectores en los que creemos que hay mucho valor: **petróleo/energía (9 %), aeroespacial (7 %), salmón (7 %), materiales de construcción (7 %), cobre/minería (10 %), servicios comerciales (8 %)**, y otros que representan alrededor del 40-45 %. El 15 % restante se invierte en distintos sectores/empresas, como por ejemplo ING (banca), Pandora (joyería asequible), y Prysmian (cables eléctricos/de telecomunicaciones).

En aeroespacial, un sector que creemos que tendrá un brillante futuro una vez se hayan digerido los efectos del COVID-19, hemos vuelto a comprar MTU Aeroengines, un viejo amigo que cayó mucho durante la crisis pero que se recuperará sin problemas en un par de años. En este sector, ya mantenemos en cartera a Thales y Raytheon (antes United Technologies), dos sólidas empresas que tendrán un año difícil en 2020.

Dentro del sector amplio de consumo discrecional, que obviamente es cíclico, **tenemos dos grandes posiciones en Sodexo (catering) e ISS (limpieza), dos empresas que cayeron bastante durante la crisis, pero en las cuales no vemos problemas de liquidez o solvencia**. También creemos que ambas empresas volverán a la normalidad en 2021, tanto desde una perspectiva comercial como en el mercado de valores. ISS tiene una opción que el mercado no ha reflejado en el valor hasta ahora: debería beneficiarse de las medidas de higiene que casi todas las empresas y administraciones públicas tendrán que implementar.

#### **LTIF Natural Resources sube el 50 % desde mínimos, pero sigue increíblemente barata**

El Natural Resources Fund ha recuperado el 50 % desde los mínimos de marzo, con un VL de 75 euros por participación, o -29 % en el año hasta la fecha. El Fondo tiene un valor intrínseco de más de 183 EUR por participación y, a precios actuales, una TIR del 22 %.

Hemos aprovechado la fuerte corrección del mercado desde marzo para vender parte de nuestras inversiones en alimentación (especialmente salmón), y comprar más energía y minas, que se negocian a precios de mercado. **A mediados de junio, el fondo tiene un 40 % de su inversión en energía/petróleo y otro 40 % en minas, con únicamente el 20 % en agroalimentación e infraestructuras**. En general, intentamos equilibrarlo un poco más con un tercio en cada sector (energía, minería y agroalimentación e infraestructuras), pero teniendo en cuenta las valoraciones actuales, hemos estado aumentando la ponderación de energía y minas.

#### **1. Petróleo. El COVID-19 es únicamente una pausa en el ciclo al alza**

En lo que respecta al petróleo, estamos bastante cómodos, **debido a que el mercado ha pasado a una situación de desabastecimiento más rápido de lo esperado**, tras los recortes de la OPEC+, y los cierres de pozos causados por la caída en los precios del petróleo. Tras la decisión de la OPEC++ de recortar aún más la producción, las existencias han aumentado, y los precios del petróleo llegaron a niveles de coste de efectivo marginales (alrededor de 40 USD Brent).

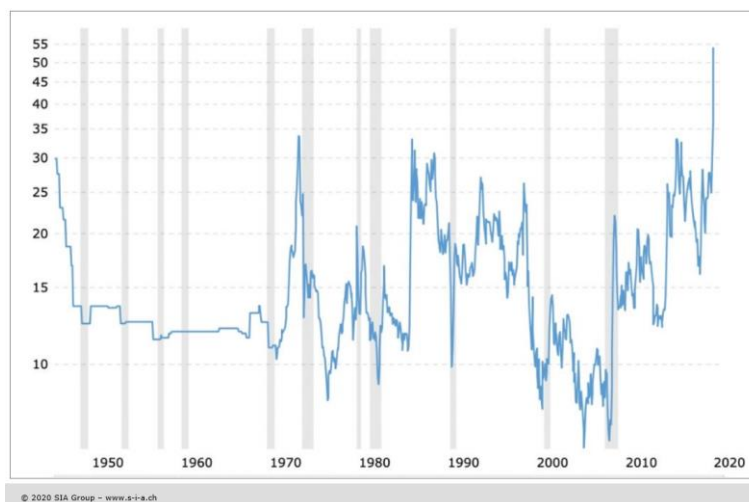
En un escenario de desabastecimiento, pero con altas existencias, los precios del petróleo generalmente se mueven al alza lentamente (desde el coste de efectivo marginal, pero por debajo del precio de incentivo), hasta que se normalizan las existencias. Según nuestras cifras, las existencias deberían normalizarse en el segundo trimestre de 2021, pero algunos expertos ya sugieren el cuarto trimestre de 2020 gracias a un comportamiento de la demanda mejor de lo esperado. Una vez las existencias vuelven a la normalidad, habitualmente se alcanzan los precios de incentivo del petróleo (alrededor de 70 USD Brent), puesto que es necesario un incremento en la producción para atender la demanda. **Nuestro modelo sugiere que deberíamos finalizar 2020 en alrededor de 50 USD por barril Brent (de nuevo, gracias a los recortes de la OPEC+), y movernos hacia niveles de incentivo en 2021.**

Resumiendo la situación del sector en unas pocas frases, creemos que 1) el petróleo de esquisto no funciona por debajo de 60 USD Brent, lo cual significa que la producción de petróleo de esquisto podría caer en cerca de 3 millones de b/d, salvo que los precios del petróleo suban con fuerza. 2) la OPEC+, que tiene unos costes muy inferiores, va a sustituir lentamente esos 3 millones más 1-2 millones de b/d globalmente, requiriendo precios más altos. 3) la OPEC+ intentará gestionar los precios y las existencias dentro de un rango de 60 USD-75 USD.

Aparte del incremento en la exposición actual al petróleo, también empezamos a invertir en algunas nuevas empresas. **Pioneer y EOG, dos de las empresas de exploración y producción líderes en Estados Unidos, se han incorporado a la cartera.** Estas dos empresas tienen una alta calificación, disponen de unos equipos directivos excelentes, un historial probado, y una buena exposición al petróleo de esquisto en Permian.

**También hemos adquirido una posición en Surgutneftegaz,** el tercer mayor productor de petróleo de Rusia después de las empresas estatales Rosneft y Lukoil (Estados Unidos, Arabia Saudita y Rusia son los tres principales países productores de petróleo, cada uno de los cuales tiene alrededor del 10 % del suministro total). La empresa es la compañía petrolífera rusa mejor administrada, prácticamente ha doblado la tasa de recuperación que tienen sus competidores, su ratio de sustitución de reservas fue del 120 % durante los últimos años (todo ello orgánico), su tasa de pozos inutilizados es la más baja de la industria, y tiene una tasa de utilización cercana al 100 % de su producción de gas de petróleo asociado.

Surgutneftegaz cotiza a 3 veces el flujo de efectivo y tiene una grandísima posición de efectivo neto. No podemos indicar el múltiplo EV/EBITDA, puesto que **la posición de efectivo de la empresa es superior a 50 000 millones de USD, el doble de la capitalización de mercado.**

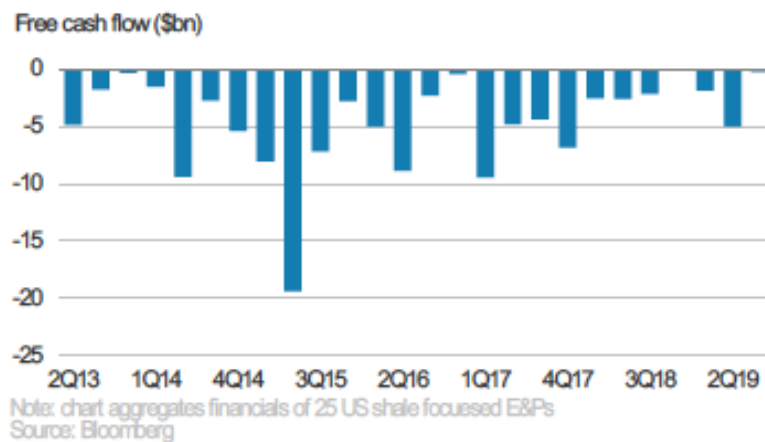


Ratio oro/petróleo, ¿oportunidad del siglo?

**2. Esperamos un cambio estructural en el petróleo de esquisto**

El petróleo de esquisto se está enfrentando a un cambio estructural, desde un crecimiento no controlado con una financiación ilimitada, **hasta primero un reajuste a un nivel inferior (estimamos 5-6 millones de b/d) y posteriormente la consolidación, el crecimiento dentro del flujo de efectivo, la rentabilidad sobre el capital (y para el capital), y la disciplina.**

El petróleo de esquisto funciona, pero únicamente de una manera más controlada, para revertir lo que muestra el gráfico siguiente, afectado por la deuda superior a 200 000 millones de USD.



Recordemos que el número de plataformas ya estaba cayendo mucho antes de la CGC, lo cual significa que un gran número de pozos no funcionaba por debajo de 60 USD Brent. Los mercados financieros se han quemado los dedos, y supervisarán estrechamente a las empresas de fracking que no demuestren una disciplina financiera. La situación y el resultado podrían incluso ser comparables a las arenas bituminosas de Athabasca, donde la extracción también difiere fundamentalmente de la extracción desde una reserva líquida subterránea.

Las arenas bituminosas son pozos abiertos a gran escala, u operaciones in situ o subterráneas. In situ se utiliza para los depósitos que son demasiado profundos o demasiado finos para la minería subterránea convencional (gran parte del uranio del mundo, fundamentalmente en Kazakstán, utiliza la filtración in situ) y los aspectos económicos son muy distintos a los de la producción petrolífera convencional.

Hace quince años, las arenas bituminosas estuvieron muy de moda. **Nadie se preocupó por los cálculos adecuados de la rentabilidad y, con unos precios del petróleo altos, los participantes se centraron en el crecimiento o la sustitución de las reservas orgánicas, y empresas energéticas de todo el mundo invirtieron en esos proyectos.** Fort McMurray se convirtió en un centro importante; tuvo algunos de los precios inmobiliarios más altos y los mayores beneficios por hora de Starbucks en Norteamérica, lo cual supuso una situación típica de "fiebre del oro" (hay que tener en cuenta que la temperatura media anual es de 0,5 °C y tan pronto como desaparece el hielo, llegan los mosquitos). Este boom finalizó abruptamente cuando el precio del petróleo se hundió en 2008, la mayor parte de los proyectos se estancaron, y se produjeron desinversiones, etc.

Como la mayor parte de las compañías petrolíferas europeas tienden a actuar de una manera procíclica, invierten miles de millones en petróleo a 100 USD, mientras que a 30 USD se adaptan a unos precios de petróleo en caída. Suncor logró su primer petróleo de arenas bituminosas en la década de 1970, y la mayor parte de los proyectos de arenas bituminosas, con opex/bbl a alrededor de 35 USD, son buenos negocios para operadores experimentados. Pese al final del boom, las grandes operaciones como Syncrude y Albion Sands continuaron produciendo o creciendo, y se convirtieron en más eficientes. Las empresas líderes como Suncor y CNQ aprovecharon la oportunidad y adquirieron participaciones en empresas como Royal Dutch, que vendió en mínimos después de invertir miles de millones en máximos. Hoy en día, la mayor parte de la producción de arenas bituminosas se encuentra en manos de CNQ y Suncor, mientras que las participaciones minoritarias siguen siendo propiedad de Chevron, Imperial, la filial de Exxon, y las sociedades propiedad del Estado chino CNOOC y Sinopec.

**El petróleo de esquisto de Estados Unidos puede que se encuentre en una situación comparable. El boom ha finalizado. Las inversiones y la producción subsiguiente han empezado a caer.** Después de años de ignorar unos cálculos económicos adecuados, la realidad se está imponiendo, muchos participantes desaparecerán, y el mercado se consolidará. EOG y Pioneer son las empresas más eficientes, las únicas que lograron ganar dinero alguna vez. Dentro de unos años, puede que se encuentren en una situación similar a la de CNQ/Sunco con respecto a las arenas bituminosas.

#### Las recesiones y las crisis proporcionan oportunidades para invertir barato

Siempre y cuando no cometamos errores no forzados (malos negocios y deuda, principalmente), las caídas en los mercados de valores deberían convertirse en oportunidades de inversión para nosotros y nuestros inversores, puesto que podemos adquirir los mismos activos a precios muy inferiores. Y eso es lo que estamos haciendo, **fortaleciendo nuestras posiciones en empresas que ya teníamos (por ejemplo, Wienerberger y Heidelberg Cement) o comprando nuevas de nuestra lista de seguimiento (por ejemplo MTU Aeroengines y EOG).**

Buffett comenta a menudo que le gustaría vivir muchas crisis y recesiones, a las cuales tiene dificultades para enfrentarse un fondo que únicamente tiene posiciones alcistas y liquidez diaria. Pero tiene razón, el objetivo del Fondo Classic como vehículo, y nuestro objetivo y el de nuestros clientes, como inversores finales, es el de invertir nuestros ahorros y reinvertir nuestros beneficios, y por lo tanto lo mejor para el Fondo Classic y sus inversores es que el mercado de acciones caiga, y que nos permita comprar más barato y lograr una rentabilidad superior a medio y largo plazo.

Casi hemos llegado a disfrutar de las recesiones, habiendo pasado dos de las peores en la historia en 2008/09 (GCF) y 2020 (CGC), pero es duro, increíblemente duro. Intentemos seguir a Buffett de nuevo y disfrutar de la crisis actual, ser constructivos cuando caiga el mercado de valores, cuando se deteriore la economía, y cuando las cosas vayan mal, ya que las acciones se vuelven muy baratas, lo cual constituye la base de la inversión value.

**La clave para tener éxito es tener un fondo de calidad antes de que se materialice cualquier crisis, algo que buscaremos lentamente pero con seguridad a corto, medio y largo plazo.**

#### Es el momento de la inversión value

Tal y como podemos comprobar en el gráfico, la estrategia value ha tenido claramente un rendimiento inferior en los últimos tres años, principalmente por los dos motivos siguientes: 1) el rendimiento de los FAANG (Facebook, Amazon, Apple, Netflix y Google, y las grandes capitalizaciones de mercado), y 2) la crisis del COVID-19 que, a corto plazo, afecta negativamente a las acciones cíclicas y al value en general.



Empezando desde la baja valoración actual de los cíclicos (muy normal en una caída económica, liderada por las materias primas, las industrias, la industria automovilística, los bancos y las aseguradoras) y las altísimas calificaciones de la mayor parte de los FAANG y los valores de sanidad, creemos que la estrategia value recuperará lo que ha perdido en los últimos años. No dudamos de que la mayor parte de los FAANG son empresas excelentes, pero será difícil para ellas mantener el ritmo reciente de alto crecimiento, a largo plazo.

**El Fondo Classic ha superado a los índices desde 2002, pero ha tenido un rendimiento ligeramente inferior desde 2009. Creemos que en los próximos años veremos cierta "reversión de la media", lo que permitirá al value volver a ganar terreno, y que el Fondo Classic vuelva a tener un rendimiento superior. Veremos.**

### **Nuestra transición hacia ESG**

Hace muchos meses, decidimos acelerar la transición a un modelo de inversión más sostenible, siguiendo unos criterios más estrictos de Environment Social Governance (gobierno corporativo social y medioambiental, ESG por sus siglas en inglés)

A partir de ahora, realizaremos una diligencia debida de ESG de cada empresa, y aplicaremos una calificación. Nuestra intención es crear tres categorías de ESG (al igual que creamos cuatro categorías de riesgo en el pasado) y aplicar una calificación A para un alto cumplimiento en ESG, una B para un cumplimiento medio en ESG, y una C como calificación baja, a cada empresa; esto nos permitirá identificar gradualmente qué empresas son líderes y cuáles son las que no están haciendo la transición, e invertir correspondientemente.

Esto no es realmente nuevo para nosotros, puesto que el Fondo Classic ha obtenido una calificación AA en ESG otorgada por MSCI, pero queremos progresar en una mejor estructuración de nuestro proceso. Estamos convencidos de que unos niveles ESG más altos van a ser cada vez más relevantes para el mundo de la inversión y por lo tanto nos estamos moviendo constantemente en esa dirección.

**Marcos Hernández Aguado**  
**Urs Marti**  
**El equipo de SIA**  
**23 de junio de 2020**

## 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, Stability A Cap y Natural Resources (anteriormente Global Energy Value) fueron autorizados para su distribución en y desde Suiza por la Autoridad supervisora de los mercados financieros suiza (FINMA) de conformidad con el artículo 19, apartado 1 de la Ley de instituciones de inversión colectiva (Collective Investment Schemes Act), el agente de pagos es Banque Pictet & Cie SA, Route des Acacias 60, 1211 Ginebra 73, Suiza. El representante legal en Suiza es FundPartner Solutions (Suisse) SA, Route des Acacias 60, 1211 Ginebra 73, Suiza; se cursó notificación a la Finanzmarktaufsicht austriaca de conformidad con el artículo 36 de la Ley de fondos de inversión; fue autorizado en Francia por la Autoridad de mercados financieros francesa (AMF) de conformidad con el artículo 411-58 del Reglamento general de la AMF; fue autorizado por la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) alemana en virtud del artículo 132 de la Ley de inversiones; fue autorizado en Italia por el Banco de Italia y la CONSOB de conformidad con el artículo 42 del Decreto legislativo italiano n.º 58, de 24 de febrero de 1998; fue inscrito en el registro de instituciones de inversión colectiva extranjeras comercializadas en España por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) en virtud del artículo 15 de la Ley de Instituciones Colectivas; fue reconocido en el Reino Unido por la Autoridad de servicios financieros (FSA) como institución oficial en el sentido de lo dispuesto en el artículo 264 de la Ley británica de mercados y servicios financieros (Financial Services and Markets Act) de 2000.

### LTIF – Classic EUR

Código ISIN: LU0244071956  
Telekurs: 2.432.569  
Bloomberg: LTIFCLA LX

### LTIF – Classic USD

Código ISIN: LU0301247077  
Telekurs: 3.101.820  
Bloomberg: LTIFCLU LX

### LTIF – Classic CHF

Código ISIN: LU0301246772  
Telekurs: 3.101.817  
Bloomberg: LTIFCLC LX

### LTIF – Classic GBP

Código ISIN: LU0750886714  
Telekurs: 18.032.305  
Bloomberg: LTIFCLS LX

### LTIF – Classic EUR-D

ISIN: LU1449969846  
Telekurs: 33.180.015  
Bloomberg: LTIFCLD LX

### LTIF – SRI EUR

ISIN: LU1790109257  
Telekurs: 40'678'982  
Bloomberg: LTIFSRI

### LTIF – SRI USD

ISIN: LU1790109331  
Telekurs: 40'678'984  
Bloomberg: LTIFSRD

### LTIF – SRI EUR-D

ISIN: LU1790109414  
Telekurs: 40'678'985  
Bloomberg: LTIFSRD

### LTIF – Natural Resources EUR

Código ISIN: LU0244072335  
Telekurs: 2.432.575  
Bloomberg: LTIFGEV LX

### LTIF – Natural Resources USD

Código ISIN: LU0301247234  
Telekurs: 3.101.839  
Bloomberg: LTIFGEU LX

### LTIF – Natural Resources CHF

Código ISIN: LU0301246939  
Telekurs: 3.101.836  
Bloomberg: LTIFGEC LX

### LTIF – Natural Resources GBP

Código ISIN: LU0457696077  
Telekurs: 10.638.983  
Bloomberg: LTIFGEX LX

### LTIF – Stability A Cap EUR

Código ISIN: LU1128810261  
Telekurs: 25.840.496  
Bloomberg: LTISTAE LX

### LTIF – Stability A Cap USD

Código ISIN: LU1132799310  
Telekurs: 25.906.913  
Bloomberg: LTISTAU LX

### LTIF – Stability A Cap CHF

Código ISIN: LU1589813515  
Telekurs: 36.183.892  
Bloomberg: LTISTAC

### Agente de administración central:

FundPartner Solutions (Europe) SA  
15 avenue J.F. Kennedy  
L-1855 Luxemburgo  
Gran Ducado de Luxemburgo

### Gestora de inversiones:

SIA Funds AG  
Parkweg 25  
CH-8853 Ziegelbrücke  
Suiza

### Depositario:

Pictet & Cie (Europe) SA  
15A avenue J.F. Kennedy  
L-1855 Luxemburgo  
Gran Ducado de Luxemburgo

### Domicilio social:

15 avenue J.F. Kennedy  
L-1855 Luxemburgo  
Gran Ducado de Luxemburgo