

Newsletter

de septiembre de 2020

- *Visión general de nuestros fondos* 2
- *El Covid19 se va a acercando a una fase de "control", a pesar de la segunda ola* 4
- *La economía mundial ya ha entrado en fase de recuperación* 6
- *¿De verdad estamos en máximos?* 7
- *Houston, dejad de mirar a la demanda, tenemos un problema de oferta* 10
- *Uncertainty is the friend of the buyer of Long-Term Values* 13
- *"Conference call" el 12 de noviembre de 2020* 13
- *Anexo* 14

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

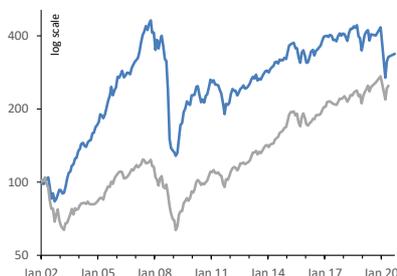


Gráfico 2: LTIF Stability A Cap EUR vs. HFRX Global Hedge Fund Index EUR



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

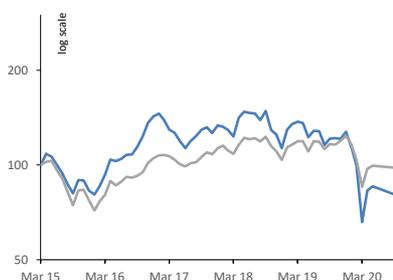
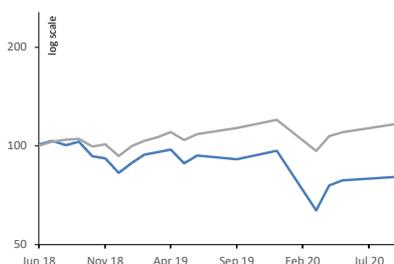


Gráfico 4: LTIF SRI EUR vs. MSCI Daily T R Net World Index EUR



“Uncertainty is the friend of the buyer of Long-Term Values.”

Warren Buffett

Visión general de nuestros fondos

A mediados de octubre el Classic se sitúa en EUR 358 p.a. (-17% ytd.) ... seguimos recuperando

Últimamente es bastante incomodo escribir sobre performance debido a la volatilidad de los precios de las acciones. Empiezas a escribir y en unos días todo ha variado un +/-10%, volatilidad que en el mundo real/industrial es mucho menor y más lenta.

El Classic es un fondo global, value, bien diversificado por negocios, geografías y en teoría con escaso riesgo industrial, pero a lo largo de 2020 el precio de mercado del fondo ha sido un descontrol: el NAV empezó 2020 en EUR 434 por acción, subió a máximos de EUR 450 en enero, cayó a EUR 235 en marzo y actualmente se sitúa entorno a los EUR 350-360 (-17% ytd.). Desde luego en 2020 la Bolsa ha estado lejos de ser un mercado eficiente.

Tabla 1: Valor liquidativo – Activos netos gestionados

Sept 30, 2020	NAV	Δ 3m	Δ 12m	Annualized return (s.i.)	AUM (in mio)
LTIF Classic [EUR]	337.47	-1.1%	-15.9%	6.7%	69
LTIF SRI (EUR)	80.46	-4.2%	-11.7%	-9.1%	1
LTIF Natural Resources [EUR]	80.67	-10.5%	-33.5%	-2.6%	19
LTIF Stability A Cap [EUR]	143.14	-2.3%	-17.6%	-4.3%	2

Fuente: SIA Group

En términos relativos, 2020 tampoco está siendo bueno para la estrategia value, y el Classic está algo por debajo de los índices más amplios (Standard&Poors 500 sube un 5% en el año, el Índice Europeo SXXP 600 cae un 13%) aunque **más en línea con los Índices Value como el Russell 1000 que cae un 14% o el MSCI World Value Index que cae un 17% en el año.**

Es un contexto de recesión e incertidumbre económicas es normal que los valores cíclicos, las empresas pequeñas y el value lo hagan peor que el mercado (a corto plazo) pero en los próximos 2-3 años se irá revirtiendo la situación. Esta afirmación esta basada en nuestra experiencia en Bolsa, dónde siempre hay un efecto de reversión a la media, aunque lo difícil es anticipar cuando sucede: las narrativas tipo “el value ha muerto” o “las empresas tecnológicas son el futuro

y van a crecer eternamente a doble dígito” o “Warren Buffett se ha quedado obsoleto” son recurrentes a lo largo del tiempo, pero a la vez se demuestran erróneas.

El Classic tiene por objetivo un retorno absoluto: hacer un 10% neto de fees al año, es decir doblar la inversión cada 6-7 años, pero los últimos 3-4 años han estado por debajo de lo esperado: desde su creación en 2002, el Classic ha hecho un 7% anual (y un 10% anual desde mínimos de la GFC en 2008/2009) pero en los últimos 5 años ha hecho un mediocre 2% anual, en línea con la estrategia value.

Medir la performance de un fondo value a menos de 5 años no tiene mucho sentido porque somos inversores a largo plazo y solemos comprar empresas en problemas (y por tanto baratas) que tardan unos años en recuperar. **En nuestro caso, la principal causa de la falta de performance del Classic ha sido nuestra exposición a las commodities (petróleo y cobre, sobre todo)**, que ha sido en términos medios de un 20% del fondo y nos ha perjudicado mucho. **Esa inversión sigue vigente y es uno de los ejes de la futura recuperación del Classic que actualmente tiene un TIR esperada del 16%. Paciencia.**

TIR actual del fondo del 16%, Valor Intrínseco a medio plazo EUR 600 por participación

Nuestros números sugieren que el Classic tiene un Valor Intrínseco de EUR 600 por acción y un potencial alcista del 70% a medio plazo, con una TIR a la inversión del 16%. Seguimos con nuestro objetivo de EUR 500 a finales de 2021 con un 40% de revalorización a 15 meses vista. Estas revalorizaciones no son normales para un fondo value diversificado, pero tenemos que recuperar la caída de 2020 y sumar la recuperación del “value” y del sector de las commodities, que tendrá lugar en los próximos años y que trataremos de explicar más adelante.

A pesar de que nuestro análisis es principalmente *bottom-up* (nos consideramos stock-pickers y no partimos de temas o narrativas), y que solemos tener unas 30-35 empresas en el fondo, hemos acabado teniendo una exposición fuerte a ciertos sectores que entendemos son muy prometedores y que tienen que liderar la performance del Classic. Estos sectores concentran entorno al 62% del fondo:

- ⇒ Sector aeroespacial (8% con MTU Aeroengines, Raytheon y Thales)
- ⇒ Sector de servicios de catering y limpieza (9% con Sodexo, Compass e ISS)
- ⇒ Salmoneras (7% con Leroy Seafood, Grieg Seafood y Mowi)
- ⇒ Healthcare (8% con Grifols y Medtronic)
- ⇒ Materiales de construcción (10% con Wienerberger y HeidelbergCement)
- ⇒ Petróleo (8% con Suncor, Cenovus, EOG, HESS, PremierOil)
- ⇒ Cobre (12% con FirstQuantum, KAZ Minerals, Hudbay, Antofagasta y NorthernDynasty)

El resto de las inversiones son más puntuales, destacando Prysmian (cables), Pandora (joyería asequible), ING (bancos), VISA (tarjetas), ASML (equipamiento para semiconductores), y nuestros “*compounders a descuento*” o GARP en consumo que son Henkel, Unilever, Coke y Reckitt. Estas empresas configuran el resto del Classic o sea un 38% del fondo.

Comentaremos más tarde el tema de la bifurcación que se ha producido en el mercado en los últimos 2-3 años, con un fuerte tirón de ciertos sectores (tecnología y software, sobre todo) y un de-rating de otros (subsectores industriales y banca). **La estrategia value no trata de comprar empresas baratas sino de comprar empresas de calidad con cierto descuento**, y desde el punto de vista sectorial hay sectores que actualmente conviene evitar: bancos, por ejemplo, con un modelo de negocio que afronta cambios estructurales, o automóviles, con la electrificación y consiguiente *capex* a la vuelta de la esquina.

En 2020, los mejores sectores del Classic han sido tecnología (+35%), minas (+10%), consumo (-3%) y servicios (-2%, tenemos Pandora incluida en este subsector) y los peores, energía (-70%) seguida de industriales, materiales de construcción y financieras con caídas de entorno al 20%. Nuestras empresas

petrolíferas han sufrido un gran descalabro (caídas de entre 50 y 90%), y también han sufrido fuertes caídas nuestras inversiones en ING (-43%), Grieg Seafood (-45%), ISS (-47%), Raytheon (-37%), Thales (-30%) y HeidelbergCement (-20%). En el lado positivo destacaríamos NorthernDynasty (x2), Pandora (+65%), Apple (+50%), Carrier (+25%), Metso (+25%), Prysmian, ASML, y Viscofan (las tres en +20%).

En este último trimestre hemos dicho adiós a tres compañeros de viaje de largo plazo. **Hemos vendido Apple y Nestlé con lágrimas en los ojos**, pero la valoración ya no nos daba suficiente potencial y hemos podido deshacernos de **California Resources en el último minuto** por un error de mercado que nos permitió vender con una menor pérdida tras presentar concurso de acreedores. A pesar de ello, California Resources ha sido un desastre para nosotros, y hemos perdido la mayor parte de la posición. La empresa es una buena petrolera, con activos de calidad, un buen equipo gestor, y unas reservas muy amplias, pero tenía demasiada deuda financiera y las 2 grandes crisis del petróleo (2015 y 2020) han acabado con ella. Es un error nuestro y no volveremos a combinar negocios muy cíclicos con deuda (primer año del curso para iniciados de Warren Buffett).

También damos la bienvenida al Classic a sangre nueva: **Compass Group (catering), Mowi (salmón) y Hess (petróleo)** que esperamos nos den enormes alegrías en los próximos años.

El Covid19 se va acercando a una fase de "control", a pesar de la segunda ola Como se esperaba, un tratamiento basado en anticuerpos monoclonales dirigidos a algunas partes clave del virus está funcionando. Mientras escribimos este resumen, dos compañías farmacéuticas, Regeneron y Eli Lilly, han obtenido pruebas científicas de eficacia. Los medicamentos serán aprobados en unas pocas semanas y un par de millones de dosis estarán disponibles antes de fin de año; muchas, muchas más, a medida que avance el 2021. Estos son tratamientos, no vacunas. Pero al disminuir drásticamente la mortalidad del virus, convierten la pandemia en un problema mucho menos grave. Hay otras 70 empresas que están terminando tratamientos similares en este momento.

Las vacunas tardarán un poco más, por una simple razón: para probar que una terapia funciona, basta con encontrar algunas personas ya infectadas y ver si ayuda a mejorar la situación. Para una vacuna, es necesario inocular a muchas más personas (para darle validez estadística) y luego esperar durante meses, para ver si las personas inoculadas desarrollan la enfermedad o no. Dado que la mayoría de las personas no contraen la enfermedad de ninguna manera, se necesita un número muy grande y mucho tiempo para tener una visión razonablemente científica de la eficacia de la vacuna.

A pesar de ello, las primeras vacunas deberían estar disponibles antes de fin de año en los países occidentales (ya hay una que se está utilizando ampliamente en China). **Una vez más, se espera una producción masiva a principios de 2021.**

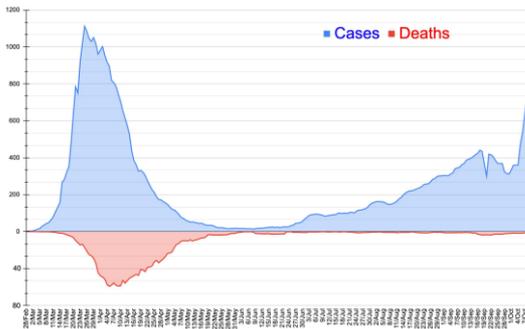
Una vez que el virus sea "controlado", no todo volverá inmediatamente a ser lo que era antes. Muchas empresas estarán en bancarrota, muchas se habrán cargado con mucha deuda para sobrevivir al año 2020, muchas habrán diluido permanentemente a sus accionistas en un esfuerzo por seguir operando. Pero lo más razonable que se puede esperar desde el punto de vista macroeconómico es una recuperación relativamente rápida en la mayoría de los ámbitos, de modo que las cosas empezarán a parecer "normales" una vez más a lo largo de 2021.

¿Cuál es el impacto de todo esto para un inversor? Obviamente, algunas compañías han sido muy perjudicadas. Otras incluso se han beneficiado. Pero para la mayoría, será el equivalente a una profunda recesión que debería ser más corta que la de 2008, si las autoridades económicas toman las medidas adecuadas esta vez, como parecen estar haciendo.

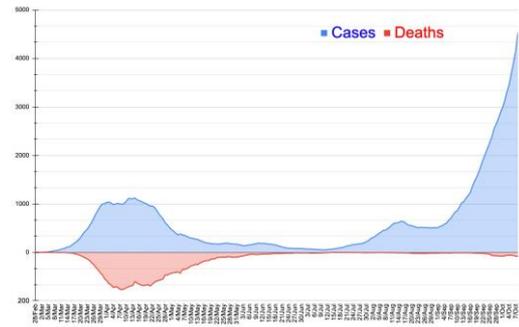
Al final, es como ser el dueño de un negocio normalmente rentable que pasa por un par de años malos. Desagradable, pero no mortal. Y es inevitable: **el riesgo (la realidad) de estas crisis periódicas es lo que hace que la inversión en capital social sea tan rentable a largo plazo.**

Para poner las cosas en perspectiva, hemos preparado varios gráficos que muestran los nuevos casos y las muertes diarias en 4 países europeos desde el comienzo de la pandemia hasta ahora. La mayoría de los países muestran un patrón similar.

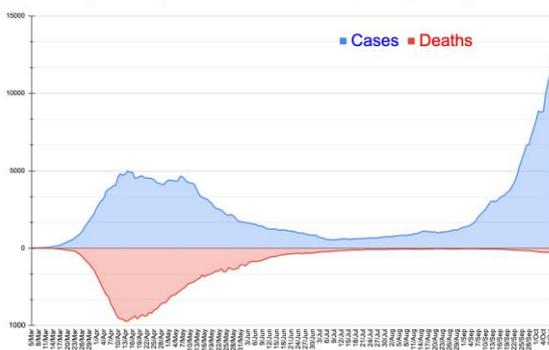
Switzerland Daily Cases vs. Deaths, 7-Day Rolling Average



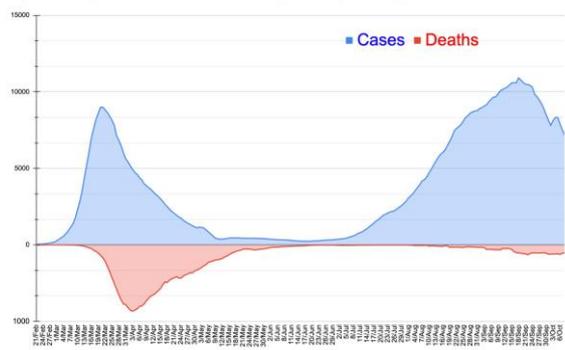
The Netherlands Daily Cases vs. Deaths, 7-Day Rolling Average



United Kingdom Daily Cases vs. Deaths, 7-Day Rolling Average



Spain Daily Cases vs. Deaths, 7-Day Rolling Average



Sacamos tres conclusiones principales, de las que la principal está pasando un poco desapercibida:

1. **El bloqueo funciona:** como la gente se quedó en casa en mayo, el virus casi desapareció
2. Viajar de vacaciones y volver a la vida normal contribuye a la propagación del virus
3. **El nivel de mortalidad es ahora muy, muy bajo**

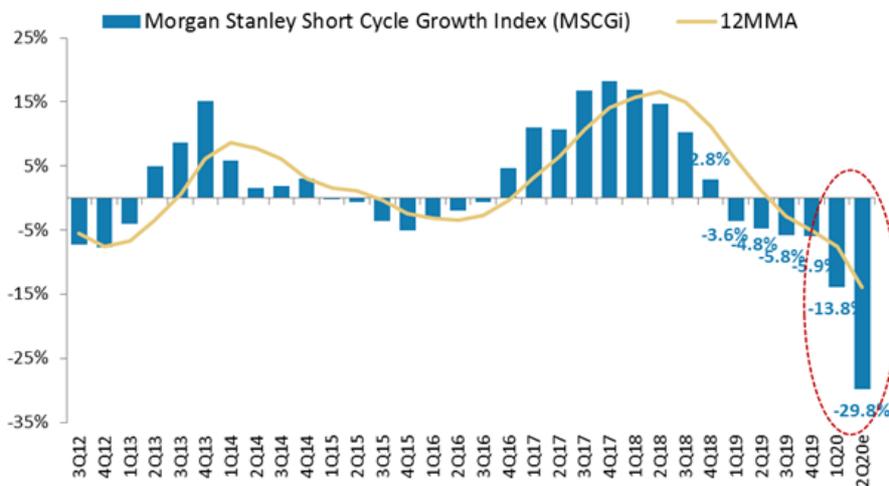
Obviamente, hay muchas razones posibles para esta drástica disminución de la mortalidad, pero está claro que la situación es ahora muy diferente de lo que era en marzo-abril. Junto con los desarrollos científicos descritos anteriormente, nos hace pensar que los mercados no están tan equivocados como para descartar ya una salida de la crisis y esto es especialmente importante para aquellos sectores, como el de la energía, que se han visto profundamente afectados pero que deberían recuperarse rápidamente.

La economía mundial ya ha entrado en fase de recuperación

No hemos cambiado nuestro escenario base que sigue siendo de recuperación económica e industrial desde Q220. No vamos a profundizar en el aspecto macroeconómico, pero hay 3 factores principales para esperar una normalización a lo largo de 2021:

- 1) Generalización de vacunas y medicinas contra el Covid19 a lo largo de 2021
- 2) Políticas tanto monetarias como fiscales de la mayoría de los países afectados
- 3) Liderazgo Chino en la recuperación tanto sanitaria como económica

Este es el gráfico que publicamos en nuestra *newsletter* de Q220, donde preveíamos el mínimo del ciclo industrial en ese trimestre:



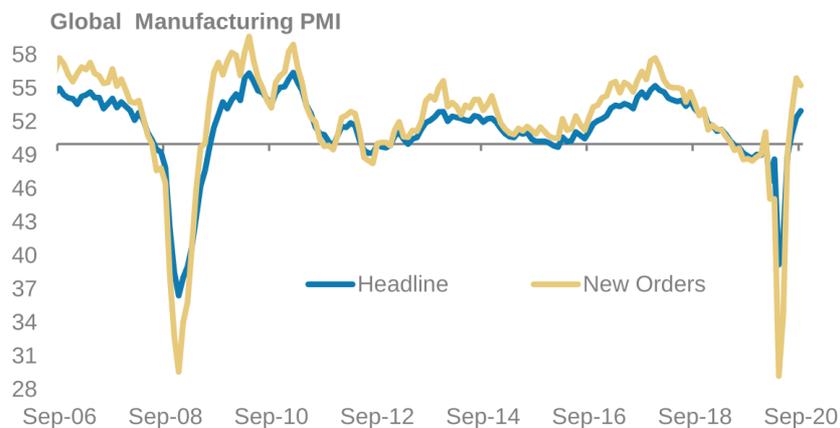
Fuente : Morgan Stanley

Y el siguiente gráfico es la actualización a Q3 donde efectivamente se comprueban dos cosas 1) el mínimo de crisis fue en Q2 y 2) la industria mundial ha empezado la recuperación en Q3. Normalmente los ciclos industriales (en nuestra experiencia) duran unos 2 años desde máximos a mínimos y cuando ya esperábamos una recuperación en 2020, surgió la crisis del Covid19 que ha retrasado el ciclo dos trimestres, haciendo además que la recuperación sea más lenta y gradual.



Fuente: Morgan Stanley

Los indicadores de producción industrial (PMI's) ya han recuperado niveles positivos de actividad indicando que poco a poco iremos volviendo a al ciclo económico vigente desde 2009. **Nuestra hipótesis de partida de fuerte y profunda caída seguida de una recuperación más rápida que en un ciclo económico normal se está confirmando, aunque la clave será como los Gobiernos gestionan las ingentes ayudas a la crisis Covid19 a lo largo de lo que queda de 2020 y 2021**, dado que hay sectores que se han visto fuertemente afectados (turismo, hoteles, restaurantes, líneas aéreas, aeroespacial, bancos, seguros, industria... entre muchos otros), lo que incidirá en desempleo, consumo e inversión.



Fuente: Morgan Stanley

¿Pero que pasa con la Bolsa? ¿De verdad estamos en máximos? Hay una profunda bifurcación

La situación actual del mercado bursátil es algo más complicada de lo normal por la extrema bifurcación de las valoraciones. Por el lado positivo tenemos a tecnología y software (sobre todo las grandes, Facebook, Amazon, Apple, Microsoft, Google, o FAAMGs principalmente) y *healthcare/staples*, que están cotizando a múltiplos altos, y que debido a su tamaño tienen un impacto enorme en los índices y ETFs, y en general la gestión pasiva; y por otro lado tenemos sectores que están a precios de derribo: energía, commodities, bancos, automóviles, materiales y algunos subsectores industriales. También hay cierta diferencia geográfica debido a que las grandes capitalizaciones son mayoritariamente americanas.

En el gráfico siguiente se puede observar como las 10 grandes capitalizaciones bursátiles americanas son las que están llevando los Índices a máximos, pero si ajustamos por ese impacto la Bolsa americana tendría una performance muy similar a la europea (-13% ytd.). Los FAAMGs son responsables de una parte importante del *outperformance* de los Índices, y de *growth* sobre *value*, pero esta tendencia no es ni puede ser sostenible en el largo plazo.

Figure 1: Outside of 10 mega-cap growth stocks, the S&P 500 market cap tracks much closer to the Stoxx 600 in USD terms



Creemos que un análisis sectorial puede añadir algo de luz. Por un lado, tenemos al sector estrella, la tecnología en sentido amplio, que cotiza actualmente a 8x valor en libros, el doble que su media histórica de 3.5-4x y no muy lejos del pico de la burbuja tecnológica de 2000 de 10-12x, con unas valoraciones que se están acercando a niveles extremos.

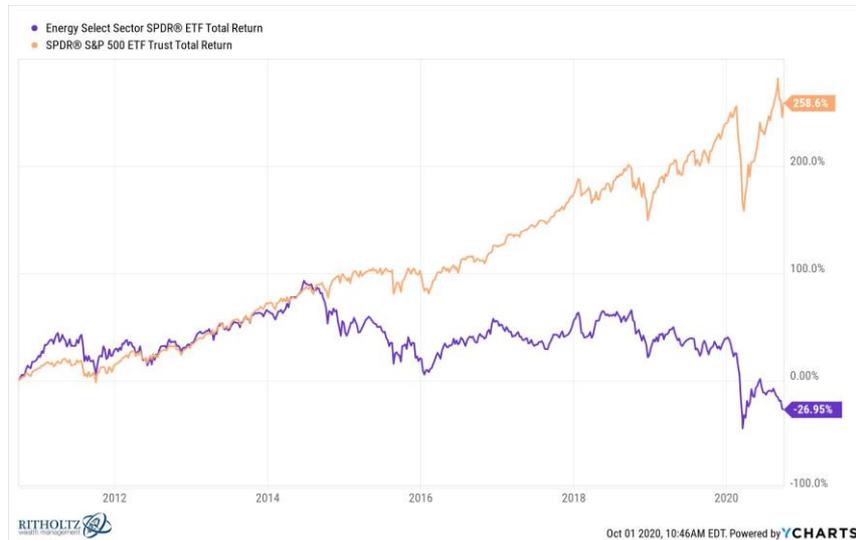
Esto no quiere decir que el sector vaya a desmoronarse mañana, pero si que quiere decir que los retornos esperados a futuro serán mucho más bajos que los obtenidos en los últimos años, en términos medios claro, dado que una aceleración en crecimientos, márgenes y retornos es muy difícil desde los niveles actuales.

Apple es un claro ejemplo: cuando la compramos allá por 2011 cotizaba a un PER de 6x (ajustado por caja neta) porque el mundo temía que se repitiese la historia de Nokia. 10 años después el valor cotiza a un PER 2021 de 35x. Apple es una empresa excelente pero la mitad de su negocio es bastante madura, sus márgenes son ya muy altos y nuestros números indican que los retornos a futuro serán más bajos.

O, dicho de otra forma, esta valoración tan exigente sólo podría justificarse por un crecimiento de los beneficios superior al doble-dígito anual a largo plazo, lo cual es insostenible debido al gran tamaño de la empresa... la escala tiene un límite cuando el mercado mundial está ya maduro (al menos en teléfonos móviles).

En el lado contrario tenemos al sector de la energía/petróleo, que está cotizando actualmente a 0.9x valor en libros frente a su media histórica de 2.1x (dentro de un rango histórico de entre 1.3x y 3x) lo que significa que el sector está muy por debajo incluso del mínimo histórico. Basándonos en nuestras hipótesis de reequilibrio de oferta y demanda en los próximos 2 años (que explicamos más adelante) y por lo tanto precios del petróleo más altos, este sector nos parece una oportunidad única.

Desde 2014 la evolución del sector energético ha sido un desastre, como se puede apreciar en el gráfico adjunto:

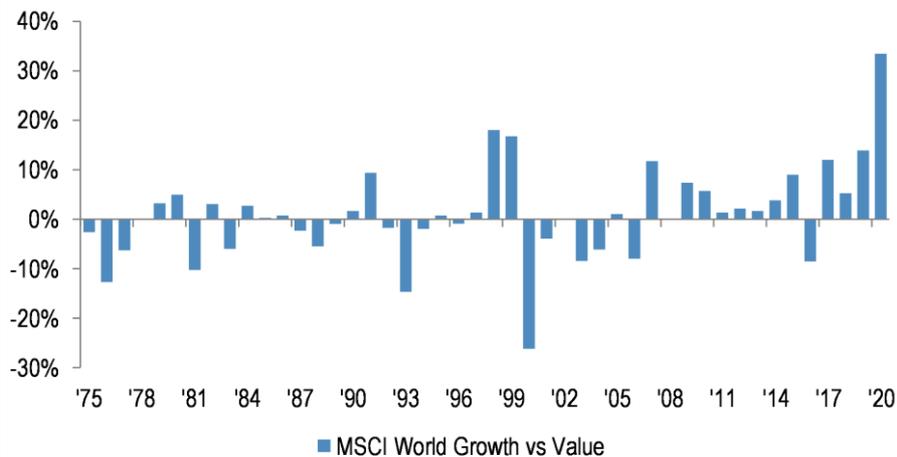


Estas valoraciones han seguido la evolución de los fundamentales de ambos sectores. Por el lado de la tecnología el ROE ha roto con la media histórica de los últimos 25 años (15%) subiendo a niveles de 19/20% en los últimos 5 años y al 25% en 2020E ¿es sostenible? Muy complicado en el largo plazo y al final la combinación de valoración alta con retorno en máximos históricos es cuando menos peligrosa... con la teoría económica sugiriendo reversión a la media. Los altos retornos atraen a la competencia (y el escrutinio legal/regulador), aumentando el riesgo de decepciones.

Lo contrario sucede con energía donde los ROEs de 2020 serán posiblemente negativos, pero nosotros entendemos que esta situación es insostenible y revertirá a la media en los próximos 2-3 años.

Value es una estrategia ganadora a largo plazo y va a recuperar el terreno perdido

Hace ya unos cuantos años (principalmente 5 pero podemos alargarlo a 10) que el *value* se ha llevado un buen varapalo por parte de *growth* (ver gráfico siguiente). Es mucho tiempo para la mayoría de los inversores y hay motivos para desesperarse (estamos asistiendo a auténticas rendiciones por parte de inversores, gestores, analistas, periodistas económicos... respecto al potencial del *value*), pero *value* y *growth* convergen en el muy largo plazo, lo que quiere decir que la estrategia *value* se acerca a un periodo de recuperación que entendemos está muy próximo.



El Classic es un fondo value y estamos sufriendo esta tendencia en nuestra performance. Como escribía el economista Herbert Stein “lo que no puede seguir para siempre tiene que terminar” y entendemos que los próximos años van a ser años value, de forma a equilibrar value y growth.

Tras la crisis actual, y como es de esperar, la estrategia value va a ir recuperando lo perdido en los últimos años, dado que los valores cíclicos parten de valoraciones muy bajas y harán outperformance en cuanto la economía se recupere. Por el contrario, los FAAMGs, que son compañías excelentes en término medio, van a tener muy difícil mantener su súper-ciclo dado que parten de valoraciones, cuotas de mercado y crecimientos que no pueden acelerar mucho más mientras competencia y regulación acecha.

LTIF Natural Resources ha subido un 50% desde mínimos, pero sigue extraordinariamente barato

El Fondo de Recursos naturales ha recuperado casi un 50% desde los mínimos de marzo y se ha situado en un NAV de EUR 65-70 por acción, muy por debajo de los EUR 100 por acción en el que empezó 2020. El fondo tiene un valor intrínseco superior a EUR 150 por acción y la TIR a los precios actuales es del 23%. Permittednos recordar que nuestros Valores Intrínsecos se calculan aplicando modelos convergentes (precios de las materias primas a *mid-cycle*, al igual que beneficios y retornos), lo que significa que la subida puede ser mucho mayor si nos acercásemos a los precios máximos de las materias primas, lo que sucede en cada ciclo alcista.

A finales de septiembre el fondo sigue teniendo un 40% de la inversión en energía/petróleo y otro 40% en minas, con un 20% solamente en alimentación e infraestructuras. Como ya comentamos, generalmente intentamos equilibrarlo algo más con un 30% en alimentación y similares (1/3 en cada sector) pero dadas las valoraciones actuales, es coherente seguir con pesos fuertes en energía y minas, sobre todo energía.

Durante el tercer trimestre, sólo hicimos ajustes marginales en las inversiones del fondo. Hemos vendido algo de **Prysmian** tras una subida importante y las suscripciones se han utilizado para reequilibrar la exposición a la energía.

Houston, deja de mirar a la demanda, tenemos un problema de oferta

Mientras que la economía/demanda sigue normalizándose en 2020 y 2021, se aceleran los problemas de oferta de muchas commodities y productos básicos. Esto se convertirá en un problema estructural muy pronto debido a una década de inversión en nuevos proyectos muy insuficiente.

Volvamos por un segundo a marzo-abril de 2020, cuando se estimaba que el choque de la demanda generada por la crisis Covid19 reduciría el consumo mundial de petróleo en un 25-30%... unos meses después hemos comprobado que el impacto ha sido más bien del 10% y actualmente el consumo se sitúa en unos 95-96 millones de barriles por día (desde un consumo récord de 101 millones b/d de finales de 2019, pre-Covid19).

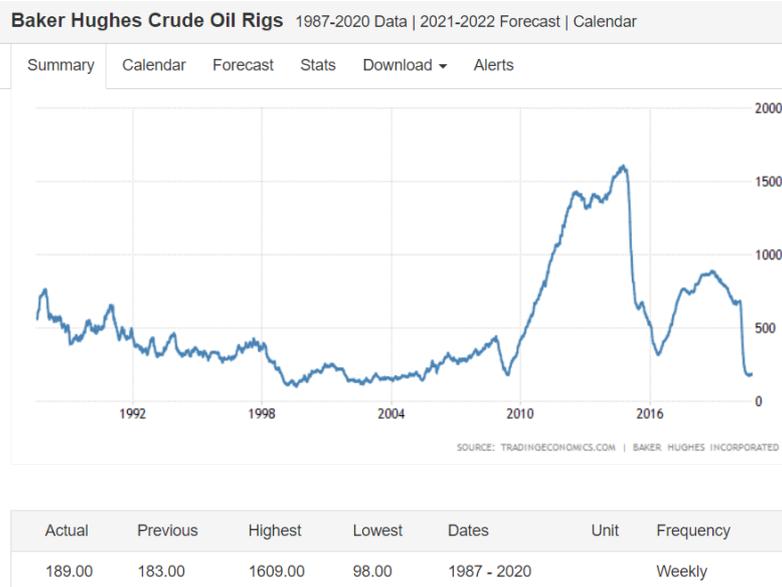
Sin lugar a duda, este ha sido el mayor shock de demanda de la historia (y un buen indicador del PIB mundial dado que el consumo de petróleo se correlaciona estrechamente con la actividad económica y el transporte) pero la oferta se ajustó rápidamente. La situación del contango que se generó en Q2 se ha normalizado, y el almacenamiento de petróleo ya no es negocio, lo que se puede comprobar en la vuelta de los superpetroleros al mercado de transporte.

El mayor transportista de crudo del mundo es Frontline y por lo tanto tiene un buen conocimiento del desarrollo real en lo que respecta al almacenamiento/transporte. Según sus estimaciones, la producción de petróleo se estima actualmente en 91 millones de b/d, lo que lleva a una caída diaria de inventario mundial de aproximadamente 5 millones, frente a un exceso de inventarios estimado en 400-500 millones de barriles. Los inventarios disminuyen rápidamente y en dos trimestres se habrán normalizado. Arabia Saudí y Rusia tienen la capacidad de recuperar producción, pero por lo demás el panorama de la oferta es sombrío.

La producción convencional alcanzará pronto 10 años de inversiones reducidas, menores reservas y caídas en las curvas de producción. En SIA, hemos seguido en profundidad el milagro del shale americano, que nunca ha producido flujos de caja ni retornos positivos y que se está derrumbando ahora.

No hay capital disponible y las empresas se están viendo obligadas a vivir dentro de sus flujos de caja. Las empresas más eficientes como EOG, Pioneer y las *majors* como Chevron y Exxon se las arreglarán, pero esto representa sólo una pequeña parte de la producción de *shale*. Alrededor de la mitad son empresas privadas.

Muchos analistas esperan un suministro estable de petróleo de EE. UU. pero es difícil ver cómo puede ser posible dada la falta de capital y perforaciones. El *rig count* se ha derrumbado, desde 800 *rigs* en 2016 a menos de 200, y este negocio es de ciclo corto, con la producción siguiendo al *rig count* con unos pocos meses de retraso. No hay que olvidar que la producción de *shale* registró un récord de 9 millones de b/d, más o menos el mismo volumen que Arabia Saudí exportó en 2018, aunque ya en 2019 las exportaciones de Arabia Saudí ya se redujeron a 8,3 millones de b/d.



En la parte de petróleo estamos bastante cómodos porque el mercado ha entrado en déficit de producción tras los recortes de la OPEC+, el desplome de shale, y los cierres de pozos marginales provocados por los bajos precios del petróleo. Gracias a la OPEC+ los precios han recuperado rápidamente los niveles de cash cost marginal (entorno a 40\$ Brent en nuestra opinión) y el déficit de producción irá consumiendo los inventarios que se dispararon en abril de 2020.

Generalmente y en base a nuestra experiencia, en un contexto de déficit, pero inventarios altos, los precios del petróleo recuperan la tendencia alcista, sin prisa, hasta que los inventarios se normalizan (Q221 en nuestro modelo) y entonces aparecen en el horizonte los precios de incentivo, dado que se va a necesitar un incremento de la producción. Según nuestro escenario, deberíamos acabar 2020 entorno a 50\$ por barril Brent (de nuevo, gracias a la OPEC+), y ya en 2021 ir hacia niveles de incentivo que en nuestros modelos se sitúan por encima de 60\$ Brent para los primeros en reaccionar, shale.

¿Que escenario manejamos a medio plazo? Creemos que shale no es rentable por debajo de 60\$ y la producción de shale va a bajar entre 3-4m b/d si los precios no suben. Esos 3-4m a los que se añaden 1.5-2 millones de b/d marginales a nivel global van a ir siendo reemplazados por OPEC+ que tienen costes mucho más bajos. Este escenario nos hace prever que OPEC irá subiendo producción lentamente en 2020 y 2021 de manera a reducir inventarios y mantener precios en un su objetivo de 60-75\$.

La situación del petróleo puede ser la más extrema, pero no es tan diferente de la de muchos otros productos básicos. La producción ha comenzado a disminuir dada una década de inversiones inferiores a lo necesario, agotamiento de los recursos, caída de las leyes, etc... **y entendemos que el Covid19 se va a convertir en el detonante de un problema que se habría materializado de todos modos.**

Tampoco podemos perder de vista a 3.000 millones de personas en Asia

A medida que China avanza hacia su primer objetivo centenario de construir una sociedad moderadamente próspera para finales de 2020, el próximo 14º Plan Quinquenal (2021-2025) atraerá la atención nacional e internacional, ya que representa un cambio de paradigma.

Con el telón de fondo de unos vínculos cada vez más complicados entre China y los Estados Unidos y un entorno externo caracterizado por un creciente proteccionismo y una recesión económica mundial,

China ha dado señales claras de que dará más peso a las políticas para seguir apuntalando su economía, con un mercado de consumo masivo para hacer frente a los riesgos externos en rápida evolución.

China estimulará el aumento del consumo, las inversiones locales, la ruta de la seda, la reducción de las tasas de ahorro, etc... y calculamos que hay unos 5.000 millones de personas que viven a lo largo de la llamada ruta de la seda. La propia China sólo consume alrededor de un tercio de los recursos per cápita en comparación con el mundo occidental.

India, que pronto tendrá una población mayor que China, es actualmente una fracción de China en cuanto a PIB per cápita. El cambio estratégico de los BRICS de una economía puramente exportadora a una economía más equilibrada tendrá profundas repercusiones: aumentará el consumo interno de recursos, bienes y servicios. Pero es necesario ajustar las balanzas comerciales, reducir las reservas de divisas, la composición de éstas y los tipos de cambio. China espera interrupciones en los flujos comerciales con Occidente y el próximo plan quinquenal de China exigirá un aumento de sus reservas estatales de crudo, metales estratégicos y productos agrícolas. Pekín está dispuesto a prestar atención a las lecciones de la crisis del coronavirus y al deterioro de las relaciones con Estados Unidos y sus aliados, según los funcionarios que participan en la elaboración del plan.

Las discusiones y los acontecimientos en relación con la desdolarización, la internacionalización del yuan, los llamamientos a una nueva moneda de reserva se intensificarán con amplias consecuencias para todas las partes implicadas (el superávit comercial del BRICS permitió a los EE.UU. hacer frente a sus déficits).

Uncertainty is the friend of the buyer of Long-Term Values

Permitidme terminar la Newsletter de septiembre recurriendo a Buffett de nuevo para recordar que en períodos de alta incertidumbre cuando la Bolsa (o parte de ella como ahora), los sectores y valores, o el value caen es cuando surgen las mejores oportunidades de inversión. El Classic está plenamente invertido para aprovechar la normalización que viene en 2021.

A pesar de ello muchos inversores y profesionales de las finanzas se dejarán una vez más cautivar por los efluvios de la reciente outperformance y muy posiblemente el capital seguirá fluyendo a Índices, ETFs, a los mejores fondos de los últimos meses (tecnología, *healthcare*, *staples*, SPX...) sin acordarse de que fuertes revalorizaciones suelen venir seguidas de ajustes bajistas y fuertes *underperformances* suelen venir seguidas de muy interesantes revalorizaciones.

SIA: "Conference call" el 12 de noviembre de 2020 a las 10.00 CET

Nos complace invitarles a nuestra próxima conferencia telefónica el 12 de noviembre de 2020 a las 10:00 am. El propósito de esta presentación es informar sobre el desarrollo y perspectivas de nuestros fondos desde principios de año.

**Marcos Hernández
J. Carlos Jarillo
Urs Marti
Octubre 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 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: LTIFFCLA LX

LTIF – Classic USD

Código ISIN: LU0301247077
Telekurs: 3.101.820
Bloomberg: LTIFFCLU LX

LTIF – Classic CHF

Código ISIN: LU0301246772
Telekurs: 3.101.817
Bloomberg: LTIFFCLC LX

LTIF – Classic GBP

Código ISIN: LU0750886714
Telekurs: 18.032.305
Bloomberg: LTIFFCLS LX

LTIF – Classic EUR-D

Código ISIN: LU1449969846
Telekurs: 33.180.015
Bloomberg: LTIFFCLD LX

LTIF – SRI EUR

Código ISIN: LU1790109257
Telekurs: 40'678'982
Bloomberg: LTIFFSRI

LTIF – SRI USD

Código ISIN: LU1790109331
Telekurs: 40'678'984
Bloomberg: LTIFFSRD

LTIF – SRI EUR-D

Código ISIN: LU1790109414
Telekurs: 40'678'985
Bloomberg: LTIFFSRD

LTIF – Natural Resources EUR

Código ISIN: LU0244072335
Telekurs: 2.432.575
Bloomberg: LTIFFGEV LX

LTIF – Natural Resources USD

Código ISIN: LU0301247234
Telekurs: 3.101.839
Bloomberg: LTIFFGEU LX

LTIF – Natural Resources CHF

Código ISIN: LU0301246939
Telekurs: 3.101.836
Bloomberg: LTIFFGEC LX

LTIF – Natural Resources GBP

Código ISIN: LU0457696077
Telekurs: 10.638.983
Bloomberg: LTIFFGEG LX

LTIF – Stability A Cap EUR

Código ISIN: LU1128810261
Telekurs: 25.840.496
Bloomberg: LTIFFSTAE LX

LTIF – Stability A Cap USD

Código ISIN: LU1132799310
Telekurs: 25.906.913
Bloomberg: LTIFFSTAU LX

LTIF – Stability A Cap CHF

Código ISIN: LU1589813515
Telekurs: 36'183'892
Bloomberg: LTIFFSTAC

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