

Newsletter

de diciembre de 2017

▪ <i>Visión general de nuestros fondos</i>	2
▪ <i>El fondo Classic</i>	2
▪ <i>El fondo Natural Resources</i>	7
▪ <i>Otras noticias</i>	15
▪ <i>Anexo</i>	16

Visión general de nuestros fondos

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



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

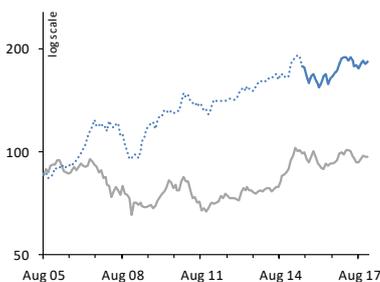


Figura 3: **LTIF Natural Resources EUR**
frente al S&P Global Nat. Res. Net TR Index EUR



La tabla 1 y las figuras 1 a 4 reflejan la evolución del VL de nuestros Fondos durante el último trimestre.

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

December 29, 2017	NAV	Δ 3m	Δ YTD	Annualized Return (s.i.)	AUM (in mio) * Pool
LTIF Classic [EUR]	408.84	2.8%	2.9%	9.3%	'161*
LTIF Stability A Cap [EUR]	184.10	2.2%	-2.0%	6.5%	'13*
LTIF Natural Resources [EUR]	110.66	3.2%	-6.4%	0.8%	18
LTIF Stability Growth [CHF] <i>(Total return, dividends included)</i>	230.40	4.7%	9.6%	4.1%	4
LTIF Stability Income Plus [CHF] <i>(Total return, dividends included)</i>	194.20	4.6%	9.6%	5.0%	4

Fuente: SIA Group

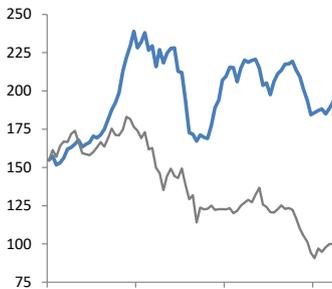
En general, nuestras acciones se han revalorizado menos que la mayoría de los índices, especialmente aquellos denominados en euros, ya que gran parte de las divisas han caído frente a la moneda única. En primer lugar abordaremos, como en todas nuestras Newsletters, el "ruido" acerca de la rentabilidad de las acciones y luego, las "señales"; o dicho de otro modo, lo que hicieron las empresas —en calidad de negocios— durante el año 2017.

Fondo Classic

Como ya mencionamos en las newsletters anteriores, hemos asistido a un año de grandes divergencias en la evolución de nuestras acciones. Algunas mostraron muy mala orientación (-46 % en el caso de Cenovus Energy) y otras tuvieron una evolución excelente (+40 % para Easyjet; téngase en cuenta que todas las cifras incluidas en la Newsletter se expresan en euros a efectos comparativos). Esta disparidad no es exclusiva de nuestra cartera. Para los profesionales de la selección de activos, la caída en picado de las correlaciones entre títulos fue el acontecimiento más importante en los últimos trimestres. Hace algunos años (y durante los cinco ejercicios previos), la correlación entre títulos era superior al 0,7. Esto significa que, de media, el 70 % de la fluctuación del precio de un título concreto podía explicarse por la fluctuación de otros valores. Dicho de otro modo, todo subía o bajaba más o menos a par. Esa correlación ha caído actualmente hasta el 0,2.

Y tiene sentido: si los inversores creen que el mundo se acaba, lo venderán todo, independientemente de la calidad de la empresa, o el precio de la acción. Cuando se dan cuenta de que no es así, vuelven a comprar estas acciones, de nuevo de forma bastante indiscriminada. Así pues, el plano macroeconómico domina por completo la microeconomía.

Figura 4: LTIF Stability Growth TR CHF frente al HFRX Global Hedge Fund Index CHF



Sin embargo, más allá de los temores macroeconómicos, la realidad económica sigue su curso sin obstáculos. Transcurridos algunos años, los inversores terminan por darse cuenta de que algunas empresas están registrando unos ingresos muy superiores a otras, y sus cotizaciones comienzan a tomar sendas divergentes. Esto es lo que ocurrió en 2017.

En nuestro caso, algunas acciones mostraron una evolución pésima. No obstante, como ya sabemos, la fluctuación de la cotización no es importante, sino la realidad subyacente de las empresas. Por tanto, nos centraremos brevemente en esto a continuación.

- Con una caída del 27 %, Pandora fue el título que peor trayectoria registró (a excepción de las firmas vinculadas al petróleo), un hecho mitigado en cierto modo por un dividendo en efectivo de más del 4 %. Ya hablamos de esta compañía en una newsletter anterior. Todavía creemos que se trata de una empresa sólida con una incomparable capacidad de producción de joyas asequibles y de calidad, así como con una excelente estrategia para un sistema de distribución verticalmente integrado. Salvo que estemos muy equivocados, las acciones están extremadamente infravaloradas y podrían recuperarse con creces del desplome de este año. Por cierto, sus beneficios subieron un 6,5 % en 2017 y el ansiado dividendo en efectivo en 2018 asciende al 5,8 % de la cotización actual.
- Las compañías vinculadas al petróleo que tenemos en cartera han experimentado un drástico descenso de sus acciones, a excepción de Premier Oil, que terminó el año solo ligeramente en rojo. Analizamos nuestra visión sobre este sector más adelante, pero estamos totalmente convencidos de que estas inversiones serán muy rentables en los próximos trimestres. Anecdóticamente, las acciones de Premier Oil se han revalorizado un 30 % en los primeros días de 2018: estas acusaron una abultada posición corta, que se está cubriendo muy rápidamente a medida que los precios del crudo suben.
- Con una caída del 22 %, Northern Dynasty Metals es el último ejemplo del grupo de acciones que se dejaron más de un 20 %. Como nuestros inversores quizás recuerden, NDM posee uno de los mayores proyectos de cobre/oro/molibdeno del mundo sin explotar en el sur de Alaska. Con la anterior Administración estadounidense, a la compañía incluso se le había negado la oportunidad de solicitar permiso para explotar la mina. Ahora las cosas han cambiado y el proceso de autorización ya está en marcha. La compañía ha aunado fuerzas con First Quantum (otra firma en la que invertimos) para desarrollar el proyecto. Se trata de una inversión arriesgada en el sentido de que, si la compañía no obtiene el permiso, las acciones no valen demasiado. Aun así, creemos que tiene muchas posibilidades, en cuyo caso las acciones valdrán varias veces su precio actual.

A continuación nos centramos en las empresas cuyas acciones evolucionaron bien:

- Las acciones de Easyjet se revalorizaron un 40 % en euros el año pasado. Ese marcado aumento fue, en gran medida, una reversión de una caída anterior. El año 2016 fue muy perjudicial para la empresa: comenzó con los dramáticos atentados terroristas de 2015 en Francia, lo que disminuyó considerablemente el tráfico en rutas muy importantes; el voto a favor del brexit, que causó una gran incertidumbre en el negocio; y muchas aerolíneas europeas (incluida Easyjet en concreto) comenzaron a aumentar su capacidad drásticamente. La combinación de todos estos acontecimientos derivó en unos márgenes muy decepcionantes. En 2017 la tendencia cambió y la empresa (y los inversores) esperan un 2018 mucho más positivo. Con un PER de 12 veces y unos dividendos por encima del 4 %, todavía nos gusta la compañía y valoramos enormemente su posición estratégica, lo que nos llevó a invertir en ella hace algunos años.
- Las acciones MTU Aero Engines se anotaron un alza del 36 % en 2017. La compañía culminó el desarrollo de un nuevo motor para el Airbus Neo y encara ahora varios años de excelentes flujos de efectivo, con menos inversiones y un negocio de piezas y mantenimiento muy superior y con elevados márgenes.
- Las acciones de Apple Inc subieron un 29 % en 2017. La firma está registrando muy buen tono y el mercado comienza a apreciar su ingente base de clientes y la fidelidad de estos últimos a la marca. Los servicios y demás ingresos (Airpods, relojes) están creciendo a pasos agigantados y convirtiéndose en grandes negocios por sí mismos, con márgenes incluso más altos que los de teléfonos y ordenadores. Prevemos más crecimiento, con unas acciones que cotizan (ajustadas por la abultada posición de efectivo) a un PER de 12 veces.
- Las acciones de Visa se revalorizaron un 28 %. Es difícil imaginar mejor negocio que este: una comisión muy pequeña sobre un porcentaje cada vez mayor de todas las transacciones comerciales del mundo. La disminución en el uso de efectivo y el aumento del comercio electrónico son motores del crecimiento a largo plazo de la empresa, cuyos beneficios por acción aumentaron un 22 % el año pasado y está previsto que crezcan más de un 10 % en los próximos años.
- Grifols avanzó un 25 % (más un dividendo del 2 %), puesto que los mercados empiezan a ver el final de la fase de inversión y el inicio (a poco más de un año vista) de varios ejercicios con unos flujos de efectivo muy elevados.
- First Quantum, nuestra productora de cobre, se revalorizó más de un 20 % (23 %), al igual que Wienerberger, el fabricante de ladrillo más grande de Europa (22 %) y Unilever (20 %). No se han producido hechos concretos en estas empresas que hayan estimulado tales alzas. Sus acciones simplemente estaban demasiado baratas y el mercado se está ajustando.

También realizamos algunas operaciones: Vendimos Tata Motors, Sumitomo Bank y DGB Financial Group y compramos Reckit Benckiser y Deutsche Post.

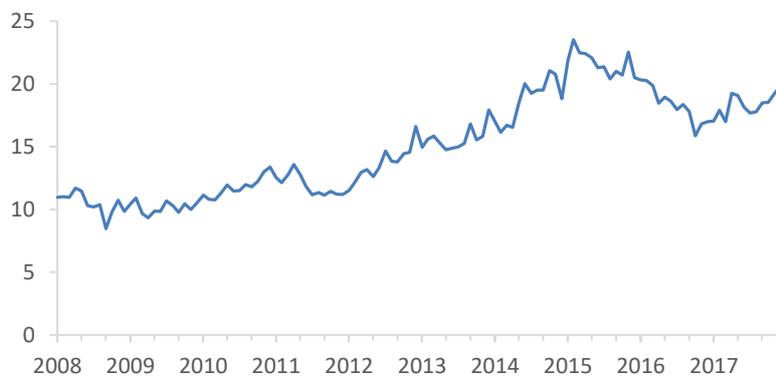
Finalmente, las tres liquidaciones estuvieron motivadas por la misma razón: realmente queremos concentrar nuestra cartera en empresas que podamos seguir muy de cerca. Aunque creemos que entendimos bien a las tres compañías que han salido de la cartera y sus acciones estaban claramente baratas, pensamos que sería mejor para nuestros inversores destinar ese dinero a otras firmas. Ninguna de las tres eran grandes inversiones: obtuvimos algo de beneficio, aunque menos que la rentabilidad media del fondo durante los años que las mantuvimos.

Incorporamos a Reckitt Benckiser, una compañía que llevamos siguiendo mucho tiempo, para sacar partido de lo que creemos que es un desplome injustificado de su cotización, a causa de un fenómeno que podríamos denominar "el ángel caído". A veces, una empresa registra una magnífica evolución durante un dilatado periodo de tiempo. Normalmente, esto significa que ha identificado una nueva forma de hacer las cosas que la hace muy competitiva y es difícil de copiar. Esto puede haberle ocurrido a Inditex con su sistema de Zara; a Coca-Cola hace años, cuando reestructuró por primera vez sus operaciones de embotellado; a McDonald's con su sistema de franquicias, etc. Incluso podríamos incluir en este grupo a nuestra humilde Viscofan, con su consolidación del mercado mundial de envolturas para salchichas y embutidos. Cuando el mercado ve que una compañía va como una bala (por ejemplo, elevado crecimiento anual de dos dígitos, beneficios disparados) durante muchos años seguidos, tiende a otorgarle unos múltiplos muy elevados, anticipando que la buena racha va a durar para siempre. Pero rara vez es el caso. Cuando la compañía se topa con un bache, los inversores se dan cuenta de que habían pecado de optimistas, y huyen del título. En este momento, el inversor centrado en el estilo de valor debe preguntarse: ¿Siguen vigentes los motivos que hicieron de la empresa una inversión destacada o los problemas recientes muestran un deterioro estructural de la posición estratégica? Si la respuesta es la primera hipótesis, debemos aceptar que siempre existen problemas a corto plazo en los negocios, y que la empresa volverá a arrojar una buena rentabilidad. En ese caso, la caída en el precio de la acción simplemente constituye una oportunidad para incorporar una firma de calidad a un precio razonable. En la segunda hipótesis (deterioro estructural), se producirá una larga decadencia.

Aplicamos este razonamiento a Viscofan, por ejemplo. La figura 5 muestra el PER de Viscofan durante los últimos siete años. La compañía había evolucionado bien, por lo que el mercado la recompensó cada vez más, al suponer que lo haría aún mejor. Nos gustó la firma por razones estratégicas, y la incorporamos a la cartera en 2012. Pero con un PER de 22 veces, pensábamos que había mejores opciones, y vendimos. La cotización seguía subiendo, porque la compañía seguía evolucionando bien, hasta que un par de trimestres de debilidad quebraron la confianza del mercado. Esto ocurrió con un PER de 26 veces, porque una pequeña empresa así de cara no

debería mostrar una ralentización del crecimiento. Entonces el precio cayó y volvimos a comprar el título a finales de 2016, porque pensábamos que sus ventajas estratégicas seguían intactas. El bache se debió a una rápida expansión de la capacidad productiva, lo que redujo los márgenes, aunque garantizó el crecimiento futuro, así como a la marcada atonía del mercado latinoamericano, sumido en la recesión. Consideramos ambos problemas como temporales, y éramos de la opinión de que la empresa valía mucho más. El mercado parece estar de acuerdo, ante la revalorización del 30 % del título desde que compramos.

Figura 5: PER de Viscofan, 2010-2017



Algo similar puede aplicarse a Reckitt. Durante años ha sido la mejor compañía de consumo básico en términos de rentabilidad y crecimiento. Ha comprado empresas y las ha integrado de un modo intachable, consiguiendo enormes sinergias y aumentando las ventas. La figura 6 muestra el PER de la compañía a 7 años. Una desaceleración del crecimiento, una gran adquisición marcada por la polémica, algunos cambios en su plantilla... y el mercado se dio cuenta de que probablemente la estaba sobrevalorando. Pero a los precios actuales y con los excelentes sistemas de comercialización y distribución de la firma, pensamos que se trata de un título muy robusto de primera categoría que puede brindarnos una rentabilidad a largo plazo de alrededor del 10 % con un riesgo muy reducido.

Figura 6: PER de Reckitt-Benckiser, 2010-2017



Nuestra otra incorporación ha sido Deutsche Post. Se trata de una empresa compleja y fascinante, con cuatro grandes negocios que no podían diferir más desde un punto de vista estratégico.

Tal y como indica su denominación, se dedica a la entrega de correo en Alemania. Estamos ante un negocio moribundo, maltrecho por los enormes costes por pensiones (más de 498 000 mil empleados actuales, por no hablar de los ya jubilados). Este negocio está marcadamente regulado, y la empresa, básicamente, trata de no perder dinero. Además de esto, posee un negocio logístico (técnicamente conocido como "despacho de carga"), en el que no es un actor de primera línea y no obtiene más que una rentabilidad mediocre. En tercer lugar, cuenta con un servicio de "entrega urgente", principalmente bajo la marca DHL. Este es un negocio excelente, con economías de escala, en el que la compañía es un destacado actor mundial. Y, por último, también abarca el creciente negocio de la paquetería, sobre todo en Alemania, aunque se está expandiendo por toda Europa gracias al auge del comercio electrónico. En resumen, estamos ante una compañía muy sólida, magníficamente posicionada en algunos de sus principales negocios, y que cotiza a un precio muy interesante (PER de 16 veces, dividendos del 3 %).

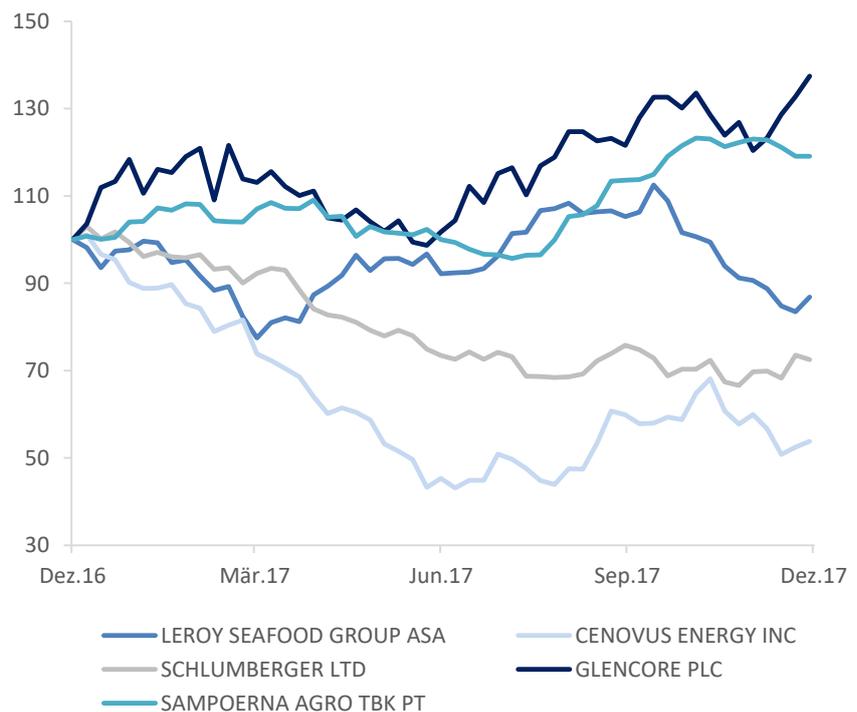
No prevemos grandes cambios en 2018. Es posible que recortemos algunas posiciones en las que las cotizaciones se están aproximando a su plena valoración, especialmente si identificamos empresas infravaloradas en las que invertir. En lo referente a los precios por acción, no creemos que ninguna de las empresas que han mostrado mala orientación en nuestras carteras adolezcan de un problema concreto y, como comentamos anteriormente, sus cotizaciones deberían recuperarse (las empresas vinculadas al petróleo han avanzado, de media, más del 10 % en lo que va de 2018).

El fondo Natural Resources

Hemos asistido a un año de transición para el Fondo. Tras una marcada alza en 2016 (subió, neto de todos los gastos, un 72,6 % en euros), solo logró avanzar un 6,4 % en 2017. Parte de esto se debe al efecto del dólar: la mayoría de estas inversiones están denominadas en dólares, moneda que cayó un 14,1 % frente al euro en 2017 (de hecho, el VL de la participación del fondo en dólares ha registrado una evolución positiva del 17,1 %). Pero no se puede negar que gran parte de las rentabilidades de las acciones fueron muy decepcionante. Echemos un vistazo.

El fondo está constituido por tres bloques principales: petróleo, minerales y alimentación. De los tres, el primero arrojó pésimos resultados, el segundo lo hizo bastante bien y el tercero fue poco menos que mediocre.

Figura 7: Cotizaciones —reajustadas, en euros— de Cenovus, Schlumberger, Glencore, Sampoerna Agro, Leroy Sea Food.



Como siempre, nos centraremos en los resultados de las empresas subyacentes para saber si la evolución de las cotizaciones está justificada o si cabría esperar una recuperación (o corrección). De hecho, creemos encontrarnos en un momento especialmente interesante para invertir en este ámbito marcado por la volatilidad.

El Brent (el contrato de crudo más importante del mundo) se encareció un 17,5 % en 2017. No obstante, muchas acciones vinculadas al oro negro registraron una pésima evolución, incluidas las nuestras, tal y como señalábamos antes. La razón es fácil de atisbar: el mercado no cree realmente que el precio del petróleo vaya a subir, ni siquiera a mantenerse en los niveles actuales, durante mucho tiempo. Si el precio del crudo realmente vuelve a caer por debajo de los 50 USD, en efecto nuestras acciones no tendrían mucho valor. Por tanto, nuestra inversión en estas empresas se basa en nuestra visión positiva sobre la evolución de los precios del crudo. Permítannos revisar de nuevo nuestro enfoque a esta inversión y exponer una metodología que puede aplicarse a la mayoría del resto de materias primas.

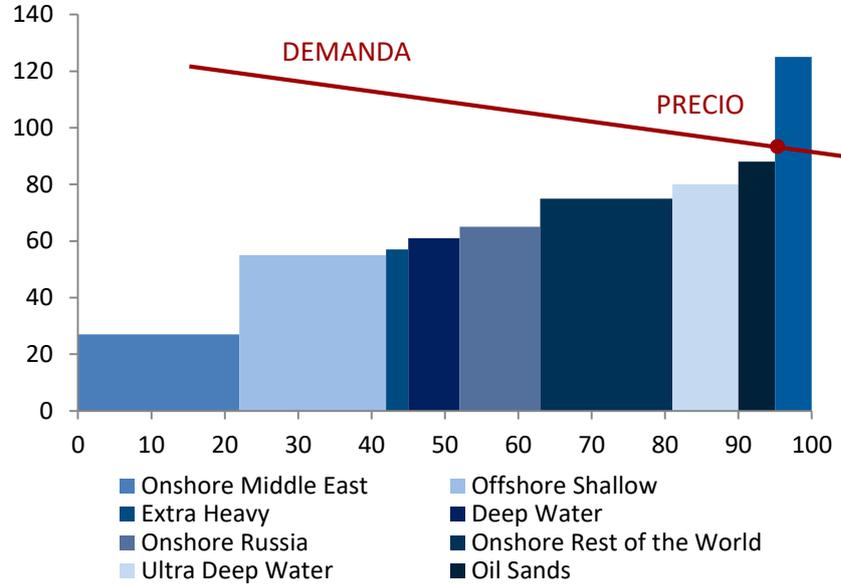
El precio del petróleo, como el de todas las mercancías que se comercian libremente, viene determinado por sus curvas de oferta y demanda. A un determinado precio, el mundo quiere consumir una cantidad concreta de crudo (generalmente menos si el precio sube y viceversa), y a un precio específico, el mundo está dispuesto a suministrar una cantidad determinada de petróleo (generalmente más si el precio sube, y viceversa). El "precio de mercado" es donde ambas líneas se cruzan: existe un precio en el que lo que mundo está dispuesto a consumir y lo que está dispuesto a producir coinciden.

Centrémonos en la oferta. La figura 8 muestra una "curva de costes" típica y simplificada en el ámbito del petróleo. En ella, insertamos a las diferentes productoras, ordenadas de menor a mayor según su coste de producción. Por supuesto, se trata de un gráfico tremendamente simplificado, dado que dentro de cualquiera de estas barras hay grandes diferencias, pero lo tomaremos como punto de partida.

A continuación, echemos un vistazo a la demanda. La demanda de petróleo es bastante estable, con un aumento de alrededor de 1,5 millones de barriles diarios al año. Es una demanda que los economistas denominan "inelástica", porque el precio no la modifica demasiado. El motivo es que el transporte consume la mayor parte del petróleo y no existen alternativas disponibles. Además, gran parte del transporte es comercial, algo inevitable: un agricultor que cultiva patatas debe mandarlas al mercado en camión, independientemente del precio del petróleo. Por supuesto, existe cierta elasticidad: si la gasolina está muy cara, algunas personas se quedan en casa el fin de semana en lugar de ir a esquiar, pero la realidad es que la demanda no fluctúa en exceso en función del precio.

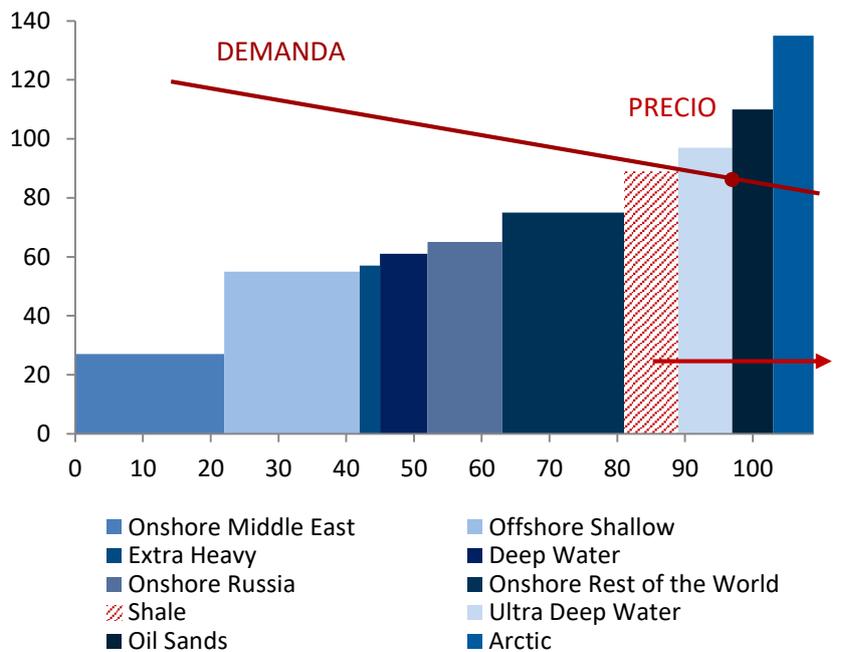
Por tanto, podemos determinar el precio del crudo simplemente fijándonos en la figura 8 y sabiendo cuál es la demanda de esta materia prima. En nuestro ejemplo, se encuentra claramente alrededor de 93 millones de barriles diarios. Tenga en cuenta que el gráfico refleja cómo estaban las cosas (de nuevo, en una manera muy simplificada) en 2014.

Figura 8: Oferta y demanda de petróleo en 2014



¿Qué ha sucedido desde entonces? De repente, una de las "barras" estaba creciendo muy rápido. Esta sería el "petróleo de esquisto" estadounidense. El fenómeno está representado en la figura 9.

Figura 9: Oferta y demanda de petróleo en 2017



Como pueden ver, cuando se introduce una nueva barra (o cuando una de las ya existentes se dispara) en el centro del gráfico, lo único que sucede es que se desplaza la productora con mayores costes hacia la derecha. No hay un gran impacto en el resto de productoras: el precio del petróleo baja un poco, y las productoras marginales (aquellas que apenas cubren costes) tienen que cerrar. El mercado vuelve a estar equilibrado.

Claramente, no es esto lo que sucedió. El precio del petróleo no "bajó un poco", sino que se desplomó de 100 USD a 45 USD, y ahora se encuentra en torno a un 60 % de su nivel anterior al auge del petróleo de esquisto. Y lo que es más, la mayoría de los analistas cree que no puede superar el precio actual. ¿Por qué?

Los gráficos anteriores muestran los "costes globales", es decir, el coste total de la extracción de petróleo, incluido el coste de exploración, localización, construcción de la infraestructura necesaria, e incluso de remuneración del capital necesario para llevar a cabo todo lo anterior. Son costes globales a largo plazo, porque si no se cubren, las productoras dejarán de invertir y, puesto que los yacimientos petrolíferos se agotan, eventualmente no se podría producir, por lo que lógicamente, el precio subiría hasta que se cubrieran los costes.

Sin embargo, el análisis a largo plazo es una cosa y la reacción inmediata de las productoras a un repunte repentino de la oferta, otra. Las productoras con costes elevados a la derecha del gráfico no desaparecen simplemente. La mayoría de sus costes son a fondo perdido, es decir, que ya se han originado en la localización y desarrollo del yacimiento petrolífero, y los costes corrientes de la extracción real del crudo del subsuelo son muy inferiores (normalmente, de alrededor de 20 USD/barril). Si una empresa solo cubre sus costes corrientes, está claro que perderá dinero en base contable (no se tiene en cuenta la amortización) y, en unos pocos años, se encontrará con que no tiene petróleo que extraer. Sin embargo, a corto plazo, es mejor para la empresa seguir produciendo crudo y generar algo de efectivo, aunque sea por debajo de su coste total, que parar las máquinas por completo. Y esto es lo que hacen las empresas.

La realidad es que, cuando se introduce una nueva barra en el gráfico, las antiguas productoras mantienen la producción, a la que simplemente se incorpora la producción nueva. Como comentábamos antes, la demanda es bastante inelástica, lo que significa que el excedente de producción tiene un enorme efecto negativo en el precio del petróleo y todo el mundo pierde dinero, incluso las productoras con costes reducidos, sobre la base de los costes globales.

Esta situación no es sostenible de manera indefinida: ante las pérdidas, las compañías petroleras recortan gastos innecesarios, es decir, la exploración de nuevos yacimientos hasta que no haya crudo nuevo para compensar el continuo agotamiento de los mismos y dar cabida a la nueva demanda. Pero la situación puede durar mucho: numerosos yacimientos petrolíferos están

activos durante décadas e incluso sin nuevas exploraciones, la mayoría de las empresas puede seguir produciendo durante unos cuantos años.

Así pues, el mundo se encuentra "rebotante de petróleo", con unos precios muy bajos, pérdidas generalizadas y sin perspectivas de mejora a corto plazo: los desarrollos de yacimientos petrolíferos que comenzaron antes del colapso, pero que tardaron años en completarse, siguen entrando en el proceso de producción y, por tanto, engrosan el excedente. En este momento, los analistas —que también son humanos— están empezando a extrapolar y a encontrar motivos por los que esto seguirá siendo así. Pueden imaginarse el consiguiente efecto en las cotizaciones de las empresas vinculadas al petróleo.

Aun así, las cosas cambiarán en algún momento. Tras varios años de ausencia de inversión en nueva producción y sin poner en funcionamiento nuevos proyectos, el agotamiento de las reservas comienza a ejercer presión sobre la oferta. El petróleo puede comenzar a subir, pero las empresas (los inversores) han aprendido a ser "prudentes", por lo que no se invierte hasta que todo el mundo esté seguro de que la recuperación es real. Para cuando esto sucede, es demasiado tarde para evitar una drástica subida de precios: se tarda años en desarrollar producción nueva y, entretanto, el agotamiento de las reservas y la demanda siguen aumentando. Impulsados por la escasez, posteriormente los precios superan con creces las cotas que arrojaría un análisis de costes racional. Entonces los analistas predicen a los cuatro vientos que los precios del crudo siempre estarán caros. Y comienza el siguiente ciclo. Ya lo vimos en la década de los ochenta, cuando los yacimientos del mar del Norte y Alaska entraron en fase de producción, así como con la llegada del petróleo de esquisto estadounidense.

Hay una famosa portada de *The Economist*, publicada en marzo de 1999 después de que el precio del crudo pasara de 25 USD a 10 USD en cuestión de dos años titulada *Drowning in oil* (ahogados en petróleo). Se preveía que el precio pronto cayera a 5 USD. Casi de inmediato, este revirtió su desplome y, en primer lugar, pasó de 10 USD a 35 USD y, a continuación, llegó a 140 USD tras algunas correcciones más.

Creemos que estamos ante una situación similar actualmente.

Por supuesto, estas cuestiones no son sencillas en el día a día. Los datos no son claros y, a veces, se contradicen. No existe ninguna indicación real de cuánto petróleo de esquisto puede producirse, y a qué coste. Los actores financieros entran en el juego, adoptando posiciones cortas o largas sobre el petróleo, ampliando así las fluctuaciones y generando abruptas reversiones que un análisis fundamental no puede justificar. Pero el largo plazo está claro.

Actualmente el mundo está consumiendo aproximadamente 1 millón de barriles diarios más de lo que produce. Como resultado, el elevadísimo nivel de reservas que se había acumulado en los años anteriores se está

consumiendo con rapidez. La oferta y la demanda deberían crecer este año aproximadamente la misma cantidad. Esto implica que seguirá registrándose una salida de un millón de barriles diarios. Tal circunstancia creará una situación a mediados de año en la que las reservas comenzarán a ser peligrosamente bajas, lo que debería tener una notable repercusión en el precio. Eventualmente la OPEP restablecerá el millón y medio de barriles al día que recortó el año pasado, pero que apenas bastarán para equilibrar el mercado. Y a partir de 2019, empezarán a notarse los notables recortes de inversión en exploración y desarrollo de los tres últimos años: no habrá suficiente petróleo para cubrir tanto el agotamiento de las reservas como el aumento de la demanda.

Todo esto no sucederá de manera lineal. En el momento en que redactamos esta newsletter (principios de enero), el Brent está muy cerca de los 70 USD. Los fondos de inversión libre están poniendo su granito de arena en la subida al adoptar abultadas posiciones largas. Si, por cualquier motivo, las reservas suben durante un par de semanas, esto bastaría para que el precio del crudo sufriera una brusca corrección (y entonces, los "inteligentes" fondos de inversión libre venderán, o incluso se pondrán cortos, ampliando así la caída). Tarde o temprano ocurrirá, y los analistas volverán a adoptar posturas pesimistas. Nuestras acciones se desplomarán, porque se han revalorizado mucho últimamente, y algunas personas recogerán beneficios. Pero esto no alterará en modo alguno la tesis general. Al precio que creemos que alcanzará el petróleo en los próximos dos años, algunas de nuestras acciones valdrán varias veces su cotización actual.

Lo interesante es que hay varias materias primas en una situación similar. El cobre se está aproximando a ese punto del ciclo en el que la demanda alcanza a una oferta previamente ampliada, y hay muy pocas minas nuevas en el horizonte. En vista de los plazos que se barajan para desarrollar minas (entre 5 y 10 años, o incluso más), cabe esperar un sólido ciclo que durará algunos años, y que ya ha comenzado, tal y como se muestra en la figura 10.

Figura 10: Precio del cobre, 2000-2018



El zinc está incluso más avanzado en el ciclo, y el níquel ronda este punto.

A esto podríamos sumarle la situación del sector del salmón. 2016 y 2017 fueron años muy malos para la producción de salmón, con varios accidentes en Chile y una elevada mortalidad en Noruega. Los precios del salmón alcanzaron máximos históricos, al igual que las acciones de las productoras. En la última parte del año pasado, la producción se normalizó y los precios cayeron. Y de nuevo se están pronosticando precios bajos para siempre. Pero la realidad es que el crecimiento orgánico del sector está gravemente limitado por cuestiones geográficas y normativas, y la demanda sigue creciendo con paso firme. Por tanto, prevemos que los precios del salmón suban en los próximos meses. Nuestras acciones se cotizan, incluso con unos precios del salmón bajos, a unos PER rara vez superiores a 10 veces y con una rentabilidad por dividendo por encima del 5 %.

Figura 11: Precio del salmón, 2010-2018



En resumidas cuentas, percibimos un periodo interesante para nuestro fondo Natural Resources. Por supuesto, habrá volatilidad porque el sector es volátil y porque, por naturaleza, este fondo se encuentra menos diversificado que un fondo generalista. Pero salvo un desplome duradero de la economía mundial, todo apunta a que tiene por delante unos años excelentes.

Otras noticias

Actualmente estamos inmersos en el proceso de liquidación del fondo Swiss Stability, puesto que queremos consolidar todos nuestros fondos en nuestra Sicav luxemburguesa, lo que reduce costes para nuestros inversores, gracias al aumento de los volúmenes. Animamos a los inversores actuales a reinvertir su capital en el fondo Stability Luxembourg, idéntico al suizo. Su código ISIN es LU1589813515, y tiene liquidez diaria, a diferencia de la liquidez semanal del fondo suizo.

La clase de participación de distribución de nuestro fondo Classic distribuirá un dividendo de 15,00 EUR en las próximas semanas, lo que equivale a un 3,67 % sobre la valoración del fondo a principios de año.

Y para terminar, una noticia interna: Tras una década en SIA, Joan Borrás se marcha a trabajar a Barcelona para estar más cerca de su familia. Matthieu Dulguerov se ha incorporado al equipo. Matthieu cuenta con más de 10 años de experiencia profesional en originación, análisis, ejecución y gestión de operaciones de financiación con renta variable. Fue analista y asesor de inversiones en empresas como RWE y Edmond de Rothschild. También formó parte del comité de inversión de Edmond de Rothschild y gestionó diversos productos de renta variable vinculados al sector del petróleo y el gas. Matthieu es economista y posee un doctorado en Ciencias por el Instituto federal suizo de tecnología (EPFL).

Cifras de las clases en USD

Tabla 3: Valor liquidativo – Activos netos gestionados en USD

December 29, 2017	NAV	Δ 3m	Δ YTD	Annualized Return (s.i)	AUM (in mio) * Pool
LTIF Classic [USD]	490.94	4.4%	17.1%	11.4%	193*
LTIF Stability A Cap [USD]	204.95	3.8%	11.6%	6.3%	16*
LTIF Natural Resources [USD]	132.88	4.9%	6.5%	0.0%	22

Figura 6: **LTIF Classic USD**
frente al MSCI Daily TR Net World Index USD

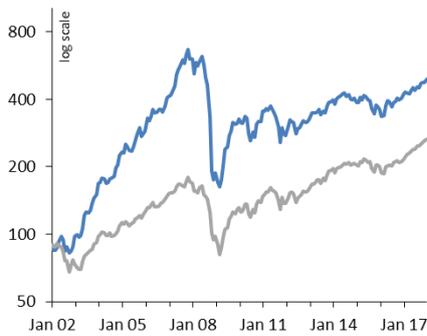


Figura 7: **LTIF Stability A Cap USD**
frente al HFRX Global Hedge Fund Index USD

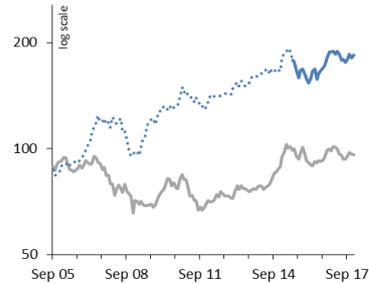
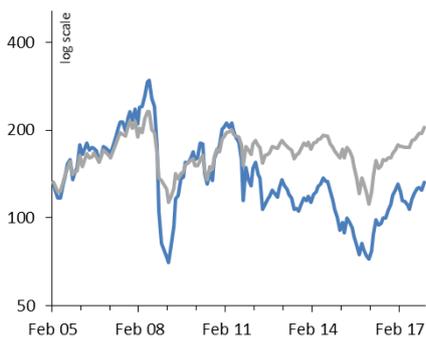


Figura 8: **LTIF Natural Resources USD**
frente al S&P Global Nat. Res. Net TR Index USD



Cifras de las clases en CHF

Tabla 4: Valor liquidativo – Activos netos gestionados en CHF

December 29, 2017	NAV	Δ 3m	Δ YTD	Annualized Return (s.i)	AUM (in mio) * Pool
LTIF Classic [CHF]	478.42	5.2%	12.3%	7.7%	188*
LTIF Natural Resources [CHF]	129.49	5.6%	2.1%	-1.4%	21
LTIF Stability Growth [CHF] (Total return, dividends included)	230.40	4.7%	9.6%	4.1%	4
LTIF Stability Income Plus [CHF] (Total return, dividends included)	194.20	4.6%	9.6%	5.0%	4

Figura 9: LTIF Classic CHF frente al MSCI Daily TR Net World Index CHF

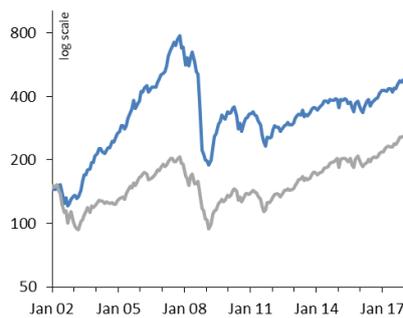


Figura 10: LTIF Stability Growth TR CHF frente al HFRX Global Hedge Fund Index CHF

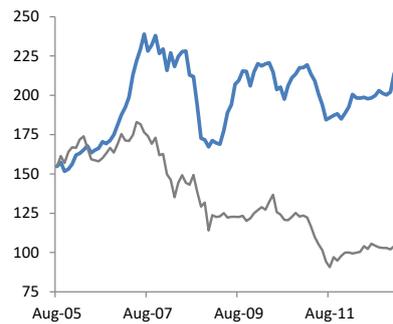
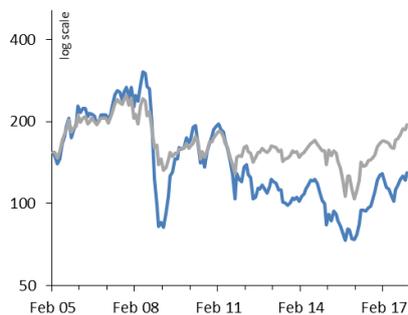


Figura 11: LTIF Natural Resources CHF frente al S&P Global Nat. Res. Net TR Index CHF



Cifras de las clases en GBP

Tabla 5: Valor liquidativo – Activos netos gestionados en GBP

December 29, 2017	NAV	Δ 3m	Δ YTD	Annualized Return (s.i)	AUM (in mio) * Pool
LTIF Classic [GBP]	362.92	3.6%	7.0%	11.8%	143*
LTIF Natural Resources [GBP]	98.23	4.0%	-2.7%	2.8%	16

Gráfico 12: LTIF Classic GBP frente al MSCI Daily TR Net World Index GBP

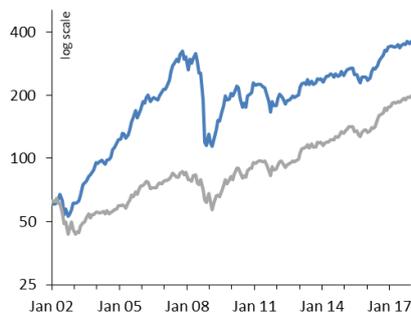
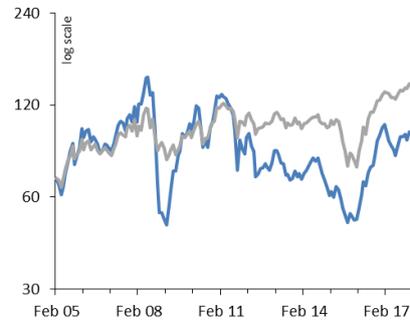


Figura 13: LTIF Natural Resources GBP frente al S&P Global Nat. Res. Net TR Index GBP



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 acciones 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 – 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

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
Alpenblickstrasse 25
CH-8853 Lachen
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

Aviso legal - Suiza

Los resultados hasta el 30/09/06 son los del fondo LTIF BVI, convertidos a CHF, del que es pleno sucesor LTIF Stability. Los resultados anteriores han sido auditados por Ernst & Young. Los informes se encuentran disponibles a través de SIA Group. 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 acciones de la Sicav. Ni la Sociedad de gestión de fondos 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, 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 a través de la Sociedad de gestión del fondo FundPartner Solutions (Suisse) SA, Route des Acacias 60, 1211 Ginebra 73, o la Gestora de inversiones, SIA Funds AG, Alpenblickstrasse 25, CH-8853 Lachen (www.s-i-a.ch).

LTIF – Stability Growth

Código ISIN: CH0026389202

Telekurs: 2 638 920

Bloomberg: LTIFSTA SW

Administrador:

FundPartner Solutions (Suisse) SA
Route des Acacias 60
CH-1211 Ginebra 73
Suiza

Gestora de inversiones:

SIA Funds AG
Alpenblickstrasse 25
CH-8853 Lachen
Suiza

Depositario:

Banque Pictet & Cie SA
Route des Acacias 60
CH-1211 Ginebra 73
Suiza