

Newsletter

de diciembre de 2018

▪ <i>Visión general de nuestros fondos</i>	2
▪ <i>Breve comentario sobre la composición de la cartera</i>	4
▪ <i>LTIF Natural Resources</i>	8
▪ <i>LTIF Classic</i>	13
▪ <i>Anexo</i>	14

"Sed temerosos cuando a los demás les puede la codicia y codiciosos cuando el resto tiene miedo"
Warren Buffett

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

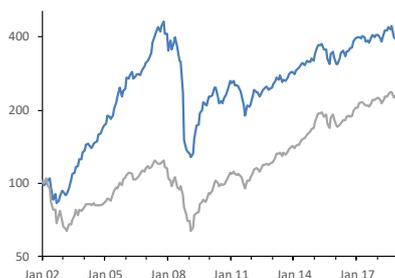


Gráfico 2: LTIF Stability A Cap EUR
frente al HFRX Global Hedge Fund Index EUR

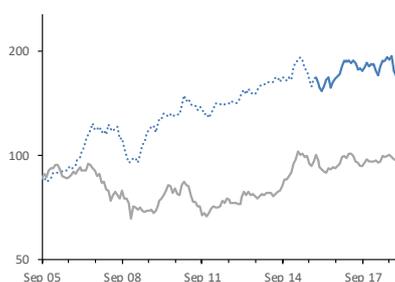
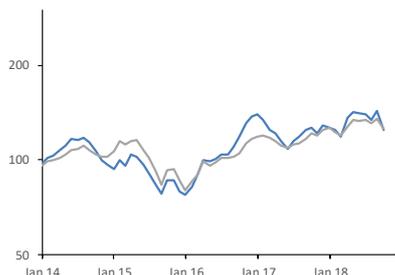


Gráfico 3: LTIF Natural Resources EUR
frente al S&P Global Nat. Res. Net TR Index EUR



Visión general de nuestros fondos

La tabla 1 y los gráficos 1 a 3 reflejan la evolución del Valor liquidativo de nuestros fondos durante los últimos trimestres.

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

December 31, 2018	NAV	Δ 3m	Δ 12m	Annualized return (s.i.)	AUM (in mio)
LTIF Classic [EUR]	348.20	-21.4%	-14.8%	7.7%	116
LTIF SRI (EUR)	82.80	-19.6%			10
LTIF Natural Resources [EUR]	93.58	-23.8%	-15.4%	-0.5%	14
LTIF Stability A Cap [EUR]	156.65	-19.4%	-14.9%	3.4%	8

Fuente: SIA Group

Últimamente hemos sido testigos de una evolución negativa, que refleja un desplome en el último trimestre similar al de la mayoría de los mercados europeos y superior al de las plazas estadounidenses (los índices mundiales son, en cierta medida, la media de los anteriores).

A estas alturas, nuestros lectores ya sabrán que esta caída ha estado provocada por los temores de los inversores a que el mundo se esté adentrando en una fase de recesión, impulsada probablemente por las guerras comerciales, el *bretxit* o los problemas de déficit en Italia, entre otros aspectos. Es de sobra conocido que una recesión debilita los beneficios de muchas empresas; lo que, por supuesto, es una mala noticia para los precios de las acciones. Dado que los mercados bursátiles se dedican a prever beneficios futuros, el temor generalizado a una recesión es más que suficiente para lastrar las cotizaciones.

Con todo, según las atemporales palabras del profesor Samuelson, "los mercados de renta variable han predicho correctamente nueve de las últimas cinco recesiones"; los inversores son miedosos por naturaleza, sobre todo tras un dilatado periodo de revalorización de las acciones, y esto los lleva a vender relativamente rápido incluso antes de que haya pruebas tangibles acerca de la materialización de la temida recesión.

En vista del carácter anticipatorio de los mercados, esperar a tener pruebas de la existencia de una recesión sirve para más bien poco, dado que el mercado ya ha caído gran parte de lo que lo habría hecho al disponer de

tales pruebas, lo que explica las ventas provocadas por el pánico a las que hemos asistido.

En SIA desconocemos si se está fraguando una recesión o no, pero sí tenemos algunas ideas al respecto, como veremos más adelante. Y definitivamente no sabemos lo que los inversores creen que otros inversores están pensando. Por tanto, invertimos como empresarios que buscan mantener una compañía próspera que, con mayor o menor dificultad, supere todas las recesiones y se revalorice a largo plazo. Como seguimos diciendo: Si los beneficios por acción aumentan, en algún momento también lo harán las cotizaciones.

Esto hace que regresemos a nuestra habitual distinción entre indicios y ruido. El indicio en una cartera de inversores a largo plazo son los beneficios empresariales. El ruido son las fluctuaciones diarias (o trimestrales) en los precios de las acciones. Después de todo, los inversores a largo plazo habituales, como los fondos de capital riesgo, solo se centran en los indicios, porque (por definición) no hay precios diarios. No obstante, cualquier fondo de capital riesgo lanzado en los dos o tres últimos años y que actualmente esté tratando de vender a cualquier precio registrará graves pérdidas independientemente de la rentabilidad subyacente de sus empresas. Don Mercado se ha mostrado muy malhumorado en los últimos tres meses y no está dispuesto a remunerar los beneficios futuros. Por otra parte, si una inversión era buena hace tres meses, es muy probable que lo siga siendo. Dicho esto, en la actualidad, esta inversión puede realizarse por un 15 %-20 % menos. Sentimos volver a poner el mismo ejemplo, pero si un *comité de expertos* entrara en su casa, donde vive cómodamente, y le dijera que vale un 25 % menos que hace dos meses, ¿la vendería y se iría a vivir a un hotel? ¡Por supuesto que no! Nuestras inversiones no son una casa, son algo mucho mejor: una cesta diversificada de buenas empresas que deberían crecer con el paso del tiempo.

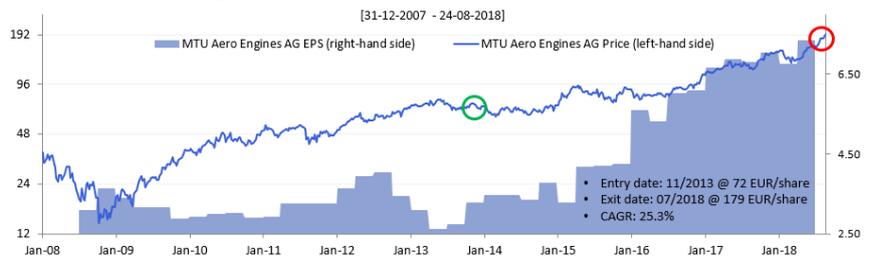
¿Cómo se han comportado nuestras compañías este año? En general, bastante bien. El crecimiento medio de los beneficios por acción ha sido del 15 %, y los dividendos se han expandido un 9 %. Por lo que podemos ver, las perspectivas para 2019 no son malas, aunque si llegara a materializarse una terrible recesión mundial, estaríamos equivocados... durante uno o dos años. Esperamos que nuestras empresas (según el consenso de los analistas) incrementen sus beneficios en un 10 % durante 2019. De hecho, somos bastante más optimistas acerca de la mayoría de ellas (y es por esto por lo que invertimos en las mismas). Pero los accidentes ocurren, así que esto es meramente indicativo. A los precios actuales, nuestro PER es de 11 veces, la rentabilidad por dividendo se sitúa en el 3 % y, la variable más importante, la rentabilidad prevista (el rendimiento anualizado de mantener posiciones a largo plazo) asciende a un impresionante 17 %. Hace varios años que no vemos una rentabilidad prevista tan elevada (o, visto desde la perspectiva contraria, unos precios tan bajos). Esto en lo referente al fondo Classic. En nuestra opinión, las rentabilidades futuras del fondo Natural Resources deberían ser aún mejores. Repasemos los motivos que nos llevan a ser así de optimistas echando un vistazo a nuestras empresas.

El indicio que arroja la cartera

En primer lugar, un breve comentario sobre la composición de la cartera: Como acostumbramos, hemos realizado muy pocos movimientos. Liquidamos EasyJet, MTU, Viscofán y Deutsche Post. En el caso de EasyJet, obtuvimos algunos beneficios, como afirmábamos en la *newsletter* anterior, dado que adquirimos toda la posición a muy buen precio tras el referéndum sobre el *brexit*. Pensamos que es una magnífica empresa y que mostrará buen tono a largo plazo, pero el sector ha venido incorporando aeronaves muy rápidamente, lo que ejerce presión sobre los precios, y —a diferencia de muchos— prevemos que los precios del petróleo suban en los próximos trimestres (nos detendremos sobre esto más adelante). Por tanto, aunque la rentabilidad a medio plazo de EasyJet es aceptable, se sitúa por debajo de lo que creemos que podemos obtener en otras firmas.

MTU se ha revelado una gran inversión. Incorporamos el título hace cinco años, plenamente conscientes de que tendríamos que esperar un poco para obtener valor. De hecho, durante un par de años, la acción no se movió demasiado; para aquellos obsesionados con los análisis comparativos, obtuvimos un rendimiento inferior a los índices, que se revalorizaron, lo que la convierte en una "mala" inversión. Pero posteriormente se introdujeron los nuevos motores y entonces salió a la luz un flujo de caja futuro ingente y estable. En cuestión de unos pocos meses, las acciones se dispararon hasta un punto (PER de 25 veces) en que pensamos que podríamos obtener más valor en otras firmas. Como en muchos otros casos, estaremos encantados de regresar a este título si su cotización cae de manera considerable.

Gráfico 4: MTU Aero Engines AG



También liquidamos Viscofán. Como hemos explicado a lo largo de todos estos años, se trata de una empresa que nos encanta, pero, pese a tener un negocio extremadamente estable, su cotización es muy volátil. Esto ya nos ha permitido comprar y vender con abultadas ganancias en un par de ocasiones, y con un riesgo muy reducido.

Gráfico 5: Viscofán SA



Deutsche Post ha resultado ser una inversión menos acertada. De hecho, hemos perdido algo de dinero, pero afortunadamente nunca fue una posición muy grande. Tras varios trimestres estudiando la empresa, hemos llegado a la conclusión de que nuestra evaluación inicial del atractivo del negocio de paquetería —impulsado por el comercio electrónico— era correcta. Sin embargo, la firma se ve lastrada por un exceso de personal y activos tradicionales. A su cotización actual, ciertamente las acciones no están sobrevaloradas, aunque creemos tener mejores oportunidades en otras compañías (otros muchos títulos que conocemos mejor están incluso más infravalorados).

Aprovechando el desplome de los precios del último trimestre, incorporamos diversas compañías industriales que venimos siguiendo desde hace mucho. Las presentaremos en las próximas *Newsletters*. A continuación, pasaremos a examinar la rentabilidad de la cartera permanente.

Entre nuestras posiciones a largo plazo contamos con un grupo de empresas orientadas al consumidor: Unilever, Nestlé, Henkel, Coca-Cola, Reckitt-Benckiser y Devro. Sus beneficios han protagonizado un modesto aumento este año, distribuyen más del 3 % en dividendos, y esperamos un crecimiento de los beneficios y repartos de cara a 2019. Devro, el único competidor destacado de Viscofán, que cotiza a unos niveles increíblemente bajos, es especialmente notable: su PER es de 10 veces, mientras que el de Viscofán es de 18. La empresa es más pequeña y casi ningún bróker le da cobertura. Los conocedores de este sector están comprando acciones, así que nosotros también.

Las productoras de salmón han seguido mostrando buen comportamiento, por las mismas razones por las que lo hicieron en el pasado y lo seguirán haciendo en el futuro: la demanda de salmón crece notablemente año tras año, mientras que las realidades geográficas limitan la oferta básica. En esta situación a largo plazo, nos encontramos con una volatilidad elevada a corto. La temperatura del agua, por ejemplo, es un factor importante en el ritmo de crecimiento del salmón, por lo que afecta a la oferta a corto plazo. Pero nadie sabe cuánto va a nevar durante el próximo invierno o lo cálido que será el verano. Lo mismo es aplicable a las enfermedades y las algas del agua. Las cotizaciones de las empresas reflejan de manera excesiva esta volatilidad a corto plazo, y sacamos partido de ello con ciertas negociaciones en torno a nuestras posiciones básicas. Sea como fuere, el BPA medio en

2018 ha aumentado más de un 40 % y prevemos un resultado aún mejor en 2019. Los dividendos deberían situarse por encima del 4 %. Los PER, por su parte, se encuentran ligeramente por encima de 10. Curiosamente, la empresa china Joyvio Group acaba de anunciar la compra del criadero de salmón chileno Australis por 880 millones de USD, un precio claramente superior a los niveles a los que cotizan nuestras empresas.

United Technologies es una destacada compañía a escala mundial en el segmento de ascensores, aires acondicionados y motores de aeronaves (socio *senior* de MTU). Sus beneficios han aumentado un 7 % y esperamos que avancen otro 7-8 % en 2019. La firma ha anunciado sus planes de dividirse en diferentes entidades para brindar a los inversores trayectorias más centradas y específicas. Las operaciones de fusión y escisión suelen destruir valor en cierta medida (salvo en la organización de bancos de inversión), pero, con un PER de 14 veces y un ROE del 16 %, las acciones están muy baratas y mantenemos la posición.

En servicios industriales contamos con dos empresas que han evolucionado peor de lo previsto: ISS y Sodexo. Las ganancias de Sodexo han disminuido realmente un 10 % este año, debido a sus dificultades en el mercado estadounidense. Con todo, debería recuperarse en 2019, aunque con un PER de 17 veces, las acciones cotizan como si no fuera a hacerlo. Los beneficios de ISS se han mantenido planos durante el ejercicio, y también esperamos que mejoren en 2019. Con un PER de 12 veces y una rentabilidad por dividendo del 4,7 %, creemos que podemos esperar.

Desde el punto de vista de su cotización, Pandora ha sido una inversión terrible: la incorporamos hace un par de años y sus acciones cotizan un 55 % por debajo de nuestro precio de compra. La firma se encuentra en una fase de transición de un negocio tremendamente rentable y con un crecimiento muy acelerado a otro más maduro. Con todo, creemos que cuenta con una robusta posición estratégica y un futuro prometedor. Asumimos que se registrará una fase de transición que llevará uno o dos años más, aunque con un flujo de caja libre que actualmente supera el 15 %, la valoración de la empresa nos parece bastante asequible. El PER es de 5,7 veces, el ROE se sitúa en un sorprendente 70 % y la rentabilidad por dividendo es del 6,4 %; todo ello con muy poco endeudamiento. Actualmente, el consejo está sopesando el interés de varios fondos de capital riesgo, al tiempo que buscan a un nuevo consejero delegado para liderar la transición.

En el sector de la asistencia sanitaria, Grifols y Medtronic muestran buena evolución. Los beneficios de Medtronic han aumentado un 5 % en USD y prevemos que mejoren todavía más en 2019. La empresa es un verdadero *compounder*, con beneficios que crecen todos los años independientemente de las condiciones económicas y cotiza a un PER muy razonable de 17 veces. Grifols está todavía en su fase de inversión, pero esperamos beneficios de 1,5 EUR/acción una vez que la inversión se consolide en 2020/2021. Esto implicaría un PER de 13 veces para una empresa tremendamente estable, no cíclica y con un crecimiento acelerado, cuyo múltiplo debería rondar 20. En este título percibimos una trayectoria muy similar a la de MTU, donde "todo

el mundo sabe" que la compañía será muy rentable al cabo de dos o tres años, pero los inversores están esperando a comprar una vez ese momento se encuentra más próximo en el tiempo. Cuando empiecen, el precio se ajustará rápidamente. Estamos casi en ese punto.

Apple ha sido la gran noticia en los últimos meses, y no tenemos mucho que añadir a todo lo que se ha escrito. Creemos que la firma disfruta de una posición extremadamente fuerte, y consigue ampliar sus ganancias año tras año: en 2018 ha crecido un increíble 30 % con respecto al año anterior. El año 2019 debería ser bueno, con un crecimiento modesto de los beneficios. La rentabilidad es enorme: el ROE se sitúa en un 40 %, la empresa genera más de 20 000 millones de USD en flujo de caja libre cada trimestre y su efectivo neto supera los 100 000 millones de USD, que está repartiendo entre sus accionistas. El activo más importante, su base de usuarios, sigue creciendo e incrementando sus ingresos por servicios (más del 19 % en 2018), al tiempo que la firma sigue batiendo récords de ventas en importantes países como EE. UU. y Alemania. El crecimiento se moderará, o podría experimentar algún traspie, como ha sucedido en China, pero la compañía cotiza a un PER ajustado por los flujos de efectivo que cuesta creer: 11 veces. A este precio, creemos que ganaremos bastante dinero en los próximos años.

En el sector financiero, mantenemos posiciones en Visa y en el banco neerlandés ING. Como hemos afirmado en anteriores ocasiones, Visa tiene probablemente uno de los mejores negocios del mundo. En 2018, tras la absorción de Visa Europe, sus beneficios por acción han crecido un 30 %, y esperamos que sigan registrando un sólido crecimiento en los próximos años. Su PER, de 25 veces, refleja esta calidad, aunque pensamos que sigue presentando un precio razonable para un negocio excelente.

ING representa el caso contrario: su negocio no crece demasiado, pero la firma es muy estable, está bien gestionada y es barata, con un PER de 7 veces y una abultada rentabilidad por dividendo del 7,2 %.

En el segmento de materiales contamos con tres empresas, todas ellas líderes en sus respectivos campos: Air Liquide, HeidelbergCement y Wienerberger. Están baratas, son rentables y arrojan crecimiento. Air Liquide es muy estable y mucho menos dependiente del ciclo empresarial que las otras dos, pero HeidelbergCement está bien diversificada en términos geográficos y Wienerberger todavía está recuperando terreno tras años de caída de la construcción en Europa central y del Este.

Sus PER van de las 19 veces de Air Liquide a las 8,6 de HeidelbergCement, que también presenta un elevado dividendo del 4,4 %.

A continuación repasaremos nuestras posiciones en los segmentos del petróleo y el cobre en el marco del fondo Natural Resources.

Como podemos ver, ha sido un año fructífero para nuestras posiciones, mayoritariamente con operaciones rentables y un par de interrogantes.

NATURAL RESOURCES

Nada ha cambiado en el sector petrolero pese a los numerosos cambios a los que hemos asistido. Creemos que la OPEP comenzó a producir en máximos históricos en octubre (más de 33 millones de barriles diarios) para cubrir la previsible caída de la producción iraní a causa de las sanciones estadounidenses. Con todo, la Administración Trump decidió aplazar las sanciones durante seis meses. ¿El resultado directo? Un aumento de 1,5 millones de barriles diarios en la oferta de noviembre (principalmente procedente de Arabia Saudí) y una importante corrección de precios impulsada por varios factores técnicos, entre ellos las abultadas posiciones en la estrategia larga en petróleo y corta en gas (que tiene sentido a largo plazo) que hubo que deshacer, así como por la necesidad de los bancos de cubrir las coberturas de 2019 que habían vendido a las petroleras.

Después del recorte de la producción de la OPEP ampliada (básicamente, Arabia Saudí y Rusia) en diciembre, el mercado está reequilibrándose y ya hemos asistido a cuatro semanas de caídas en las existencias. Aunque les llevará unas semanas más, los precios se moverán gradualmente hacia los 70/80 USD por barril, lo que necesita el sector antes de invertir de nuevo. No estamos a favor del intervencionismo, los cárteles o medidas similares, pero creemos que la OPEP ampliada le está haciendo un favor a la economía mundial al limitar la oferta y elevar los precios hasta el nivel necesario para justificar la inversión en nueva producción. El sector lleva reduciendo drásticamente sus inversiones (a excepción del "petróleo de esquisto") desde 2014, y a partir de 2019/2020 esto será muy palpable. El mundo precisa invertir mucho más en petróleo (especialmente en aguas profundas) para cubrir el consumo previsto en los próximos años, lo que requiere unos precios del crudo interesantes.

También creemos que el petróleo de esquisto se consolidará. El creciente agotamiento (se necesitan más inversiones solo para mantener la producción intacta), una productividad que está tocando techo (más del 50 % de los pozos en las áreas productoras clave ya son "pozos subordinados", etc.), y los problemas logísticos (oleoductos, arenas bituminosas, conductores, etc.) son factores que nos llevan a pensar que el petróleo de esquisto no puede ser la única fuente de crecimiento de la oferta de crudo en el futuro.

Aun así, el siguiente planteamiento es, quizás, más importante si cabe: la pregunta acerca de cuánto petróleo de esquisto hay no resulta muy relevante, dado que las cifras sugieren que este tipo de crudo precisa el mismo precio que el petróleo de aguas profundas o el de arenas bituminosas para incentivar la inversión o ser rentable; una horquilla de 65/75 USD por barril en adelante.

Es importante hacer bien las cuentas y tener presente el agotamiento de los yacimientos y otros costes varios (transporte, descuentos, gastos generales, etc.) a la hora de calcular la rentabilidad real del negocio. Un pequeño detalle: hasta la fecha, los productores de esquisto nunca han generado

flujo de caja libre, incluso cuando el precio del crudo superaba los 100 USD/barril.

Hemos aumentado nuestra inversión en petróleo aprovechando esta corrección del mercado, con algunas pérdidas a corto plazo, aunque con un magnífico potencial, que esperamos se materialice a principios de 2019.

Cobre: el precio ha caído en un mercado con déficit de oferta, algo poco común.

2018 ha sido un año de escasez de oferta neta de cobre de alrededor de 150 000/200 000 toneladas, según nuestros cálculos. Las existencias han disminuido este año, lo que confirma estas cifras. Pero, en lugar de aumentar, los temores macroeconómicos (recesión / China) han hecho que el precio del cobre vuelva a situarse en niveles (2,7 USD/libra) muy inferiores a los precios que incentivan la inversión. Hemos vuelto a revisar nuestras cifras de oferta y demanda, y seguimos pronosticando un mercado con déficit de oferta en 2019, 2020 y 2021; solo se pondrán en marcha unos pocos grandes proyectos en 2019/20 (Cobre Panamá) y en 2022/2023 (minas de Oyu Tolgoi y Grasberg). En este contexto, una vez que desaparezcan los temores macroeconómicos reinantes, los precios tendrán que reflejar la escasez para atraer inversiones, y deberíamos salir muy beneficiados.

Otra abultada posición del fondo Natural Resources se centra en las productoras de salmón, como comentábamos anteriormente, que representan alrededor del 17 % de la cartera.

Hemos incorporado a Kazatomprom, una productora de uranio de Kazajstán. Esta y Cameco (donde también invertimos) son los actores principales del sector. La compañía acaba de salir a bolsa y casi no despierta el interés de los inversores. Si el precio del uranio se normaliza en los próximos años, la rentabilidad por dividendo anual superará el 25 %.

Una última observación sobre los precios de las materias primas: resulta interesante comprobar cómo aquellas materias primas para las que no existen mercados financieros (mineral de hierro, carbón, etc.) están evolucionando mejor que aquellas que sí los tienen (petróleo, cobre, etc.). Dicho de otro modo, la economía real fija un precio para las materias primas basándose en la oferta y la demanda reales, no en las expectativas macroeconómicas. Naturalmente, esta divergencia solo dura mientras lo hagan las existencias. Una vez que una materia prima escasea, su precio sube, como ha pasado con el hierro y el carbón en los últimos trimestres, independientemente de las visiones macroeconómicas de los inversores.

Breve comentario sobre el entorno económico, o cómo ha cambiado el panorama en apenas un par de meses.

A finales de septiembre, el LTIF Classic se revalorizó un 8 % durante el año, con un VL de alrededor de 443 EUR y, a finales de año, cayó un 15 % con un

VL de 350 EUR. Como comentábamos antes, esta caída es similar a la de los índices europeos e inferior a la de los sectores de energía y materiales, que son en los que invertimos fundamentalmente.

Sin embargo, el crecimiento económico ha sido más que razonable. Con una expansión del PIB del 3,5 % en EE. UU., de más del 2 % en Europa, superior al 6 % en China y ligeramente superior a la media a escala mundial, este panorama no sugiere realmente la corrección fulminante e iracunda a la que estamos asistiendo.

En nuestra opinión, don Mercado ha empezado a descontar una recesión, sobre todo por los tres motivos que exponemos a continuación: 1) la Fed está abordando con demasiada contundencia su ciclo de ajuste monetario; 2) el aterrizaje forzoso de China en el plano económico, que se está viendo alimentado por una posible guerra comercial; 3) el *brexít* y su efecto en el crecimiento europeo. También hemos de tener en cuenta el aumento de las negociaciones algorítmicas por ordenador, que suelen ser "procíclicas": cuando el mercado sube, las máquinas compran y venden cuando este cae, exacerbando así las fluctuaciones.

Sin duda estamos asistiendo a una "ralentización de mitad de ciclo". La economía va más lenta que antes, y hay dos aspectos concretos que se han deteriorado en cierto modo: la economía china se está ralentizando (debido, en parte, a la guerra comercial) y el *brexít* se ha convertido en todo un embrollo. Con respecto a la Fed, creemos que está manejando la curva razonablemente.

- No prevemos recesión alguna ni en 2019 ni en 2020

Las previsiones macroeconómicas para EE. UU. en 2019/2020 siguen apuntando a una expansión del PIB de alrededor del 2,7 %, del 1,5/1,7 % en el caso de Europa y en torno al 6 % para China. Es cierto que hemos rebasado el ecuador de este ciclo económico, pero sostenemos que comenzamos en niveles muy inferiores tras la gran crisis financiera de 2008/2009 y que tardaremos algunos años más en llegar a la cima. Pese a los problemas existentes en determinados segmentos del mercado de deuda corporativa, las economías desarrolladas todavía no registran niveles elevados en materia de crédito, salarios o inversión que sugieran una recesión inminente. Dado que la inflación subyacente se mantiene contenida, los bancos centrales pueden permitirse frenar la normalización de sus políticas en caso de que lo necesiten para impulsar un poco el crecimiento. Mientras que el mundo pueda superar los peores riesgos políticos, 2019 debería ser mejor de lo que los mercados descuentan actualmente. El comodín en este sentido podría ser la economía china, que es difícil de entender en cuanto a su tamaño, complejidad y datos, pero cuyas políticas monetarias y fiscales nos llevan a prever un aterrizaje suave con recuperación en el segundo semestre. La trayectoria de las autoridades económicas chinas ha sido bastante

positiva durante la última década y nuestras diferentes variables sugieren que esto no va a cambiar en la próxima.

No nos preocupa demasiado que la curva de tipos estadounidense casi se haya revertido, porque más allá del pleno empleo y del comienzo de un periodo ligeramente más inflacionista, no hay muchos indicadores que sugieran riesgo, ni hemos identificado burbujas relevantes. Los tipos de interés que tanto nos preocupaban durante este ciclo ya se están normalizando en Estados Unidos y lo mismo ocurrirá en Europa dentro de un par de años.

- Parece factible que China y Estados Unidos lleguen a un acuerdo comercial

La lógica económica nos lleva a pensar que Estados Unidos y China acabarán llegando a algún tipo de acuerdo comercial, que ambas economías necesitan más que nunca (recordemos la famosa frase del expresidente Clinton: "¡Es la economía, estúpido!"). Tengamos en cuenta la trayectoria de la Administración Trump que, tras lanzar agresivas amenazas, ha formalizado acuerdos con México, Canadá, Corea del Norte y la UE. En cualquier caso, de seguir así, el efecto del conflicto comercial entre EE. UU. y China no es lo suficientemente amplio como para dar al traste con el ciclo económico; se trata de un obstáculo manejable.

- Un *brexit* duro podría tener graves repercusiones económicas

En SIA quizás hayamos subestimado los efectos del *brexit*, un proceso que calificamos de "enorme disparate". Pensamos que el camino iba a ser más fácil y entendimos demasiado tarde que un inversor estadounidense, asiático, o incluso europeo realmente no puede invertir en Europa con esta amenaza presente. Seguimos creyendo que la hipótesis central es un *brexit* con acuerdo que no modifique en exceso la estructura europea a largo plazo; aunque, en nuestra opinión, un *brexit* duro desembocaría en una recesión en el Reino Unido y en un crecimiento mucho más lento en el resto de Europa durante algunos trimestres.

Dicho esto, nuestra hipótesis central continúa siendo: 1) la ausencia de recesión mundial, 2) un *brexit* con acuerdo, y 3) un pacto entre China y Estados Unidos. Desde esta perspectiva, el mercado de valores se ha tornado muy barato; de hecho, increíblemente barato, con numerosas oportunidades de inversión, sobre todo en cualquier sector/empresa correlacionado/a con la economía y con el ciclo.

Europa cotiza a doce veces sus beneficios previstos para 2019; Estados Unidos, a 14 veces y el universo emergente se negocia a unos niveles muy interesantes por lo general. Además, la mayoría de las revisiones a la baja de los beneficios provocadas por la ralentización ya han tenido lugar (principalmente en finanzas, automoción, industria y semiconductores-

tecnología), mientras que otros grandes sectores muestran buen tono (salud, consumo, otras tecnologías, energía y materiales). Obviamente no coincidimos con una hipótesis de recesión global inminente. Las siguientes estimaciones de la OCDE resumen en gran medida nuestra hipótesis de base, que es un retorno a una tendencia de crecimiento seguido de un par de años más favorables.

Economías mundiales. Ralentización del dinamismo. Reanudación de la tendencia de crecimiento

Year-on-year, %. Arrows indicate the direction of revisions since May 2018.

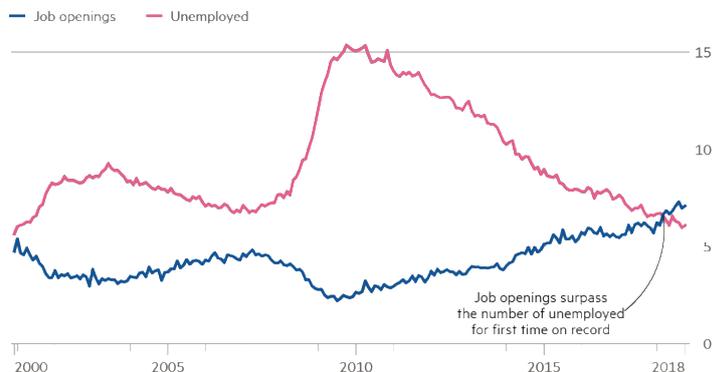
	2017	2018	2019		2017	2018	2019
World	3.6	3.7	3.7	G-20	3.8	3.9	3.8
Australia	2.2	2.9	3.0	Argentina	2.9	-1.9	0.1
Canada	3.0	2.1	2.0	Brazil	1.0	1.2	2.5
Euro area	2.5	2.0	1.9	China	6.9	6.7	6.4
Germany	2.5	1.9	1.8	India ¹	6.7	7.6	7.4
France	2.3	1.6	1.8	Indonesia	5.1	5.2	5.3
Italy	1.6	1.2	1.1	Mexico	2.3	2.2	2.5
Japan	1.7	1.2	1.2	Russia	1.5	1.8	1.5
Korea	3.1	2.7	2.8	Saudi Arabia	-0.7	1.7	2.6
United Kingdom	1.7	1.3	1.2	South Africa	1.2	0.9	1.8
United States	2.2	2.9	2.7	Turkey	7.4	3.2	0.5

Fuente: OCDE

En nuestra opinión, el siguiente gráfico refleja esta "perspectiva macroeconómica" con una nota interesante: muestra que actualmente hay más vacantes de empleo en Estados Unidos que personas en busca de trabajo. Sin embargo, el gráfico puede entenderse de dos maneras: la positiva es que la economía va a velocidad de crucero, y que no hay recesión posible cuando las personas encuentran trabajo. La lectura negativa implica que la economía no puede mejorar mucho más, lo cual es evidentemente cierto, aunque hay muchas personas en EE. UU. (y más aún en Europa) que ya habían dejado de buscar trabajo y que están volviendo a incorporarse a la población activa. Con todo, no vemos demasiados problemas a medio plazo.

A tightening US labour market in one chart

The number of job openings outnumber the jobless (m)



Sources: Refinitiv, Federal Reserve Bank of St. Louis, US Bureau of Labor Statistics, Oppenheimer Funds © FT

Matthew Rocco DECEMBER 21, 2018

Y no olvidemos que, en la actualidad, el mundo es mucho, muchísimo más grande que Estados Unidos (ya no digamos que el Reino Unido). El peor de todos los *brexits* posibles (por definición) sería negativo para el Reino Unido, pero la economía real mundial apenas lo notaría.

No obstante, nos gustaría insistir en que no somos un "fondo macro". No invertimos atendiendo a proyecciones macroeconómicas ni intentamos cronometrar a los mercados. Como comentábamos al principio de esta *newsletter*, los mercados suelen sobrerreaccionar y está claro que no sabemos cómo batirlos durante estos movimientos especulativos. Lo que sí sabemos es cómo analizar las perspectivas a largo plazo de las empresas y cómo identificar buenas inversiones, que necesariamente pasarán por periodos difíciles. Los inversores que piensan que pueden invertir cuando las cosas van bien y desinvertir cuando todo se tuerce se darán cuenta de que compran caro y venden barato. Las buenas empresas y las carteras excelentes se crean con el paso del tiempo, soportando los altibajos intrínsecos a las economías modernas. Las grandes inversiones se realizan cuando las cosas van mal, mientras que cuando todo está bien lo único que hacemos es pagar de más. Vuelvan a consultar la famosa cita de Warren Buffett que les regalábamos al principio de esta *newsletter*.

EL FONDO CLASSIC PARECE ESTAR MUY BARATO EN COMPARACIÓN CON LOS NIVELES HISTÓRICOS

El Valor Intrínseco teórico del LTIF Classic (suma de los VI de todas las acciones en cartera) no ha cambiado mucho y asciende a 625 EUR por acción, con un alza del 70 % a medio plazo y una TIR de la inversión del 17 %.

Ya hemos actualizado la mayoría de nuestras estimaciones y ni los beneficios por acción ni las Valoraciones intrínsecas han cambiado en exceso. Obviamente no logramos nuestro objetivo de VL para 2018, que se calcula sobre la base de las previsiones y las ratios normalizadas de las empresas en cartera, que era de 440/450 EUR.

De cara a 2019, excluyendo una profunda recesión, el objetivo asciende a un VL de 475 EUR, un 30 % por encima del precio actual, dado que debemos recuperar lo perdido en 2018 para converger con nuestra trayectoria a largo plazo (9 % anual desde el lanzamiento) y nuestro objetivo de arrojar una rentabilidad neta anual del 10 %. Por definición, debemos compararnos con los índices mundiales, pero nuestro objetivo —como nuestros inversores bien saben— es ofrecer una rentabilidad anual del 10 %, con un riesgo sectorial reducido.

El fondo Natural Resources está todavía más barato, como no podía ser de otro modo, ya que las ventas provocadas por el pánico de los últimos meses lo han perjudicado doblemente. Sin embargo, sus perspectivas son muy claras, puesto que el equilibrio entre la oferta y la demanda es el que es, sin cambios drásticos. Hoy en día resulta extremadamente favorable para los productores de petróleo y cobre (y, en menor medida, para los de otros metales).

Los inversores experimentados en renta variable saben que, de media, los mercados caen un 5 % cada 10 meses, un 10 % cada año y medio, y más del 20 % cada cinco años. Esto no les impide escalar un 6-7 % anual a largo plazo. Con nuestras inversiones específicas, y aprovechando las caídas, creemos que conseguiremos todavía más.

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 Sica. 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 GBPC

Código ISIN: LU0750886714
Telekurs: 18.032.305
Bloomberg: LTIFFCLS LX

LTIF – Classic EUR-D

ISIN: LU1449969846
Telekurs: 33.180.015
Bloomberg: LTIFFCLD LX

LTIF – SRI EUR

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

LTIF – SRI USD

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

LTIF – SRI EUR-DISIN:

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 GBPC

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

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