

Newsletter

de junio de 2019

- *Visión general de nuestros fondos* 2
- *Revisión de la cartera en el segundo trimestre de 2019* 6
- *Variaciones en la cartera* 9
- *Anexo* 10

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

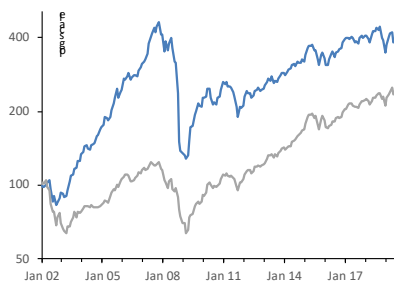


Gráfico 2: LTIF Stability A Cap EUR
frente al HFRX Global Hedge Fund Index EUR

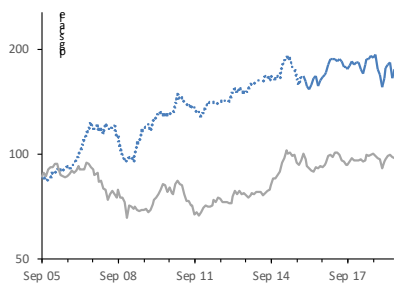


Gráfico 3: LTIF Natural Resources EUR
frente al S&P Global Nat. Res. Net TR Index EUR

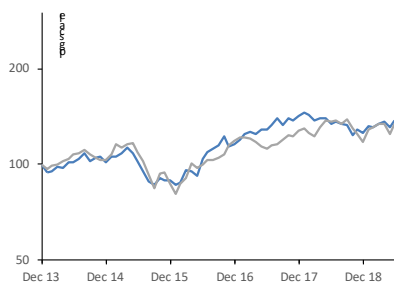
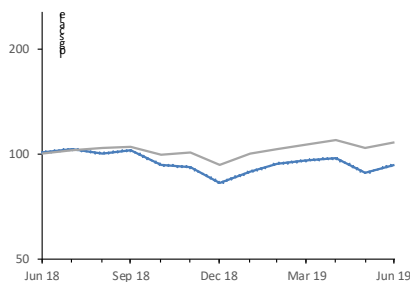


Gráfico 4: LTIF SRI EUR
frente al MSCI Daily TR Net World Index EUR



Más allá de las nubes, siempre brilla el sol

Nike Run Club

Visión general de nuestros fondos

La Tabla 1 y los gráficos 1 a 4 muestran la evolución del Valor liquidativo de nuestros fondos. Esta es algo inferior a la de los principales índices durante los últimos tres meses. El motivo es fácil de entender: las acciones que mantenemos en empresas productoras de petróleo y cobre se han desplomado durante este periodo. Por lo demás, las cosas van bastante bien, de hecho.

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

June 30, 2019	NAV	Δ 3m	Δ 12m	Annualized return (s.i.)	AUM (in mio)
LTIF Classic [EUR]	405.80	-2.5%	-5.0%	8.4%	124
LTIF SRI (EUR)	93.54	-2.4%	-7.4%	-6.4%	11
LTIF Natural Resources [EUR]	106.34	-6.5%	-12.3%	0.4%	19
LTIF Stability A Cap [EUR]	175.85	-3.3%	-6.7%	4.2%	8

Fuente: SIA Group

Así, junto con California Resources (-24 %), Premier Oil (-21 %), First Quantum (-17 %) o Hudbay Minerals (-25 %), contamos con otros títulos que se han revalorizado considerablemente, como las productoras de salmón (+15 %), Prysmian (+12 %), Metso (+15 %), Visa (+10 %), etc. Pero, como señalamos en todas y cada una de las *newsletters*, lo importante no es el comportamiento de las acciones, sino el de las empresas, ya este es el mejor barómetro de cómo evolucionarán las acciones en el futuro.

En una cartera tan diversificada como la nuestra, siempre hay empresas mejores que otras, pero en general los resultados de nuestras compañías continúan siendo buenos. Una empresa como Prysmian, que había encadenado varios trimestres de malas noticias, finalmente ha cambiado de rumbo; los *compounders* (Nestlé, Unilever, Reckitt, etc.) siguen mostrando buen tono; las productoras de salmón están obteniendo mejores precios de lo que el mercado esperaba puesto que, una vez más, la oferta no puede seguir el ritmo de la demanda... En general, estamos bien posicionados para incrementar nuestros beneficios considerablemente este año.

Por supuesto, dos grandes posiciones, las productoras de petróleo y de cobre, dependen considerablemente de las materias primas subyacentes. Ambas han caído durante el trimestre, lo que explica en gran medida los malos

resultados de las acciones de las empresas. Pero seguimos convencidos de que la dinámica de la oferta y la demanda de ambos mercados son positivas de cara a un futuro próximo. Y, en cualquier caso, los precios a los que cotizan las acciones son muy inferiores a lo que corresponden a juzgar por el precio actual de las materias primas, y ya no digamos a un precio a largo plazo más razonable. En este sentido, no estamos preocupados por estas posiciones.

Toda la situación (especialmente el mal tono de las acciones vinculadas a los recursos naturales) ha de ponerse, cómo no, en contexto, en uno marcado por los temores que aviva la «guerra comercial» y la consabida preocupación sobre una recesión. Abordaremos estos temas, que acaparan los pensamientos de muchos inversores.

Obviamente la imagen del presidente de Estados Unidos afirmando que «las guerras comerciales son positivas y fáciles de ganar» no ayuda a mejorar la «confianza del mercado». Y no es solo cuestión de «confianza»: una empresa alemana que fabrica máquinas para producir bienes y vende una elevada cantidad de ellas a fabricantes chinos probablemente vea afectadas sus ventas y su rentabilidad incluso por el mero hecho de que se hable de guerras comerciales, tanto más cuando estas son una realidad. La economía de China, el principal objetivo de la beligerancia de Trump, ha sido el principal motor del crecimiento mundial durante muchos años, y cualquier cosa que pueda afectarla negativamente genera una reacción de ansiedad en los mercados bursátiles. El hecho de que los datos revelen una desaceleración de la mayoría de las economías durante el trimestre ha intensificado, lógicamente, la preocupación (y explica los desplomes de las productoras de materias primas de los que hablábamos anteriormente).

Pero, como suele ocurrir con las fluctuaciones del mercado, tenemos que mirar más allá de los titulares y de los movimientos autorreforzados hacia el efecto económico de las noticias a largo plazo.

En términos microeconómicos, un arancel puede resultar devastador para una empresa concreta si realmente afecta a su producto principal y no es capaz de encontrar un canal alternativo de ventas lo suficientemente rápido. Pero si analizamos el efecto de los aranceles en el mercado general, entonces hemos de centrarnos en el plano macroeconómico. Después de todo, las ventas perdidas por la empresa afectada muy probablemente revertirán en otra que no sea blanco de aranceles (de todos modos, esa es la idea general de los aranceles: traspasar negocio de los «enemigos» a los «amigos»). Si ese es el caso, ¿cuál es el efecto económico general?

Lo primero que debemos entender es que un arancel es un impuesto indirecto. Es muy parecido al IVA, que se incorpora al precio antes de impuestos de los bienes y servicios. La principal diferencia es que el IVA se aplica (al menos, en principio) a todos los bienes y servicios por igual, mientras que los aranceles solo se aplican a unos pocos. Así, para un consumidor estadounidense, el precio de los bienes importados desde China sube, mientras que los precios de otros productos se mantienen intactos. Por supuesto, los productos fabricados en Estados Unidos que compiten con los elaborados en China (por ejemplo, lavadoras) también se encarecerán, porque los fabricantes sacarán partido del aumento de los precios finales de sus competidores. Pero esto no será más que una mera transferencia de riqueza del consumidor estadounidense al fabricante de esa misma nacionalidad.

Por tanto, la realidad es que la economía está sujeta a nuevos impuestos —discriminatorios— sobre algunos productos. Con el tiempo, el carácter discriminatorio de estos gravámenes fomentará un cambio en los patrones de producción (de nuevo, esta es la idea que se esconde tras los aranceles), transfiriendo así la producción de un lugar a otro. Pero en términos macroeconómicos, el único efecto a corto plazo es el aumento de los impuestos. ¿Qué alcance ha tenido ese aumento?

El nivel máximo de aranceles con los que ha amenazado el Gobierno estadounidense a las importaciones chinas ha sido del 20 % sobre mercancías por valor de 600 000 millones de USD. Esto ascendería a 120 000 millones de USD en nuevos impuestos. El total de ingresos fiscales de la Administración estadounidense (federal, estatal y

local) es de 7 billones de USD. El PIB de Estados Unidos supera los 20 billones... Por tanto, los nuevos impuestos ascienden a un ajuste fiscal muy inferior al 0,6 % del PIB. Podemos debatir acerca de la importancia que esto tendrá para el crecimiento estadounidense, pero en un país con elevados niveles de empleo y un déficit presupuestario considerable en un momento en el que la prudencia macroeconómica llamaría tal vez a un superávit, un leve aumento de impuestos no es un desastre insalvable.

Por supuesto, aumentar los impuestos a través de aranceles es, probablemente, la peor manera de hacerlo (la menos eficiente), dado que introduce distorsiones en la economía: la inversión/decisiones de compra no se basan en motivos económicos, sino en unas decisiones administrativas cambiantes (por no hablar de las consideraciones de equidad). Pero es importante ser conscientes de que las cantidades de las que hablamos son relativamente pequeñas desde el punto de vista macroeconómico. Resumiendo: ¿perjudican estas guerras comerciales a la economía? Probablemente. ¿Mucho? En realidad, no. Comparemos las magnitudes de las que hablamos con la caída de 4 billones de USD en el valor de mercado de las plazas bursátiles occidentales.

Pero la caída en el mercado es real: los *traders* a corto plazo saben que cuando el mercado está preocupado por el crecimiento, hay que vender todo lo que guarde relación con las materias primas. Si eres de los primeros en hacerlo, puedes ganar dinero como *trader*. Pero todo esto no altera los equilibrios de la oferta y la demanda a largo plazo, de los que dependen los precios de las materias primas y, con ellos, el valor de nuestras acciones.

¿Asistiremos a una recesión? Por supuesto... en algún momento. Pero, como repetimos hasta la saciedad, la riqueza a largo plazo se amasa invirtiendo en buenas empresas durante muchos años, no tratando de adivinar los próximos movimientos del mercado. Nuestras empresas se están comportando bien, seguirán haciéndolo en un futuro próximo y, sin duda, sobrevivirán a una recesión. Muchas de ellas aumentaron sus beneficios en 2008. Y, entretanto, seguimos cosechando dividendos (3 %) y aumentando el valor de nuestros activos mediante la reinversión de los beneficios.

Después de la tormenta, llega la calma. A veces nos obsesionamos en exceso con los nubarrones, pero pasan, siempre pasan.

Al final del primer semestre de 2019, el LTIF Classic cerró con un VL de 406 EUR/acción, lo que representa un alza del 17 % desde principios de año, en torno a la mitad del rango de los últimos doce meses (450 EUR en el primer trimestre de 2018 y 340 EUR en diciembre de 2018). Demasiada volatilidad para una cartera compuesta por empresas sólidas con un sesgo a largo plazo y un riesgo muy limitado. En la fecha de esta publicación, el VL ha aumentado ligeramente hasta 412 EUR (+19 % en lo que va de año). Vamos por el buen camino para alcanzar nuestro objetivo de 450 EUR a finales de 2019.

A menudo practicamos *running* para pensar con calma y sin presión. Hace poco la aplicación de entrenamientos Nike Run Club comentaba que siempre hay problemas (como las lesiones) durante los entrenamientos pero que, más allá de las nubes, siempre brilla el sol. Por extraño que parezca, esta filosofía es muy aplicable a la inversión... siempre hay problemas a corto plazo, guerras comerciales, guerras reales, amenazas de recesión, independientemente de que se materialicen o no (lo hacen mucho menos de lo que parece), etc... pero estos siempre pasan, y el mundo sigue girando. El largo plazo funciona.

Es fundamental centrarse en el largo plazo y seleccionar buenas empresas: este binomio debería arrojar una excelente rentabilidad a largo plazo (históricamente el mercado bursátil ha generado un rendimiento del 6-7% anual). En el corto plazo surgen muchos problemas, pero la fórmula «largo plazo + buenas empresas + valor» es una combinación ganadora que, en nuestra opinión, debería arrojar cierta rentabilidad adicional frente al mercado: nuestro objetivo es del 10 % anual, y no estamos lejos: hemos logrado un 9 % anual desde 2002, año en el que lanzamos el fondo Classic.

Pero el señor Mercado está obsesionado con el ruido a corto plazo. En los últimos nueve meses, hemos disfrutado de 2 o 3 meses de calma... el resto ha sido una lucha constante contra la macroeconomía, la política, la volatilidad, las amenazas ... es decir, nubarrones, tormentas, relámpagos y truenos. Solo hemos recuperado algo de calma tras la reanudación de las negociaciones comerciales entre China y Estados Unidos y el cambio de tono de la Fed y el BCE, hace un par de semanas.

Dado que la tormenta macroeconómica que el mercado temía en el cuarto trimestre de 2018 se está disipando, en el primer semestre de 2019 la mayoría de los índices bursátiles han recuperado gran parte de lo perdido el año pasado: MSCI World, +16 %; S&P 500, +17 % y Eurostoxx 600, +14 % en lo que va de año, y la mayoría de los mercados emergentes han cerrado en verde (MSCI Emerging Markets +9 %). Las plazas bursátiles chinas, brasileñas y rusas se dispararon en la primera mitad del año, reflejando así una posible estabilización/recuperación de sus economías.

Como decíamos antes, un año que parece excelente pero que no es más que la recuperación de parte de la debacle de 2018.

Las nubes van desapareciendo, aunque los tres factores de riesgo principales han evolucionado peor de lo que pensábamos.

Seguimos pensando que existen eminentemente tres factores de riesgo que pueden provocar una recesión mundial (aunque se trata de un contexto dinámico y siempre existe una larga lista de riesgos, como una guerra en Irán y/o en Venezuela) y su rentabilidad desde finales de 2018 ha empeorado.

- 1. La economía china parece estar estabilizándose, aunque a un ritmo inferior al previsto.** Nuestra hipótesis de base continúa siendo una cierta estabilización en el segundo semestre de 2019 y, aunque los datos aún no lo anticipan, entendemos que la política monetaria, fiscal y la inversión pública directa/indirecta por parte del Gobierno chino surtirán efecto. La guerra comercial y el problema de Huawei han generado cierto retraso, pero la recuperación es muy factible en el segundo semestre de 2019 o el primero de 2020. En ambos casos, los mercados la descontarán en 2019.
- 2. Reanudación de las negociaciones entre China y Estados Unidos.** Los aranceles impuestos por la Administración Trump y la guerra comercial no serían tan importantes si China no estuviera en una fase de ralentización macroeconómica. Pero lo son. El acercamiento entre China y Estados Unidos tras el G20 es un paso en la buena dirección y entendemos que terminará en un acuerdo. Sin embargo, algunos de los daños ya están hechos y serán estructurales: muchas empresas, inversiones, cadenas de suministro, etc... se replantearán su exposición al eje Estados Unidos/China, que es casi imposible de resolver sin un profundo cambio sociopolítico en el gigante asiático. También hay un par de aspectos positivos que han pasado desapercibidos: el acuerdo UE-Mercosur y el renovado TLCAN, que ponen de manifiesto una tendencia estructural que no va a cambiar: la inevitable apertura y globalización de los mercados.
- 3. La hipótesis de un *brexit* sin acuerdo es ahora más probable.** Todas las encuestas sugieren que Boris Johnson será el próximo primer ministro del Reino Unido, por lo que las posibilidades de un *brexit* sin acuerdo van en aumento. Seguimos pensando que habrá una salida acordada (que es como una «no salida» a largo plazo, dado que no podemos llevarnos las islas a otra parte del pla-

neta) pero, en el caso de un *brex* sin acuerdo, estamos convencidos de que no generará una recesión mundial, tan solo una pausa en el camino. También hay que tener en cuenta que el Partido Laborista ha anunciado que apoya una consulta pública en caso de *brex*, con o sin acuerdo, y que el Parlamento está trabajando para participar en la decisión. Por tanto, la incertidumbre continúa y posiblemente continuará hasta finales de octubre, como mínimo. Dicho esto, no tenemos demasiada exposición directa al Reino Unido, salvo Devro, Reckitt Beckinser y Premier Oil, que no deberían verse demasiado afectadas.

Pese a estos factores de riesgo y a que los resultados económicos mundiales en el segundo trimestre han empeorado, **nuestra hipótesis continúa siendo la de una ralentización de mitad de ciclo**. La Fed y el BCE ya están barajando políticas de estímulo económico para respaldar esta recuperación en caso de ser necesario. Por tanto, no prevemos una recesión mundial que sacuda a los mercados, sino una última fase del ciclo alcista que generalmente dura varios años.

Nuestro análisis se basa en la idea de que no identificamos indicios alarmantes de tensión: no hay burbujas de valoración (un poco en la deuda de alto rendimiento, algo en los bonos, parte en el sector inmobiliario *prime*, algunos países pequeños, etc.) pero no existen grandes burbujas/tensiones que deban ajustarse, como fue el caso en 2000-2001 y 2008-2009.

Obviamente, China es el comodín, pero la trayectoria de gestión de los ciclos a cargo del Gobierno es excelente, comenzando por las existencias de vivienda nueva, que se encuentran en la fase más baja del ciclo.

Mantenemos el objetivo de VL para 2019 en 450 EUR/acción, lo que supone un alza interanual del 29 %.

No hemos modificado la exposición equilibrada del fondo Classic, que es como sigue: 1/3 a *Compounders* diversificados o «títulos de crecimiento a precios razonables», 1/3 a Valor diversificado y 1/3 repartido entre valores de sólidas convicciones: salmón, energía (petróleo) y materiales (cobre). Las ponderaciones fluctúan durante el año en función de los precios y las operaciones pero, por término medio, la estructura se mantiene intacta.

Repetimos: el valor es la principal filosofía del fondo Classic, por lo que tratamos de comprar barato en cada categoría/segmento/sector/empresa que incorporamos. Pero el valor es relativo... Nestlé a un PER de 15 veces ofrece valor y hay empresas mal orientadas que, con un PER de 6, no lo ofrecen... son lo que denominamos «trampas de valor».

El VL teórico del fondo Classic (suma ponderada del Valor Intrínseco de todas las acciones en cartera) no ha cambiado mucho y asciende a 660 EUR/acción, con un potencial alcista de alrededor del 60 % a medio plazo y una TIR equivalente ligeramente superior al 14 %. El PER del fondo Classic tampoco ha oscilado mucho, con una estimación de 14 veces para 2019 y de 12 veces para 2020.

De cara a lo que resta de 2019, sin tener en cuenta una recesión o crisis mundial, o un suceso «Cisne Negro» (por ejemplo, una guerra), esperamos un VL de 450 EUR, un 30 % superior al de finales de 2018... parece mucho, pero gran parte de esta rentabilidad no hace sino compensar lo perdido el año pasado.

En nuestra hipótesis de estabilización macroeconómica, sería muy normal que recuperáramos terreno hasta los niveles de octubre de 2018 (440 EUR), donde la trayectoria del LTIF Classic converge con nuestros objetivos del 10 % neto anual. La cartera está estructurada para lograrlo.

Revisión de la cartera en el segundo trimestre de 2019

Como hemos comentado, la cartera del LTIF Classic ha recuperado gran parte de lo perdido en el cuarto trimestre de 2018, pero los sectores que empezaron a liderar el alza en el primer trimestre de 2019 han perdido fuelle. Todos los sectores del fondo Classic se han revalorizado a una tasa de dos dígitos en el primer semestre de 2019, pero hemos perdido impulso en energía (+14 %, frente al alza del 50 % en el primer trimestre de 2019) y minas (+1 %, frente al aumento del 30 % en el primer trimestre de 2019).

En términos generales, el fondo Classic ha mostrado buen tono en el primer semestre del año y las únicas acciones que no se ha revalorizado han sido: Leroy Seafood (resultados trimestrales mal orientados, ampliamos la posición), Henkel (resultados anémicos, rentabilidad inferior de los detergentes en Estados Unidos, más gastos de publicidad y el temor al componente cíclico de los adhesivos) y Pandora (nuevo consejero delegado y negocio en fase de reestructuración).

Resumiendo: en general, el fondo Classic se ha comportado bien en el primer semestre de 2019, tal y como esperábamos, pero lo sorprendente es que, de nuestras tres inversiones basadas en sólidas convicciones en el fondo (petróleo, cobre y salmón), solo el salmón ha funcionado. Eso está bien. Quiere decir que una parte importante del fondo se encuentra todavía a precios de liquidación, valorada como si estuviéramos en mitad de una recesión mundial y con el presidente Trump liderando la Fed directamente en Twitter.

Los *Compounders* diversificados (1/3 de la cartera) retoman niveles previos a la corrección y, por término medio, arrojan una rentabilidad positiva

Unilever (+15 % en el primer semestre), Visa (+37 %), Nestlé (+30 %), ING (+9 %), Henkel (-5 %), UTX (+25 %), Sodexo (+13 %), Grifols (+20 %), Medtronic (+11 %), Reckitt Beckinser (+7 %)... son nuestras principales inversiones en *compounders*.

Esta parte de la cartera está basada principalmente en un análisis estratégico donde invertimos únicamente en marcas excelentes, con elevadas barreras de entrada y tras analizar el sector y la competencia en profundidad.

Estas sólidas marcas con magníficas posiciones estratégicas pasan por etapas menos favorables de vez en cuando y es en ese momento cuando las incorporamos, porque sabemos que el negocio es tan bueno que volverá a la normalidad tarde o temprano. En nuestra lista de observación hacemos un seguimiento de alrededor de 300 empresas, muchas de las cuales son *compounders* que compramos cuando pasan por un mal momento.

Valor diversificado (excl. petróleo, minas y salmón): 1/3 de la cartera

La parte del fondo Classic que denominamos Valor diversificado contiene títulos baratos de todo tipo, que pueden ser *compounders* o no, cíclicos o defensivos. Estos retrocedieron en gran medida en el cuarto trimestre de 2018 y se han recuperado en el primer semestre de 2019.

El criterio básico es comprar empresas razonables con marcados descuentos, como Devro (competidor de Viscofan), HeidelbergCement, Wienerberger (ladrillos), Pandora (joyas), Apple, Metso (equipos y servicios para minería) o Prysmian (cables). Aquí hablamos de empresas que salen y entran, que consideramos que cotizan con un elevado descuento sobre su Valor Intrínseco (VI), y evitamos incorporar malos negocios, independientemente de lo baratos que estén.

Esta parte de la cartera se ha revalorizado considerablemente en el primer semestre de 2019: todos los valores han experimentado un crecimiento de dos dígitos excepto Prysmian (+8 %), Thales (+1 %), ISS (+5 %) y Pandora (-5 %).

El petróleo registra una situación de déficit de oferta y ronda los 70 USD/barril de Brent, pero las petroleras cotizadas solo se fijan en la tormenta macroeconómica (demanda) y en la tormenta del esquisto (oferta).

Parece que a nadie le importa que el Brent esté en 67/68 USD/barril, un 25 % por encima de su nivel a principios de año y describiendo una clara tendencia alcista. A nadie le importa que la OPEP haya acordado ampliar los recortes de producción hasta marzo de 2020, que Irán no exporte prácticamente a ningún país, que la producción de Venezuela esté disminuyendo a marchas forzadas... el mercado teme que la recesión destruya la demanda y el petróleo de esquisto multiplique la oferta.

Dos detalles operativos que puede ser importante recordar... la demanda está creciendo a un ritmo de 1,2 millones de barriles diarios en 2019 (China: +600 000 barriles diarios) y el número de plataformas petrolíferas estadounidenses se orienta a la baja desde octubre de 2018, lo que anticipa un crecimiento del petróleo de esquisto muy inferior que, a juzgar por nuestras cifras, se sitúa actualmente en un ritmo de +800 000 barriles diarios basándonos en la producción de mayo y junio y anualizándola.

Nuestros modelos sugieren (y la OPEP lo corrobora) que el mercado registrará un déficit de oferta en el segundo semestre de 2019, en torno a los 500 000 barriles diarios y normalmente, cuando esto ocurre, las existencias caen y los precios del petróleo tienden a aproximarse a los precios de incentivo (75/80 USD en el caso del Brent). No estamos muy lejos, y la temporada de mayores desplazamientos por carretera no ha hecho más que empezar.

En SIA hemos de reconocer un grave error: subestimamos la cantidad de petróleo de esquisto que iba a introducirse en el mercado, pero siendo conscientes de la reducida visibilidad sobre este producto, llegamos a la siguiente conclusión hace algún tiempo: no importa cuánto se produzca si necesita un precio de 70 USD en adelante para ser rentable. La realidad está demostrando nuestra tesis: el número de plataformas petrolíferas cae con un precio por debajo de 60 USD, se estabiliza entre 60 y 70 USD y crece por encima de 70 USD (no para siempre, ojo con las curvas de descenso en el futuro). Con un petróleo por encima de 70 USD, nuestras empresas duplicarán su valor con creces tarde o temprano (creemos que en 2019-2020). Esto ocurrirá.

Además, tenemos una cierta ventaja: Arabia Saudí ha comunicado abiertamente que su precio objetivo es 75 USD/barril y que intervendrá con contundencia si los precios caen por debajo de 60 USD. Tiene sentido.

Y no olvidemos el factor más importante: la inversión en inmovilizado. La inversión anual en actividades de exploración y producción desde 2014 se ha reducido en un 50 % y esto debe empezar a pasar factura a partir de 2019/2020. Estamos viviendo de las inversiones realizadas en pozos petrolíferos hasta 2014, principalmente en aguas profundas, que han seguido entrando en el mercado (hacen falta unos 5-6 años desde la aprobación del proyecto). Esto no tardará en desvanecerse.

El cobre sigue registrando un déficit de oferta, pero de nuevo, a nadie le importa

No podemos dejar de analizar la oferta y la demanda, las nuevas minas que empezarán a explotarse, etc. y no entendemos por qué los precios del cobre son tan bajos. Nos enfrentamos a un déficit de oferta en el mercado ya en 2018, y nuestras cifras apuntan también a esta situación en las estimaciones para 2019, 2020 y 2021, dado que solo entrarán en funcionamiento 3-4 grandes proyectos en 2019 (Cobre Panamá) y en 2022/2023

(Oyu Tolgoi y minas de bloques subterráneos de Grasberg). Pero el precio del cobre no se mueve. Pensamos que hay demasiada fijación en la tormenta macroeconómica/la demanda y hemos olvidado el sol más allá de las nubes/los fundamentales.

A corto plazo el mercado de valores es una máquina de votación; a largo plazo, una báscula. En algún momento se romperá el equilibrio... bien se produce una recesión mundial y vamos al coste marginal (2,2 USD/libra en el caso del cobre) o no hay recesión y nos dirigimos a un nivel de 3,3 USD/libra. Nuestras empresas duplicarán su valor.

Salmón (10 % del fondo Classic): +16 % en el primer semestre de 2019, más o menos como el fondo Classic

Todo va bien en el sector del salmón desde un punto de vista bursátil, porque desde un prisma industrial vuelve a ser evidente lo difícil que resulta aumentar la oferta. Tras dos años de sólido crecimiento en la oferta chilena (actualmente alrededor de 700 000 toneladas anuales, el 30 % de la oferta total), esperábamos que se registraran algunos problemas biosanitarios.

Y no nos equivocábamos, hay un problema sanitario... pero en Noruega. Un crecimiento exagerado de las algas. 40 000 toneladas de salmón perdidas (crecimiento de la oferta del 2 % en el estimado para 2019). Como siempre, la oferta crece al 4 % y la demanda, al 7-8 %. ¿El resultado? Los precios suben.

Tenemos el 10 % de la cartera asignado a Bakkafrost, Leroy Seafood y GriegSeafood, y la verdad es que el sector no parece estar caro, con un PER para 2019 de 10-11 veces en el caso de los dos últimos. Bakkafrost se encuentra algo por encima de las 16-17 veces, pero está creciendo mucho y es más rentable.

El sector muestra solidez a medio y largo plazo, y puede resumirse muy fácilmente: no hay suficiente salmón para satisfacer la demanda.

Variaciones en la cartera

Tras liquidar Draegerwerk, PremierFoods, Easyjet y DeutschePost a finales de 2018/comienzos de 2019 (tras revisar nuestros análisis estratégicos), durante el resto del semestre no realizamos cambios significativos en la cartera más allá de la incorporación de títulos aprovechando caídas y su venta en episodios de revalorización, pero fueron operaciones discretas. Compramos algunos títulos de salmón (Bakkafrost), reforzamos Devro y realizamos otras compras y operaciones pequeñas. Nada importante. Como dice Warren Buffet, hay una transferencia de valor constante de los especuladores que negocian constantemente hacia los inversores pacientes.

Salvo el petróleo, el cobre y el salmón (las tres posiciones más importantes del fondo Classic), solo hay tres títulos en los que obtenemos «pérdidas» a lo largo de los años, antes de dividendos. El banco neerlandés ING, la empresa de limpieza danesa ISS (aunque en ambos casos su elevado dividendo compensa la pérdida de la acción) y la firma de joyería Pandora, nuestro gran lastre de la cartera por el momento.

No hemos vendido Pandora, pero tampoco hemos ampliado la posición porque queremos evitar la típica situación de una cartera con una idea de inversión claramente dominante pero con resultados desfavorables y, debido a su rentabilidad inferior, hemos ido reduciendo su ponderación (actualmente en del 3 %). Entendemos que la empresa está increíblemente barata y estamos esperando a que el nuevo consejero delegado termine de redefinir el nuevo plan estratégico de la firma en la que, al final, existe un problema de «moda» con las pulseras de *charms* que ha de resolverse. Bueno, hay muchos más problemas, pero creemos que pueden solucionarse a medio plazo.

En términos generales, y sentimos repetirnos, nuestra intención será seguir minimizando estos errores todo lo posible, llevar a cabo más análisis y ser más conservadores a la hora de incorporar nuevas empresas (menos conocidas) a la cartera dado que, muchas veces, la ponderación/el momento en el que se formaliza la posición es más importante que la posición en sí.

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: LTIFFLA LX

LTIF – Classic USD

Código ISIN: LU0301247077 Telekurs:
3.101.820 Bloomberg: LTIFFLU LX

LTIF – Classic CHF Código ISIN:

LU0301246772 Telekurs: 3.101.817
Bloomberg: LTIFFCL LX

LTIF – Classic GBP Código ISIN:

LU0750886714 Telekurs:
18.032.305
Bloomberg: LTIFFCL LX

LTIF – Classic EUR-D

ISIN: LU1449969846 Telekurs: 33.180.015 Bloom-
berg: LTIFFLD LX

LTIF – SRI EUR

ISIN: LU1790109257 Telekurs: 40'678'982 Bloom-
berg: LTIFFSRI

LTIF – SRI USD

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

LTIF – SRI EUR-D ISIN: LU1790109414 Tele-

kurs: 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: LTIFFGEX 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