

Newsletter

de septiembre de 2019

- *Visión general de nuestros fondos* 2
- *Sorteando el temporal* 2
- *Análisis de la cartera hasta septiembre de 2019* 9
- *Cambios efectuados en la cartera* 12
- *Noticias SIA* 13
- *Anexo* 14

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

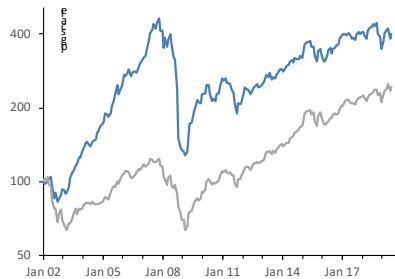


Gráfico 2: LTIF Stability A Cap EUR frente al HFRX Global Hedge Fund Index EUR

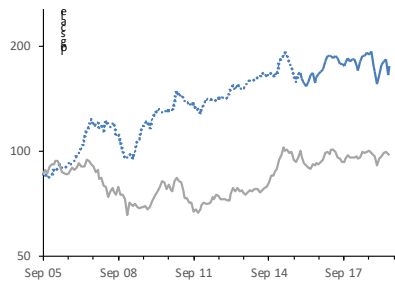


Gráfico 3: LTIF Natural Resources EUR frente al S&P Global Nat. Res. Net TR Index EUR

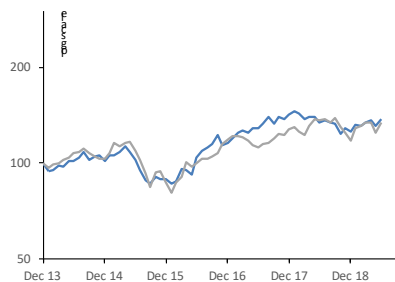
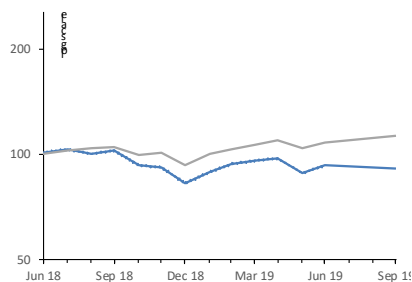


Gráfico 4: LTIF SRI EUR frente al MSCI Daily T R Net World Index EUR



¿Riesgo de recesión? Sea codicioso cuando los demás están asustados

Warren Buffett

Visión general de nuestros fondos

La tabla 1 y los gráficos 1 a 4 reflejan la evolución reciente del VL de nuestros fondos. Como puede verse, es algo inferior a los principales índices. Como explicaremos después, esto se debe en gran medida a la variación de precios de las compañías productoras de recursos naturales, como puede verse en la peor evolución del VL de nuestro fondo Natural Resources.

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

September 30, 2019	NAV	Δ 3m	Δ 12m	Annualized return (s.i.)	AUM (in mio)
LTIF Classic [EUR]	401.38	-1.1%	-9.4%	8.2%	119
LTIF SRI (EUR)	91.10	-2.6%	-11.6%	-7.1%	11
LTIF Natural Resources [EUR]	100.42	-5.6%	-18.3%	0.0%	19
LTIF Stability A Cap [EUR]	173.76	-1.2%	-10.6%	4.0%	8

Fuente: SIA Group

Sorteando el temporal

A fecha de septiembre de 2019, el LTIF Classic cerró con un VL de 401 EUR por acción, lo que supone una revalorización del 15% en 9M19, en mitad del rango de los últimos 12 meses (450 EUR en septiembre de 2018 y 340 EUR en diciembre de 2018).

En términos relativos, nuestros resultados son más o menos acordes con los mercados internacionales: el MSCI World Index se aprecia un 16%, el S&P500, un 19%, el Eurostoxx 600, un 16% y los mercados emergentes algo menos, con una apreciación del 4%, aunque China, Brasil y Rusia registran avances de dos dígitos.

En conjunto, la mayoría de Bolsas se sitúan en terreno positivo este año, lo que sugeriría que estamos ante un buen 2019. Nada más lejos de la realidad, ya que solo estamos recuperando una parte de las pérdidas que sufrimos en 2018. La comunidad inversora está bastante asustada. La palabra "recesión" se oye por doquier. No hay semana que no haya oscilaciones del 2-3% al alza o a la baja, lo que representa una fuerte volatilidad para una cartera que consideramos sumamente sólida.

Creemos que la inversión pasiva, los fondos cotizados (ETF) y los algoritmos son parcialmente responsables de la volatilidad que vemos actualmente, y que las bruscas oscilaciones vienen inducidas únicamente por tweets o titulares concretos publicados en medios digitales. Hace una década, nos enteramos que había un fondo que desarrolló un algoritmo informático capaz de "leer" los discursos del entonces presidente de la FED, Alan Greenspan, y tomar posiciones largas o cortas. No podemos ni imaginar lo que esa fórmula sería capaz de hacer en la actualidad. De todos modos, recuerde que los fondos Quant funcionan el 99% del tiempo hasta que, un día, dejan de funcionar sin motivo aparente. Es fácil... ocurre en un 1% de las ocasiones (o errores).

Desde que comenzó el nuevo ciclo (09), la Classic ha cumplido nuestro objetivo del 10% de rentabilidad anual, quedándose ligeramente rezagado con respecto al MSCI World. No se preocupe: el valor y los recursos naturales volverán.

A más largo plazo, la Classic no ha logrado batir al MSCI World desde el inicio del nuevo ciclo (1T09, hace ya más de 10 años), durante el cual hemos logrado una rentabilidad del 11% anual frente al 13% del índice. Sin embargo, **nos sentimos algo mejor sabiendo que hemos superado en gran medida el rendimiento del MSCI World ex FANGs** (Facebook, Amazon ...). Al final, la Classic se crea para que ofrezca una rentabilidad del 10% anual, es decir, el doble cada 7 años, con riesgo controlado, aunque la mayoría de valoraciones del FANGs ya incluyen la perfección.

Existe un factor crucial (**nuestra firme convicción en el petróleo y el cobre en los últimos 2-3 años**) que está **afectando negativamente a nuestro rendimiento**; no obstante, nuestras cifras indican que deberíamos recuperar con creces estas "pérdidas". En primer lugar, nos equivocamos al no prever la falta de disciplina que exhibían los operadores de petróleo de esquisto al invertir miles de millones de dólares en un negocio no rentable con un coste del petróleo inferior a 60 USD, que ha inflado la oferta de crudo desde 2015. En segundo lugar, desde el 4T18 venimos sufriendo los efectos del temor a la recesión mundial, fruto de lo cual todos los sectores cíclicos (empezando por las materias primas) y el valor cotizan con un amplio descuento. Creemos que ambos factores quedarán anulados, en vista de la normalización que ya experimenta el petróleo de esquisto y, según nuestro escenario base, el temor de recesión debería disiparse.

También queremos destacar el enorme rezagamiento del valor frente al crecimiento desde la Gran Crisis Financiera de 2009. En nuestra opinión, uno de los principales causantes de esta peor evolución es la inversión pasiva y las ventajas de los ETF, que están dirigiendo flujos de capital hacia los índices y valores grandes/estables/ temáticos. Las valoraciones presentan una enorme bifurcación, pero lo cierto es que el valor, tarde o temprano, dará frutos. A menos que compre títulos de la empresa equivocada, comprar con un descuento del 30%

Exhibit 9: MSCI World Value vs. Growth
Price Return (USD)



Goldman Sachs

respecto al valor intrínseco es una estrategia ganadora.

Las cotizaciones bursátiles han venido reaccionando con fuerza a los sucesos políticos (o, más bien, a las expectativas que se generan sobre ellos), especialmente los relacionados con la “guerra comercial” entre EE.UU y China, que podrían extenderse a Europa. Los datos económicos que entran, sobre todo en los sectores de manufacturas, son relativamente flojos, probablemente como consecuencia de estos problemas asociados al comercio.

En el boletín anterior, explicamos que los **aranceles no suponen un gran impedimento para la actividad económica**, sino que básicamente son un impuesto indirecto que afecta a determinadas mercancías. En términos macroeconómicos, los importes son pequeños y el amplio déficit público y bajo desempleo que registra EE.UU podrían justificar fácilmente una subida de impuestos, aunque subirlos a través de aranceles es una forma especialmente torpe de reducir estos déficits.

Los aranceles están afectando a la actividad manufacturera, pero debido a la enorme incertidumbre que está generando la política comercial aplicada en el país. Si el gobierno estadounidense incrementase los aranceles de forma permanente, algunas manufacturas que se fabrican ahora en China se trasladarían a otro lugar y se acabó la historia. Si esos aranceles se eliminasen, la actividad de fabricación probablemente se quedaría en China. En ambos casos, se construirían fábricas, se encargarían nuevas máquinas, etc. pero en lugares distintos. Sin embargo, si los gerentes no saben si habrá aranceles o no, tienden a adoptar una actitud racional de “esperar a ver qué pasa”. Esta actitud de espera se refleja en el descenso de pedidos de bienes de equipo que se ha producido a escala mundial. Esta interrupción de las decisiones de inversión también se refleja en la saga del Brexit: La inversión en los cruciales sectores de automoción y aeroespacial británicos se ha desplomado pero no se ha trasladado a otras áreas porque los gestores están esperando que se aclare la situación.

¿Este deterioro de las manufacturas/bienes de equipo se contagiará al resto de la economía? Podría ocurrir, especialmente en un país como Alemania, donde la fabricación de bienes de equipo (máquinas) y bienes de consumo duradero (coches) constituye una parte importante de la economía total. Lo mismo cabe decir de Japón, hasta cierto punto. Sin embargo, en el mundo desarrollado en general el sector servicios representa una parte mucho mayor de la actividad económica y las guerras comerciales apenas le afectan. Como el desempleo en las economías más grandes se encuentra a mínimos históricos, el consumo está resistiendo bien. Evidentemente, la incertidumbre perjudica a las decisiones de inversión, pero afecta aún más al sentimiento inversor; por esa razón, las cotizaciones han caído más que los beneficios subyacentes y probablemente se recuperarán con más fuerza cuando empiece a disiparse la incertidumbre política.

Como es lógico, esta volatilidad de las cotizaciones ha afectado a los sectores que se consideran más cíclicos, esto es, más dependientes de un entorno económico estable para los beneficios, en mayor medida. También ha afectado a los índices europeos más que a los norteamericanos, ya que Europa alberga menos compañías tecnológicas de talla mundial que se consideran protegidas del ciclo económico, pero más a los bancos, que supuestamente se están resintiendo por los bajos tipos de interés inducidos por la coyuntura. Dentro de los sectores cíclicos, ninguna acción ha sufrido más que las relativas a empresas de Recursos Naturales.

Un hecho de inversión es que podemos equivocarnos con independencia de lo bien razonado que esté nuestro argumento. Esta es una de las razones por las que la diversificación es tan importante. Sabemos muy bien por qué algunas acciones de Recursos Naturales representan una oportunidad de inversión sumamente atractiva; nosotros hemos mantenido esta opinión desde hace tiempo, pero la verdad es que el mercado no la ha corroborado. Los buenos inversores deben combinar sus firmes convicciones (de lo contrario, ¿por qué no nos limitamos a comprar valores del índice?) con la disposición a reevaluar constantemente sus tesis en función de la nueva información disponible.

Los mercados vienen determinados por factores macro, donde el miedo es el rey

Los tres principales factores de riesgo macro no han cambiado, aunque tanto ellos como nosotros nos estamos quedando bastante anticuados: el Reino Unido votó a favor del Brexit en junio de 2016, hace ya más de 3 años, mientras que la desaceleración de la economía china y la guerra comercial llevan coleando desde hace más de un año.

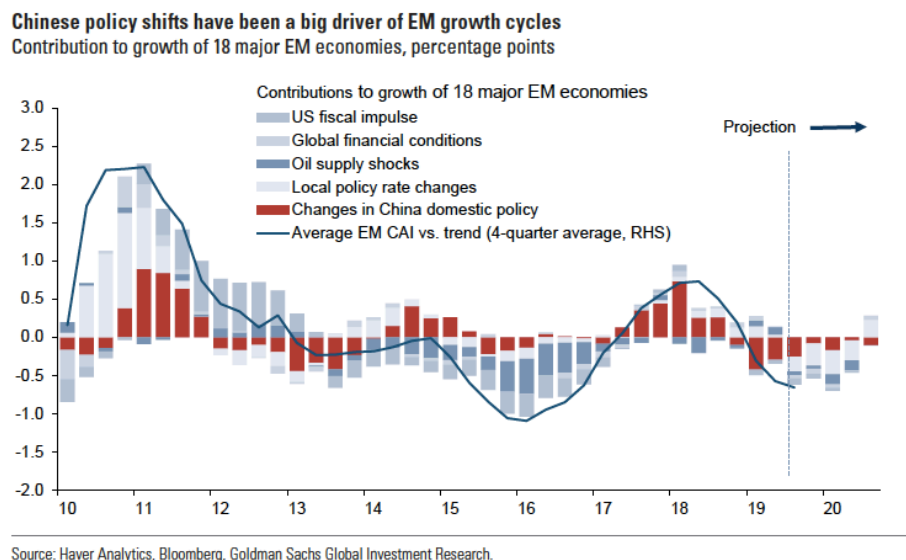
Además de estos tres factores, que seguimos muy de cerca, han aparecido recientemente nuevos riesgos: tensiones en Oriente Medio (Irán/Arabia Saudí), el proceso de destitución del presidente Trump y manifestaciones en Hong Kong, las cuales, aunque parece un asunto baladí, pueden deparar en graves problemas geopolíticos.

Siempre hay una larga lista de riesgos y factores que nos asustan, pero recuerde que a largo plazo, la Bolsa genera una rentabilidad media del orden del 6-7% anual, muy superior a casi cualquier otro activo; quizás precisamente por esa razón es volátil e infunde miedo. Francamente, es difícilísimo manejar estos vaivenes aleatorios del mercado. No entendemos cómo el mundo financiero no está desesperado por los tipos de interés negativos o cero (bonos), pero sí asustarse por el activo más rentable que existe (las acciones). Tampoco entendemos cómo los bonos pueden funcionar sin rentar intereses. ¿Nos hemos perdido algo? Las pensiones es otro problema relevante que debe abordarse. ¿Cómo pueden financiarse sin destinar un porcentaje mayor de ahorro a la renta variable? La renta variable representa empresas, la mayoría de ellas buenas, sólidas y rentables. Son activos reales. ¿Es tan difícil de entender?

Luz al final del túnel

1. **Parece que la economía china se está estabilizando, pero está claro que la guerra comercial, la peste porcina y las manifestaciones registradas en Hong Kong no ayudan.** Hace unas semanas asistimos a la conferencia Goldman Sachs/Berenberg celebrada en Múnich y después de reunirnos con 30 empresas salimos de ahí con bastantes más conocimientos sobre la economía china. En resumen: una función que emplea consumo de electricidad, transporte, consumo de cemento y otras variables observables sugeriría que 1) el crecimiento industrial de China se sitúa actualmente en el 2%, una tasa ligeramente inferior a la cifra oficial del 4%; y 2) parece que está tocando fondo, dado los deltas positivos que exhiben algunos indicadores.

Seguimos pensando que las medidas de inversión pública, monetarias y fiscales en infraestructuras que el gobierno chino implantó hace más de un año estabilizarán la economía. Hay dos sectores (automoción y electrónica de semiconductores) que están empezando a arrojar mejores datos. Es cierto que un acuerdo de comercio con Estados Unidos sería de gran ayuda en 2020, dada la fuerte influencia que tiene el ciclo chino en el Sudeste Asiático y en los mercados emergentes. El siguiente gráfico ilustra nuestras previsiones para 2020.



2. **Las negociaciones entre EE.UU y China parecen discurrir algo mejor.** No tenemos ningún control sobre este tema y no nos gustan mucho los tweets y titulares que se publican todos los días. El sentido común (de acuerdo con Voltaire, el menos común de los sentidos) augura un acuerdo, aunque solo sea un acuerdo marco, modular o en fases... pero el Ejecutivo estadounidense representa todo menos la certidumbre y las diferencias son demasiado importantes como para prever un resultado. Quizá lo más importante es que las empresas y sus cadenas de suministro ya se están adaptando a estas fricciones, y aunque algunas inversiones se redirigirán a otros países del Sudeste Asiático, como Vietnam o Camboya, otras regresarán a Estados Unidos. Las grandes empresas estadounidenses no se quedarán quietas y ya se están adaptando, lo que significa que los perjuicios incrementales o delta serán ligeramente inferiores, a menos que, desde luego, estalle una guerra comercial en toda regla.

3. **La probabilidad de que veamos un Brexit duro ha disminuido** gracias al Parlamento británico y a un nuevo proyecto de ley que sentará las bases para un acuerdo negociado. Sin embargo, el proceso entero sigue siendo una incógnita al igual que en los últimos tres años. ¿Cuesta tanto crear un área económica especial para Irlanda en la que coexistan las legislaciones del Reino Unido-UE el tiempo suficiente para resolver los detalles técnicos? En realidad, la mayoría de los asuntos ya se habían negociado y acordado bajo el mandato de Theresa May. En definitiva, el Reino Unido no puede abandonar físicamente el continente europeo, de modo que en el fondo no puede cambiar nada a medio-largo plazo.

Conferencia GS/Berenberg en Múnich: Desaceleración, sí; recesión, no.

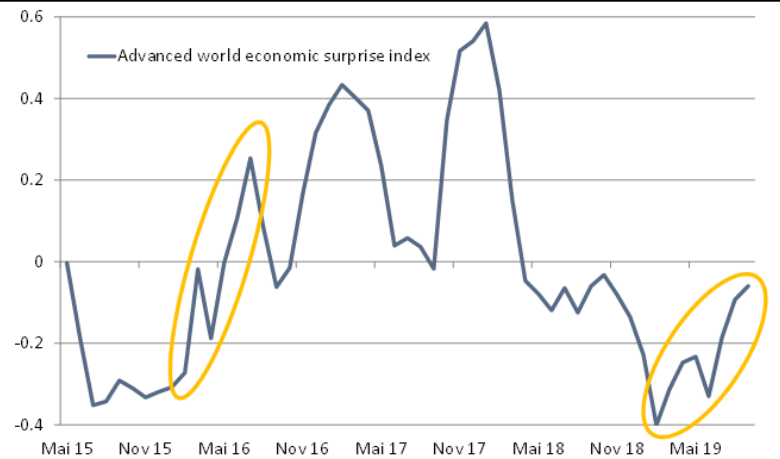
En septiembre fuimos a la conferencia Goldman Sachs/Berenberg celebrada en Múnich para comprobar la situación actual de las empresas y sectores; aprovechamos también para reunirnos con unas 30 empresas. Nuestras principales conclusiones, por mencionar solo algunas, son las siguientes:

- Los sectores con flojas perspectivas son: automoción, la industria manufacturera, semiconductores, seguros, robótica, bancos y productos químicos. No obstante, algunos sectores se enfrentan a desafíos estructurales que podrían inducir un cambio de régimen (p. ej. automóviles y bancos).
- Sectores con fuertes perspectivas: aeroespacial, defensa, biotécnica, gases industriales, construcción, fragancias/sabores y electrónica
- Hemos puesto en nuestra lista de observación a algunas de estas empresas, pero todavía no hemos comprado ni vendido nada a partir del contenido de esta conferencia. Aquí también, las empresas de crecimiento/resilientes están relativamente valoradas (algunas muestran valoraciones caras), aunque puede ser demasiado pronto para comprar algunas cíclicas, a pesar de sus bajas calificaciones.
- Existe cierto riesgo de revisiones a la baja del BPA en el tercer y cuarto trimestre de 2019 (aunque la mayoría ya se han efectuado) en el contexto actual de ralentización mundial sincronizada, a pesar de un entorno para nada recesivo. La mayoría de los sectores (excepto camiones, que parece horrible) apuntan a una mejoría en 2020.

También estamos empezando a ver indicios de estabilización en algunos sectores/indicadores, como el de automoción, la producción de ICes en China, electrónica-semiconductores, el crecimiento de M1-M2 en Estados Unidos, China e incluso Europa; también el Surprise Index (que incluye los datos de una serie de indicadores macroeconómicos) ha rebotado y, lo que es más importante, EE. UU, Europa y la mayoría de países ya han adoptado tipos de interés más bajos, así como otras políticas monetarias y fiscales, para compensar la ralentización. Hace muchos años, aprendimos una expresión muy usada en Wall Street: "*no luche contra la FED*".

Es cierto que siempre que hablamos de estabilización nos sentimos solos; nadie cree que la economía mundial pueda recuperarse.

The economic surprise index for the advanced world



GDP-weighted average of Bloomberg economic surprise indices US (57%), Eurozone (36%) and UK (7%). September 2019 based on 12 September data. Source: Bloomberg, Berenberg

¿El Dow Jones Index estaría en los niveles actuales si hubiera una alta probabilidad de recesión? Creemos que no; se situaría un 20/25% por debajo de su nivel actual y actualmente cotiza con un PER de 16/17x a sus niveles medios históricos. Este índice no parece anticipar una recesión por el momento. Pensamos que el temor a la recesión está más centrado en Europa.

Global GDP vs. CAI



Source: Haver Analytics, Goldman Sachs Global Investment Research.

Aunque nos estamos acercando al final del año, mantenemos el objetivo de VL2019 en 450 EUR/acción, lo que supone una apreciación del 29% interanual.

El VL teórico de la Classic (la suma ponderada del valor intrínseco de todas las acciones existentes en la cartera) no ha cambiado, al mantenerse en 660 EUR/acción, con un potencial de aprox. el 65% a medio plazo y una TIR sobre la inversión ligeramente superior al 15%. De cara al cierre de 2019, y excluyendo una recesión mundial o sucesos de "cisne negro" (p. ej. una guerra), prevemos un VL de 450 EUR, un 30% más alto que el VL registrado al final de 2018. Parece mucho pero, como dijimos, una gran parte de este rendimiento no hace sino compensar lo que se perdió en 2018.

¿Qué pasa si surge una recesión mundial en 2020?

Bueno, no habría gran diferencia para los inversores a largo plazo Es cierto que el valor liquidativo de todos los fondos con posiciones exclusivamente largas (long-only) se desplomaría, primero lentamente y luego de forma súbita (el modo en que Hemingway describe las quiebras). Sin embargo, una cartera como la Classic, asentada en empresas sólidas, sin deuda y bien diversificada en términos de factores, no debería sufrir ningún daño estructural. Lo mismo cabe decir con las inversiones de capital riesgo, aunque con un doloroso ajuste a los niveles del mercado, que es inversamente proporcional al pánico. En ese caso nuestras empresas podrían vender algo menos, algunas tal vez vean reducidos sus márgenes, pero dada la solidez de nuestras inversiones, volveríamos a la normalidad en el plazo de 12-18 meses. Es importante no vender cuando Don Mercado entra en pánico, porque se produce una corrección de las cotizaciones en gran medida desmesurada.

No podemos negar que tenemos en cartera a compañías petroleras (9-10% del fondo) y de cobre (9-10%) que están fuertemente correlacionadas con factores macro, pero el **80% restante de la Classic está ampliamente diversificado por actividades económicas, sectores y áreas geográficas**. Además, también recurrimos a categorías de riesgo para minimizar el riesgo, invirtiendo un tercio del fondo en híbridos diversificados a precios razonables, y otro tercio en valor diversificado: las empresas de calidad y de valor son una combinación ganadora. Debería irnos razonablemente bien en una recesión hipotética, y recuperarnos con relativa rapidez después. Por cierto, todavía tenemos un 10% en piscifactorías de salmón, un negocio muy peculiar y rentable que cotiza con múltiplos muy interesantes.

Conviene señalar que no prevemos el surgimiento de burbujas relevantes que harían especialmente profunda la recesión como ocurrió en el periodo 2008/09. Por lo tanto, el retroceso del mercado, en términos medios, no debería ser muy distinto al experimentado en el 4T18, quizás solo un 10-15% más amplio. Hemos decidido dejar de pensar si "habrá o no recesión" y considerar simplemente un escenario de recesión suave, que equivaldría a una profunda ralentización. Para su tranquilidad, la Classic invierte en 30 empresas solventes que adoptan un enfoque a largo plazo, cosa que no alterará una recesión. Por otro lado, nuestras estimaciones indican una escasez de oferta de petróleo y cobre en 2019 y 2020, dos sectores que ya descuentan en gran medida una posible recesión.

Análisis de la cartera hasta septiembre de 2019

Como hemos comentado, la cartera LTIF Classic ha recuperado parte de lo que perdió en el 4T18; sin embargo, los sectores que comenzaron a liderar el ascenso han cambiado de rumbo. Todos los sectores Classic crecieron a una tasa de dos dígitos en 9M19, pero perdimos impulso en Energía (+3% 9M19, gana un 50% en 1T19), Minas (-16%, +30% en 1T19) y Bienes de consumo discrecional (+2%).

En conjunto, la cartera Classic se comportó bien hasta septiembre. Los que más rendimientos aportaron fueron United Technologies, Metso, Nestlé, Bakkafrost, Coca-Cola, Medtronic, Apple, ASML, Cenovus, Wienerberger y Visa. Entre los más rezagados figuran Thales, Henkel, Reckitt Benckiser, Leroy Seafood, Pandora, ISS, California Resources y las compañías mineras del cobre.

Sigue siendo sorprendente que de entre nuestras inversiones de alta convicción y ponderación (petróleo, cobre y salmón) solo haya funcionado el salmón en 2019 (a pesar de un mal 3T). Sin embargo, lo vemos normal en un contexto de temor a la recesión. Esto también es mala suerte, porque tanto el cobre como el petróleo han registrado dos años de descenso de existencias, lo que indica que existe cierta escasez de oferta. Esto suele traducirse en una subida de precios de las materias primas para estimular el desarrollo de nuevos proyectos.

Además, como ya señalamos, estamos asistiendo a una fuerte bifurcación de las valoraciones (valor frente a crecimiento, cíclicas frente a no cíclicas, pequeñas frente a grandes). Las empresas de crecimiento (tecnológicas o no) están bien valoradas a ratios que presuponen una continuidad del crecimiento y de rentabilidad operativa, mientras que las cíclicas se encuentran a precios tirados. En la mayoría de sectores cíclicos ya está descontada la mitad de la recesión.

En cuanto a sectores, automóviles, aerolíneas, energía, minería y algunas industrias son tan baratas que reflejan la tormenta económica perfecta. Por su parte, los bancos han regresado a mínimos debido al efecto de las políticas monetarias. En total, *grosso modo* podrían representar un tercio del mercado o más. Hablaremos sobre los bancos en futuros boletines, porque parecen expuestos a dificultades extremas.

Los híbridos diversificados (1/3 de la cartera) están registrando un buen 2019. Unilever (+14%), Visa (+36%), Nestlé (+39%), Henkel (-1%), UTX (+28%), Sodexo (+9%), Grifols (+14%), Medtronic (+21%), Reckitt Benckiser (+4%), Coca-Cola (+18%), ISS (-13%) y Air Liquide (+17%) son nuestras inversiones de tipo "crecimiento a un precio razonable" y, en términos medios, van muy bien, tal como se esperaba.

Valor diversificado, excluyendo el petróleo, minas y salmón (1/3). Esta parte de la cartera, que es sumamente diversa, también arroja buenos resultados en 2019: Metso (+38%), Prysmian (+14%), Devro (+9%), Pandora (+2%), Apple (+50%), ING (-4%), Thales (-4%), Heidelberg Cement (+14%) y Wienerberger (+21%).

Petróleo, cobre y salmón (1/3). Las materias primas ya cotizan a niveles muy precarios debido a los temores de recesión, como muestran los mercados de futuros (participantes financieros), que reflejan un gran volumen de posiciones cortas. Creemos que: 1) la demanda no va a descender tanto, porque nos encontramos muy lejos de una recesión mundial, y 2) es más importante examinar el lado de la oferta, que a duras penas puede satisfacer la demanda desde hace dos años. Hagamos una primera previsión: La producción de petróleo de esquisto se quedará muy corta respecto a las expectativas en los próximos trimestres a menos que el Brent cotice a más de 70 US\$.

Examinemos nuestra perspectiva sobre los mercados del petróleo y el cobre

Como ocurre siempre, los beneficios de una empresa de recursos naturales influyen en la cotización de sus acciones, mientras que el precio de la materia prima que produce influye enormemente en sus beneficios. Por definición, las materias primas tienen precios estándar y los costes no varían mucho con **el precio que se les asigna, lo cual significa que las oscilaciones de precios inciden de manera desproporcionada en los beneficios.** Por consiguiente, invertir en compañías de recursos naturales con vistas como mínimo a medio plazo

exige adoptar una visión optimista sobre el precio del recurso que se produce; como ocurre con cualquier acción, el corto plazo es, desde luego, puramente especulativo.

Sabemos lo que determina el precio de una materia prima: la oferta y la demanda. La oferta de la mayoría de materias primas, incluidos desde luego el petróleo y el cobre, puede estimarse por adelantado, al ser muy extensos los plazos de entrega para nueva capacidad. Por consiguiente, la oferta máxima que habrá en los próximos años puede estimarse simplemente viendo los nuevos proyectos que se están desarrollando. Naturalmente, puede haber sorpresas, por ejemplo, la increíble productividad del petróleo de esquisto, la capacidad de crear óxidos de cobre y la introducción del ferroniquel, aunque es muy raro. Ocurre más o menos una vez en cada generación cuando el precio de la materia prima es altísimo, lo que estimula enormemente la innovación.

Desde el punto de vista de la oferta, tanto los mercados del cobre como del petróleo se encuentran severamente restringidos. En efecto, el petróleo de esquisto ha sido más prolífico de lo esperado, alargando así el periodo de precios bajos, pero el volumen de inversión destinado a la producción tradicional de petróleo y cobre ha sido tan bajo en los últimos cinco años que el crecimiento de la oferta, por lo que sabemos, probablemente no satisfará el crecimiento esperado de la demanda. Este es un hecho que no suele comentarse: Al fin y al cabo, solo hay algunas minas nuevas (o grandes yacimientos petrolíferos) y cualquiera puede contarlos. Sin embargo, algunos inversores podrían discrepar con respecto a la demanda.

Para muchos es casi axiomático que cuando la economía parece apuntar a una contracción, la demanda de materias primas se ve enormemente mermada. Ahora bien, las pruebas no sustentan esta impresión: **El petróleo y el cobre (así como casi todas las demás materias primas industriales) se utilizan para tantas cosas en tantos sectores distintos que suelen expandirse a la par que el PIB mundial.** Aun así, hemos visto un nuevo discurso sobre el petróleo: es necesario que el mundo reduzca el calentamiento global; la demanda de petróleo ha tocado techo, por lo que invertir en petróleo no es buena idea.

Sin embargo, no hay pruebas de ninguna clase que constaten este argumento. Sabemos que el petróleo se emplea mayoritariamente para el transporte y hay muy pocas alternativas reales. **Los coches eléctricos representan todavía menos del 1% de las ventas totales, a pesar de que gozan de amplias subvenciones.** En el momento en que disminuyan las subvenciones, las ventas se desplomarán, como ocurrió recientemente en Noruega y China. Las ventas de coches que consumen gasolina siguen aumentando en todo el mundo y continuarán expandiéndose en el futuro inmediato.

No obstante, lo más interesante es que un coche eléctrico consume diez (10) veces más cobre que uno normal. La producción de electricidad renovable, ya sea eólica o solar, utiliza entre tres y quince veces más cobre que la producción no sostenible; por tanto es imposible que la demanda de petróleo y la de cobre disminuyan las dos al mismo tiempo. Nos podemos equivocar sobre uno u otro escenario, pero no con respecto a los dos.

Los precios actuales del petróleo y el cobre cubren el coste monetario que conlleva su producción para la mayoría de productores y por eso se mantienen así, pero no cubren el coste de invertir en nueva capacidad. En el caso del petróleo de esquisto (casi la única fuente de crecimiento ahora mismo), la producción ha venido sustentada por una ingente burbuja de capital privado y deuda en busca de "la próxima novedad". Esta enorme pérdida de dinero (las deudas de la industria exceden de 200.000 millones de US\$ y ninguna empresa está generando actualmente unos flujos de caja positivos) está llegando a su fin. **Los proyectos grandes convencionales comenzaron cuando los precios del petróleo todavía eran altos (antes de 2015) y ahora casi todos han concluido.** No es posible hacerles un seguimiento, y lo mismo cabe decir del cobre.

Sin embargo, los precios de las materias primas han ido cayendo últimamente: el petróleo bajó un 14% en el 3T y el cobre un 5% desde un nivel bajísimo. Estos precios vienen determinados por la inquietud que produce la guerra comercial a corto plazo. La escasez de materias primas no tardará en hacerse notar. Al mismo tiempo, las acciones de muchos productores se han depreciado incluso más que las materias primas, porque el mercado presupone que estas empresas no tienen futuro. Algunas de las entidades en las que participamos son tan baratas ahora como siempre lo han sido, sobre todo si tenemos en cuenta que invertimos en empresas con una producción creciente.

Estamos tan convencidos como siempre de que estas inversiones nos ofrecerán una excelente rentabilidad en los próximos trimestres.

Nuestras participaciones en energía/petróleo, Premier Oil, Cenovus y Suncor, arrojan ganancias este año, pero California Resources se ha depreciado un 50%. No tiene sentido. Al cobre le ha ido peor, ya que nuestras tres posiciones se hallan en números rojos hasta septiembre: First Quantum (-8%), KAZ Minerals y Hudbay Minerals se han depreciado más del 20%.

El salmón todavía es una importante inversión de la Classic (9-10%)

Y funciona tal como se esperaba, pero Leroy Seafood, nuestra principal posición, se ha depreciado bastante debido a una advertencia de menores beneficios en T1. Esta caída no obedeció a ningún factor estructural y hemos comprado títulos adicionales aprovechando el descenso. Otra previsión: La oferta de salmón procedente de Chile en 2020 (1/3 de la oferta mundial) resultará decepcionante, ya que los precios de este producto han vuelto a niveles máximos (60-70 NOK/kg).

Cambios efectuados en la cartera

Hemos seguido comprando los valores de la cartera menos rentables (algunos relativos a petróleo, cobre y Leroy) que cumplen nuestros criterios de control de riesgos. El 50% o más de la cartera se encuentra en categorías de bajo riesgo (Cat1 y Cat2) y nunca destina un porcentaje superior al 10% en Cat4 (una categoría de alto riesgo que incluye, entre otros, a pequeños productores de materias primas o reestructuraciones). También hemos estado vendiendo parcialmente algunas posiciones que han alcanzado nuestros precios objetivo, por ejemplo Nestlé y Apple.

Como ejercicio de autocritica, la Classic actualmente tiene un pequeño punto débil (aunque ya está reflejado en el valor liquidativo), pues un 10% que invierte en títulos de Categoría 4 (los de riesgo más alto) se concentra en petróleo y cobre, dos productos que están demasiado correlacionados con la coyuntura. Le hemos dado muchas vueltas al asunto debido al perfil de riesgo/volatilidad del sector. Para ser sinceros, este sector debería estar mejor diversificado, pero tenemos una opinión bastante fundada tanto sobre las materias primas como sobre las empresas donde hemos invertido, y creemos que nuestras TIR estimadas superiores al 20% se materializarán a corto/medio plazo. No tenemos ningún interés especial en estos sectores y, por tanto, los abandonaremos cuando las valoraciones se normalicen.

Por cierto, hemos vuelto a Viscofan. El valor ha caído de 60 a 40 EUR. Se lo agradecemos a la volatilidad y al temor. ¡Gracias! Es verdad que la fiebre porcina asiática desatada en China podría afectar tanto a la produc-

ción de salchichas como a sus precios, pero creemos que se trata de un problema pasajero que podría beneficiar a Viscofan a largo plazo (la sustitución de tripas naturales por artificiales). Si la acción sigue bajando, compraremos más, al haber definido ya los niveles que puede alcanzar. De todos modos, no tenemos prisa alguna por comprar. En cuanto a las salchichas, algún día explicaremos cómo funciona la “reformulación”, pero ojo, una vez que se entere, dejará de comprar salchichas baratas.

También hemos entrado en ASML, aunque ha subido tan rápido que no pudimos comprar más. Se trata de una compañía muy sólida, líder en tecnología de equipos de semiconductores (casi un monopolio), por lo que representa un buen fichaje para la cartera. Es un placer tener empresas en las que quieres que baje la acción. ¿Por qué? Para comprar más, ¡por supuesto!

Noticias SIA: nuevo accionariado

Hace tiempo que el Prof. Jarillo deseaba convertir a los miembros clave de SIA en socios de la compañía con el fin de garantizar el éxito permanente del grupo al tiempo que mantenía sus activos centrales: el equipo y su filosofía de inversión en “valor estratégico”.

Desde este verano, SIA está participada a partes iguales por cinco socios: J. Carlos Jarillo, Alex Rauchens-
tein, Marcos Hernández, Urs Marti y un accionista externo.

Con este cambio SIA sienta unas bases sólidas para los años venideros.

EL EQUIPO DE SIA
Octubre de 2019

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: LTIFCLA LX

LTIF – Classic USD

Código ISIN: LU0301247077
Telekurs: 3.101.820
Bloomberg: LTIFCLU LX

LTIF – Classic CHF

Código ISIN: LU0301246772
Telekurs: 3.101.817
Bloomberg: LTIFCLC LX

LTIF – Classic GBP

Código ISIN: LU0750886714
Telekurs: 18.032.305
Bloomberg: LTIFCLS LX

LTIF – Classic EUR-D

ISIN: LU1449969846
Telekurs: 33.180.015
Bloomberg: LTIFCLD LX

LTIF – SRI EUR

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

LTIF – SRI USD

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

LTIF – SRI EUR-D

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

LTIF – Natural Resources EUR

Código ISIN: LU0244072335
Telekurs: 2.432.575
Bloomberg: LTIFGEV LX

LTIF – Natural Resources USD

Código ISIN: LU0301247234
Telekurs: 3.101.839
Bloomberg: LTIFGEU LX

LTIF – Natural Resources CHF

Código ISIN: LU0301246939
Telekurs: 3.101.836
Bloomberg: LTIFGEC LX

LTIF – Natural Resources GBP

Código ISIN: LU0457696077
Telekurs: 10.638.983
Bloomberg: LTIFGEG LX

LTIF – Stability A Cap EUR

Código ISIN: LU1128810261
Telekurs: 25.840.496
Bloomberg: LTISTAE LX

LTIF – Stability A Cap USD

Código ISIN: LU1132799310
Telekurs: 25.906.913
Bloomberg: LTISTAU LX

LTIF – Stability A Cap CHF

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

Agente de administración central:

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

Gestora de inversiones:

SIA Funds AG
Parkweg 25
CH-8853 Ziegelbrücke
Suiza

Depositario:

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

Domicilio social:

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