

Newsletter

de diciembre de 2019

▪ <i>Visión general de nuestros fondos</i>	2
▪ <i>Análisis de la cartera en 2019</i>	6
▪ <i>Cambios en la cartera</i>	7
▪ <i>Comentarios acerca del LTIF Natural Resources Fund</i>	9
▪ <i>5 previsiones para 2020</i>	11
▪ <i>Cambios en SIA</i>	11
▪ <i>Anexo</i>	12

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

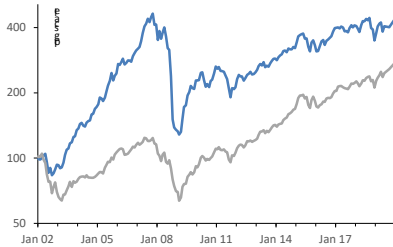


Gráfico 2: LTIF Stability A Cap EUR
frente al HFRX Global Hedge Fund Index EUR

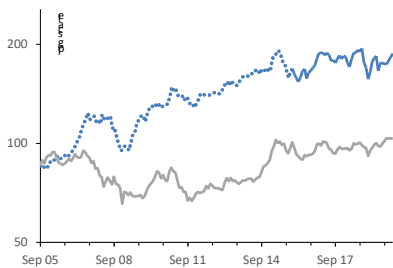


Gráfico 3: LTIF Natural Resources EUR
frente al S&P Global Nat. Res. Net TR Index EUR

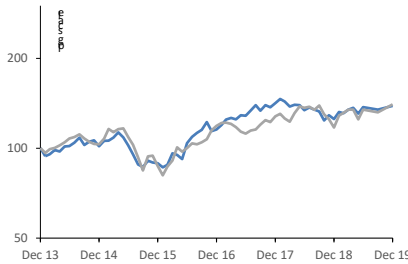
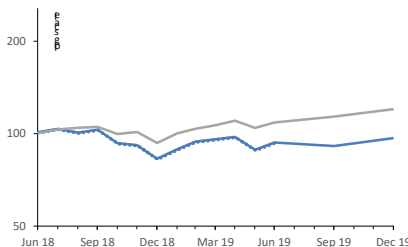


Gráfico 4: LTIF SRI EUR
frente a MSCI Daily T R Net World Index EUR



El historial de los economistas en predecir acontecimientos es tremendamente malo. Transciende la mera simplificación; es como la medicina medieval.

Nassim Nicholas Taleb

Visión general de nuestros fondos

El 2019 ha sido un buen año para los mercados bursátiles. El Classic se ha revalorizado un 25 %.

El LTIF Classic (Classic) registró un buen 2019, al revalorizarse un 25 %, no lejos de los principales índices mundiales. El Classic cerró 2019 con un valor liquidativo de 434 EUR por acción, cerca de los máximos que alcanzamos a mediados de 2018, tras haber esperado más de un año para que remontase.

Ya lo habíamos augurado a principios de 2019, dado que nuestro escenario descartaba la recesión. Se suponía que en 2019 recuperaríamos lo que habíamos perdido en 2018, y así fue.

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

December 31, 2019	NAV	Δ 3m	Δ 12m	Annualized return (s.i.)	AUM (in mio)
LTIF Classic [EUR]	434.21	8.2%	24.7%	8.5%	136
LTIF SRI (EUR)	96.73	6.2%	16.8%	-2.2%	10
LTIF Natural Resources [EUR]	105.68	5.2%	12.9%	0.4%	21
LTIF Stability A Cap [EUR]	187.39	7.8%	19.6%	1.3%	9

Fuente: SIA Group

Nuestro valor liquidativo (VL) objetivo para 2019E era 450 €/acción y no terminamos muy lejos de eso (solo un 3 % menos). ¿Por qué ocurrió? No es difícil valorar un fondo de renta variable: solo hay que estimar los valores intrínsecos de las distintas empresas que lo componen y luego aplicar múltiplos o valoraciones normalizadas a las estimaciones del año en curso. Esto funciona bastante bien a medio y largo plazo, debido a la consistencia de las valoraciones medias por fundamentales.

El problema radica en los ánimos del mercado, que solo suelen mantenerse en equilibrio de forma transitoria antes de desplazarse con fuerza hacia los extremos. En cualquier caso, estamos seguros de que, dado el valor intrínseco de nuestra cartera, debería conseguir una rentabilidad anual del 10-15 % en un horizonte a largo plazo.

En esta nota publicamos por primera vez nuestro VL2020E objetivo: 475 EUR por acción, con una revalorización prevista del 9-10 %, bastante acorde con nuestro principal objetivo: 10 % anual, descontando comisiones. Nos gustaría ganar otro 25 % en 2020, pero esto es improbable, dada la fuerte remontada de los mercados. A su precio actual, el Classic arroja una rentabilidad teórica sobre la inversión del 16 %, con un valor intrínseco a largo plazo de 780 €/acción. Huelga decir que estas cifras presuponen la ausencia de errores (que seguramente cometeremos).

Por cierto, ¿dónde han quedado los comentarios de todos los participantes del mercado que predijeron una recesión en 2019? Antes hemos citado a Nicholas Taleb, pero el Profesor Samuelson también lo resumió perfectamente: los economistas han predicho 9 de las últimas 5 recesiones. Actualmente son 10 y la cifra va en aumento. El mercado bursátil debería pasar factura a todos aquellos que siguen prediciendo el fin del mundo; en ese grupo hay muchos, y es fácil verse influido por sus opiniones negativas. Hacen un daño tremendo al inversor final.

El año 2020 tiene buena pinta desde el punto de vista macro, pero con menos potencial alcista

Nuestro escenario apenas ha cambiado del ofrecido respecto a 2019. Nunca vimos una recesión y no llegó a ocurrir, y tampoco vemos una recesión en 2020-2021 (excluyendo los riesgos del cisne negro); por consiguiente, el nuevo año tiene buena pinta, aunque con menos potencial alcista.

Esto también es normal, porque ya no hay tanto miedo a una recesión macroeconómica y las bolsas han subido, lo que se traduce en un potencial alcista menor. No obstante, ganar 8/9 % no está mal comparado con las bajas rentabilidades actuales que ofrece la renta fija, los inmuebles y activos similares de “bajo riesgo”.

Los principales factores de riesgo han evolucionado de forma favorable

Los tres riesgos que dominaron el periodo de finales de 2018 y parte de 2019 se han desvanecido parcialmente. El acuerdo comercial EE.UU-China, la ralentización de la economía china y el Brexit se han ido resolviendo favorablemente. A pesar del riesgo que todavía existe, estos acontecimientos parecen estar bastante controlados. Cuando las bolsas dejan de fijarse obsesivamente en las variables macro y centran su atención en las microeconómicas, tienden a reflejar más correctamente el valor fundamental de las empresas.

Queremos transmitir un mensaje claro: el crecimiento económico se ha estabilizado y las perspectivas para 2020-2021 parecen mucho mejores con un crecimiento bajo pero suficiente. Al igual que en 2018 y 2019, las predicciones de recesión aparecerán por doquier debido a la madurez del ciclo, pero el bienio 2020-21 tiene buena pinta. Últimamente se oyen noticias de un brote de coronavirus en China que se está extendiendo rápidamente por todo el país. Naturalmente, esto son malas noticias, pero es improbable que provoque una recesión mundial.

¿Dónde nos encontramos? En la última parte del ciclo alcista

En nuestra opinión, nos encontramos en la última parte del ciclo alcista, que suele durar unos 2-3 años, aunque no se puede predecir su duración exacta. Nótese que estamos hablando de un modelo socioeconómico amplio y dinámico que, por tanto, es impredecible. Las decisiones que se tomen en los próximos meses y años definirán la trayectoria del ciclo económico. Por ejemplo, una guerra o un cálculo erróneo de la FED podría desatar una recesión que de momento no está a la vista.

George Soros y su teoría de la reflexividad muestran que el ciclo económico se ve afectado por las ideas, los actos y las decisiones que se tomen. Este ciclo, a su vez, influye en la sociedad y sus decisiones, lo que crea un bucle de retroalimentación o un modelo reflexivo que es imposible de predecir.

Las bolsas no están caras ni los sectores tampoco...

Después de revisar las valoraciones de los mercados/áreas geográficas y sectores donde invertimos **ve-mos que, en términos medios, el World Stock Exchange no está caro.** Se aproxima más al valor razonable que en 2018, aunque todavía le queda mucho por recorrer sin que llegue a fases de euforia que no podemos entrar a valorar. El mercado de valores norteamericano (S&P 500), situado a un PER de 17x, se ajusta bastante a su promedio histórico; su homólogo europeo (Eurostoxx 600), situado a un PER de 15x, se encuentra un 10 % por debajo de su valor intrínseco; y los mercados emergentes están baratos, especialmente China, Turquía y Rusia. Brasil no tiene tanto potencial alcista y dependerá en gran medida de cómo evolucionen sus reformas económicas, aunque todavía puede subir. Japón también está barato y debería registrar un 2020 aceptable. En definitiva, el mercado bursátil mundial arroja, de media, una rentabilidad sobre la inversión del 7-8 % a largo plazo, un nivel bastante atractivo en términos absolutos y relativos. Esto se debe, por cierto, a los insoportables altibajos que sufre.

También revisamos cada año las valoraciones de los sectores a escala mundial para buscar extremos, **y nuestra conclusión es que no hemos hallado ninguna burbuja de valoración sectorial.** La tecnología es el único sector que está relativamente caro, seguido, sorprendentemente, por el industrial. Por el contrario, la energía, minería, materiales y atención sanitaria están baratos, a tenor de los múltiplos históricos. El resto de sectores generales, principalmente bienes de consumo, presentan valoraciones medias o razonables.

Ojo con la tecnología. Este sector se encuentra caro comparado con sus niveles medios históricos, pero su ROE ha aumentado considerablemente, pasando de una media histórica del 15-20 % (muy estable) al 25 %+ . De ahí que su valoración podría estar justificada. Si estos ROE fueran sostenibles, el sector podría seguir tirando del carro durante la parte alta del ciclo. Por otro lado, su valoración actual, con algunas excepciones, no tiene nada que ver con la vista en la burbuja de 2000/2001, al distar mucho de aquellos niveles de euforia, y el crecimiento de los beneficios depara en un aumento de las cotizaciones.

Cabe señalar que desde una perspectiva estratégica algunos modelos de negocio aplicados por compañías tecnológicas parecen bastante sólidos (Google, Apple...), mientras que otros aparentan cierta vulnerabilidad (Netflix, Uber...): no todos los valores tecnológicos serán ganadores, lo cual se reflejará en los futuros beneficios y cotizaciones bursátiles.

... y el PIB mundial se está acelerando

Muy en consonancia con el consenso, creemos que el PIB mundial ha comenzado a acelerarse y nuestras estimaciones parecen indicar que tanto Estados Unidos como Europa tienen potencial para dar sorpresas en sentido positivo.

GDP growth by major regions and countries

	2019 real GDP growth	2020 real GDP growth	Change in real GDP growth, in p.p.	% of world GDP in PPP
World	3.01	3.41	0.40	-
US	2.35	2.09	-0.26	15%
Euro Area	1.16	1.39	0.23	11%
UK	1.24	1.45	0.21	2%
Japan	0.89	0.47	-0.43	4%
China	6.14	5.82	-0.32	19%
Brazil	0.88	2.04	1.16	2%
India	6.12	7.03	0.91	8%
Mexico	0.40	1.31	0.91	2%
Russia	1.08	1.87	0.79	3%
South Africa	0.66	1.08	0.42	1%



No vemos ningún riesgo inminente (excluyendo los cisnes negros), aunque sí existen cuestiones por resolver a largo plazo

Como hemos mencionado, los riesgos macroeconómicos que suponían una carga en 2018 y 2019 parecen estar diluyéndose. No obstante, sigue habiendo diversos riesgos, quizás a más largo plazo, que constantemente tratamos de entender:

- 1) Los bancos centrales y su ciclo monetario expansivo,** que comenzó en 2009, han generado cierta burbuja en la renta fija, la deuda privada, los activos inmobiliarios y el capital privado debido a la enorme liquidez que inyectaron. Aunque no estamos preocupados por el "Momento Minsky," es un fenómeno estructural que podría tener consecuencias relevantes, acompañado de otros factores.
- 2) Un endeudamiento elevado y en aumento.** En SIA no compartimos la tesis expuesta en la Teoría Monetaria Moderna. Entendemos que 1) la deuda es importante a todos los niveles para los países, empresas y hogares, y que 2) el actual entorno de bajos tipos de interés hace que resulte bastante discreta. Tampoco es un problema inminente (prueba de ello es Japón), pero si llegara a producirse una recesión, como mínimo habría menos flexibilidad y un mayor riesgo.
- 3) Demografía.** Una cuestión clave, pero también permanente. Japón, China y Europa albergan una población que se ha estancado, y en los países desarrollados las familias no tienen más de 2 hijos, en términos medios. Además, la mayor longevidad y el envejecimiento de la población incidirán de manera significativa en el crecimiento, los ahorros y los tipos de interés.

De nuevo, se trata de un problema a largo plazo, pero ya existe un importante desequilibrio: los fondos de pensiones. Los gestores de estos fondos deben empezar a pensar dónde conviene invertir para compensar las rentabilidades menguantes que ofrece la renta fija (y los activos inmobiliarios), así como el envejecimiento de la población. Creemos que, a largo plazo, solo hay un lugar donde invertir: las bolsas de valores, esto es, las empresas. Nos enfrentamos a un grave problema que nuestros gobernantes y los fondos de pensiones públicos y privados de todo tipo deben resolver; la bolsa forma parte de la solución (nótese que el sector de fondos de pensiones estadounidense presenta una exposición a renta variable mucho mayor que el resto del mundo).

4) Cambio climático: en SIA no contamos con suficientes conocimientos técnicos para examinar o prever los cambios que se están produciendo a gran escala; sin embargo, tanto si el calentamiento actual es un fenómeno geológico cíclico (a largo plazo) o el efecto de la industrialización, o ambas cosas, su impacto se está sintiendo y será trascendental. Vamos a empezar a poner nuestro granito de arena asegurándonos gradualmente de que nuestras inversores cumplen con los criterios ESG, al tiempo que evitamos sectores que pueden estar afectando al cambio climático. Sin prisa pero sin pausa, trataremos de aportar lo que podamos para revertir la tendencia a la vez que protegemos nuestras inversiones.

Análisis de la cartera en 2019

Como ya hemos señalado, el Classic registró un buen año 2019, al revalorizarse un +25 %. Todos los sectores cerraron en positivo, siendo la tecnología (+90 %) y atención sanitaria, financiero e industrial (+25-30 %) los que lideraron la cartera. En el lado negativo, minas (+11 %), bienes de consumo básico (+10 %) y servicios de apoyo (+6 %) se quedaron rezagados. En sintonía con la cartera, materiales (+27 %) y energía y salmón se apreciaron un 20 %.

Los valores destacados en 2019 fueron Metso (+54 %), United Technologies (+44 %), Nestlé (+36 %), Grieg Seafood (+38 %) Apple (+89 %), ASML (+90 %), Premier Oil (+54 %), Cenovus (+45 %), Wienerberger (+47 %) y VISA (+46 %).

Los valores que registraron un mal año 2019 fueron Thales (-9 %), Henkel (-2 %), Leroy Seafood (-11 %), ISS (-12 %) y Hudbay Minerals (-10 %), mientras que California Resources (-47 %) fue el gran perdedor (o agujero negro) de 2019. No hemos vendido ninguno de ellos; al contrario, hemos ido adquiriendo más.

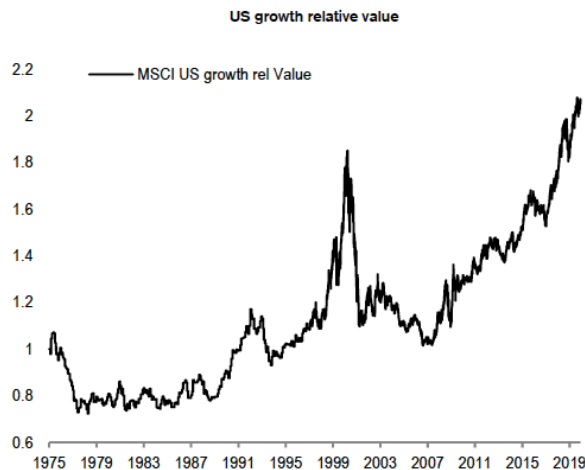
California Resources, el peor valor en 2019, presenta todos los riesgos posibles (35-40 % del *free float* son posiciones cortas): el riesgo de precios del petróleo, el riesgo operativo (pozos), el riesgo regulatorio (California) y el riesgo asociado a deuda (demasiado alta); no obstante, conocemos la compañía, sus activos, pasivos y también a su equipo directivo, y creemos que vamos a multiplicar nuestra inversión por 5-10 veces a lo largo de los próximos años. El valor entró en Classic en 2014 como escisión de Occidental (entidad que manteníamos en la cartera) a un precio de 80 \$/acción. Luego tocó techo en torno a 100 \$ y ahora se sitúa en 8 \$. Actualmente, se encuentra en la categoría de riesgo 4; el más alto que tenemos.

La asignación de categorías de riesgo es una herramienta vital en nuestra gestión de fondos, ya que nos ayuda a no asumir más riesgo del que nos conviene, incluso cuando nuestra convicción sobre el valor sea alta y exista un enorme potencial alcista. A pesar del elevado precio de entrada de CRC en nuestros libros (80 \$), el coste medio de nuestra posición apenas llega a 11 \$ por acción, lo que contrasta con nuestro valor intrínseco interno de 100 \$/acción (calculado a un precio del petróleo de 80 \$).

Cambios en la Cartera

En 2019 liquidamos Bakkafrøst y MTU Aeroengines por motivos de valoración y entramos en Viscofan, ASML, y Antofagasta; por consiguiente, la cartera no ha cambiado mucho en lo que respecta a valores o sectores. Únicamente la venta de Bakkafrøst y el recorte de ponderación en Grieg Seafood han reducido notablemente el peso del salmón en el Classic Fund.

Sin embargo, hemos reajustado la cartera para inclinarla más hacia el valor, lo cual coincide con la enorme diferencia de valoración que existe en crecimiento, como puede verse en el gráfico siguiente.



Fuente: CSFB

Descripción sucinta del Classic

El Classic es una cartera sumamente concentrada compuesta por un total de 34 posiciones. Como nuestro deseo es evitar a los *perros negros* (valores que se convierten en el principal motor de la cartera), no solemos tener ninguno que ostente una ponderación superior al 5 %, salvo algunas excepciones temporales. Como ya hemos señalado, redujimos la ponderación de uno de nuestros pesos pesados, el salmón, del 10 % al actual 5-6 %, porque el sector había sufrido un drástico reajuste del *rating*, que afectó especialmente a las grandes empresas. En este grupo destacaríamos a Bakkafrøst, una de nuestras mejores inversiones de siempre, que se ha multiplicado por 20 desde que empezamos a invertir en 2011.

Por consiguiente, solo nos quedan dos áreas de alta convicción: el petróleo y el cobre, con una ponderación del 10-12 % cada una. El resto del Classic se reparte entre híbridos (calidad con algo de crecimiento), a precios de descuento (30-35 % de la cartera) y valor (40-45 %).

Los híbridos más importantes son Unilever, Reckitt Beckinser, Sodexo, Grifols, Visa, Medtronic, ASML y Nestlé. Procuramos tener una cesta de calidad bien diversificada para no depender de un único sector (p. ej. alimentación, tecnología, sanidad, servicios, financiero, etc.). Existen híbridos en casi todos los sectores y sería un error construir una cesta ultraconcentrada formada por nombres de calidad.

En la categoría de valor, destacaríamos a Devro, Prysmian, Grieg Seafood, Pandora, Heidelberg Cement e ING. Todas las posiciones, que también gozan de una amplia diversificación, tienen una ponderación que ronda el 2-4 %. Es evidente que el petróleo y el cobre (20-24 % del Classic) recaen en la categoría de valor y al incorporar estos dos sectores el valor pasa a representar casi dos tercios del Classic.

A nuestro último valor liquidativo (445 EUR/acción) a mediados de enero de 2020, el Classic presenta una TIR esperada del 16 %, aun en el extremo alto de su rango histórico, debido a su gran exposición al valor y al petróleo / cobre.

El petróleo ha emprendido una trayectoria que le lleva a precios de incentivo: 75-80 \$ el barril

Por último, un breve comentario sobre nuestra inversión en petróleo. De acuerdo con nuestras cifras, el sector está migrando de un entorno "más bajo durante más tiempo" a "precios más altos para un capex mayor", y creemos que va a acelerar su trayectoria alcista iniciada en 2015. El mundo necesita petróleo a un precio igual o superior a 75 \$ para revitalizar la inversión "upstream", debido a dos graves problemas que afectan al crecimiento de la oferta:

- La producción de petróleo de esquisto ha tocado techo en términos de productividad y evidentemente no es rentable a un precio inferior a 60 \$/barril, como hemos visto a lo largo de 2019. A los precios actuales, el petróleo de esquisto dejará de crecer por completo en el 4T20, dado que la tasa de proyección a diciembre de 2019 refleja un crecimiento anualizado de 300 000 barriles/día (el sector creció casi 2 millones b/d en 2018), el número de torres de perforación continúa bajando y, debido a la disciplina que impusieron los mercados financieros, las compañías no pueden crecer más allá del flujo de caja.
- Los proyectos marinos aprobados antes de 2014 que comenzaron a producir en los últimos 5 años se están agotando (se tarda una media de 5-6 años en producir el primer barril). Debido al descenso que viene sufriendo la inversión en plataformas marinas desde 2014, la producción de nuevos pozos marinos se desplomará a partir del próximo año (de 2 mill. b/d a 1 mill. b/d).

La demanda de petróleo en 2020 crecerá en 1,2 mill. b/d, aunque la producción mundial disminuirá en torno a 3 mill. b/d; de ahí la necesidad de obtener unos 4m b/d en nueva producción. Somos conscientes del impacto estructural que causa el cambio climático (y del papel que desempeñan los combustibles fósiles), pero será imposible modificar la estructura del transporte mundial, que es la principal fuente de demanda de petróleo, en un plazo de 5 años.

Por ejemplo, en 2020, la cuota de mercado mundial de vehículos eléctricos (VE) solo supondrá un 2% de los coches nuevos vendidos (2 millones frente a 100 millones; un 50 % de ellos en China, 25 % en Europa). Además, la cuota de VE todavía se sitúa muy por debajo del 1 % de la base mundial instalada y los cambios en generación de electricidad tardarán varias décadas en tener efectos relevantes.

El mundo necesita esquisto para volver a crecer (70/75 \$ Brent, 65/70 \$ WTI), así como inversiones en plataformas marinas para revivir (70-80 \$ Brent); de lo contrario, podríamos tener un grave problema de desabastecimiento, ya que la capacidad ociosa, incluido la OPEP + recortes, es menos de 3-4 mill. b/d (no olvidemos que cualquier sector que produzca al 90 % de capacidad ya se considera un nivel máximo y en petróleo nos hallamos al 96-97 %). Cualquier problema que surja, como las recientes tensiones en Irán, podría provocar una fuerte subida de precios debido a la inelasticidad de la demanda.

Por lo tanto, nuestro escenario base indica que los precios del petróleo subirán para incentivar el esquisto (que abastecerá al mercado durante dos años más hasta 2022) y las nuevas inversiones marinas. Entonces, ¿todo va bien?... Para ser sinceros, tenemos una pregunta importante: ¿cuánto puede crecer el petróleo de esquisto cuando la productividad deja de mejorar, cuando la producción desciende una media del 30-35 % anual y las mejores áreas ya han sido explotadas? No lo sabemos. Nadie lo sabe. Pero un descenso del 30 % o más de la producción respecto a 9 mill. b/d supone producir 3 mill. b/d menos, un volumen que debe recuperarse cada año.

Comentarios acerca del LTIF Natural Resources Fund

En SIA supervisamos el gasto en inmovilizado (capex) en los diversos segmentos de recursos naturales. En contra de los comentarios diarios y del ruido sobre la curva de demanda de la ecuación, los ciclos de las materias primas a largo plazo sientan sus raíces en el ciclo de capex y en la consiguiente escasez/exceso de oferta.

Desde 2011, el capex asociado a muchos metales y productos de energía se ha desplomado y aumentan los indicios de un descenso inevitable de la producción. En cobre, el metal básico más grande e importante, la fabricación de productos refinados podría haber caído ya en 2019.

Al final de noviembre, Freeport y Jiangxi pactaron unas tarifas de tratamiento y refinamiento de 6,2 céntimos por libra por un suministro concentrado. Esto supone una reducción del 23 % respecto a 2019 y marca el quinto año consecutivo de descenso de tarifas al nivel más bajo desde 2011.

Las refinerías pasan apuros para adquirir suficientes recursos que permitan cubrir la capacidad y los gastos de tratamiento; esto explicaría su declive y la caída de beneficios. Huelga decir que la fabricación de productos refinados se estancará/bajará con el desfase que suele experimentar, ya que la producción solo puede crecer cuando se dispone de suficientes insumos.

Aunque los mercados financieros no han reconocido este hecho, la industria minera ya goza de muy buena salud. La recuperación de los precios de muchos productos ha permitido una reducción de la deuda, además de lograr unos flujos de caja saludables y buenos repartos de dividendos a los accionistas. Gracias a los precios holgados del mineral de hierro, las grandes empresas buscan expresamente una mayor exposición a metales básicos (sobre todo cobre y níquel), lo cual favorecerá a la creciente demanda, dado el gran debate suscitado en torno a la revolución eléctrica.

Todos sabemos que, debido a la escasez de proyectos, volumen de capex, ejecución de proyectos, etc., es mucho más fácil comprar que construir. Por desgracia, no queda mucho por comprar, habida cuenta de la creciente concentración que registra la industria con cada ciclo. Dado el control que suelen ejercer las familias, los empleados o el Estado sobre las compañías, los candidatos potenciales a adquisición son limitados.

Gracias a su nueva mina Cobre Panamá, First Quantum "ha entrado en escena", donde la china Jiangxi está aumentando drásticamente su participación. Panoramic es otra posición del Fondo que ha sido objeto de una OPA, al tratarse de una mina pequeña que ha entrado en producción, aunque es solo una de las pocas que pueden comprarse. Prevemos que la actividad de fusiones y adquisiciones (M&A) se intensificará y se extenderá a empresas más pequeñas, debido a la falta de candidatas a adquisición más grandes (algo que Rio Tinto ha declarado oficialmente en fechas recientes).

El incesante desplome de Sudáfrica y su eléctrica Eskom es un acontecimiento interesante en el sector. El país es un importante productor de diversos minerales. En carbón y metales del grupo platino es el principal productor mundial, al suministrar aproximadamente el 70 % (!) del platino y el rodio de todo el mundo. El otro productor importante es Norilsk Nickel, ubicado en Rusia, que posee calidades de paladio mucho más altas, lo que le permite producir más del 40 % del suministro mundial de paladio (los PGM constan de paladio, platino, rodio, rutenio, osmio e iridio, minerales que siempre van juntos). El fondo sigue manteniendo una posición en Norilsk Nickel, ya que la compañía es y seguirá siendo el principal beneficiario de los futuros problemas de suministro de Sudáfrica.

Desde comienzos de 2019, el mercado financiero donde cotizan compañías de energía estadounidenses se ha ido agotando. Los inversores no están dispuestos a financiar pérdidas interminables y flujos de caja negativos en la industria de esquisto, lo que ha provocado un continuo descenso de las emisiones de deuda y la consiguiente merma en la actividad de perforación. A finales del año, una compañía tan importante como Chesapeake, que otrora ostentaba una capitalización bursátil de 35 000 millones de dólares, admitió oficialmente que podría no ser capaz de mantener su actividad.

Todo esto ha intensificado aún más el bloqueo del mercado financiero para las compañías energéticas de EE.UU. Los primeros analistas han empezado a reconocer que el crecimiento de la producción de esquisto estadounidense, a menudo no rentable, no es sostenible. En 2020, la producción estadounidense dará sorpresas en sentido negativo. Están entrando inversores en situación financiera delicada que compran los pocos activos interesantes que existen a precios de saldo. Algunos de ellos comparan la situación con el mercado inmobiliario de EE.UU y el que existía en la década de 1990.

Como suele ocurrir, la negociación en el fondo durante el 4T fue escasa. La participación del fondo en títulos de petróleo se vio ligeramente incrementada. Tras la reunión con EOG, se abrió una nueva posición. Es el único productor rentable en el área del esquisto, debido al estilo adecuado en que se gestiona la entidad. El capital se asigna con hipótesis correctas en cuanto a costes del capital, TIR y tasas de descenso de producción.

Tras alcanzar su valor razonable, la posición en Bakkafrost se liquidó por completo. También se recortaron / vendieron las posiciones mantenidas en otros títulos de salmón y en Air Liquide, por las mismas razones. Tras haber perdido un tercio de su valor de mercado, Viscofan volvió a incorporarse a la cartera. Nuestras métricas de valoración justifican mantener la posición, dado el limitado impacto que tuvo la peste porcina china y la ausencia de efectos estructurales.

5 previsiones para 2020

Trataremos de amenizar el primer Newsletter de 2020 con 5 predicciones para este año. Nos comprometemos a proponer 5 previsiones cada año, así como explicar por qué tuvimos razón o nos equivocamos.

1. El precio del petróleo sube a niveles de 75-80 \$/Brent para reactivar el número de torres de perforación estadounidenses.
2. El cobre supera el nivel de 3 \$ por libra, posiblemente en el 1S20 y aumenta hasta 3,25 \$ al final del año.
3. La inflación mundial comienza a repuntar en 2020, al igual que las rentabilidades de los bonos a largo plazo. La tesis según la cual “la inflación ha muerto” pierde validez.
4. California Resources cierra por encima de 20 \$/acción en 2020. Tenemos casi el 4 % en el Clasic.
5. First Quantum (donde tenemos un 5%) vende parte de sus activos en Zambia, recibe una oferta de adquisición (OPA) y se aprecia considerablemente.

Cambios en SIA

Tras el cambio producido en el accionariado de SIA en 2019, el fundador, José Carlos Jarillo, y los 4 nuevos socios quieren transmitir a los inversores nuestra ilusión y confianza en este proyecto en un horizonte a corto, medio y largo plazo. Entendemos que hay cabida para la gestión activa, para el valor y para las gestoras de tipo boutique como la nuestra centradas en proteger el capital y generar una rentabilidad decente a favor de nuestros inversores.

EL EQUIPO DE SIA
Enero 2020

Aviso legal - Luxemburgo

Los resultados hasta el 31/05/06 son los del fondo LTIF BVI, del que es pleno sucesor LTIF Luxemburgo. Los resultados anteriores han sido auditados por Ernst & Young. Las rentabilidades pasadas no son ni una garantía ni un indicador fiable de los resultados futuros. Los datos de rentabilidad no incluyen las comisiones y gastos aplicados por la suscripción o reembolso de participaciones. Esta información le ha sido facilitada previa petición, exclusivamente con fines informativos y queda prohibida su reproducción o redistribución a otras personas. No pretende ser una oferta o solicitud en relación con la compra o venta de participaciones de la Sicav. Ni el Agente de administración central ni la Gestora de inversiones asumen responsabilidad alguna en caso de que la información esté incompleta o se haya revelado erróneamente. Téngase en cuenta que los fondos de inversión entrañan riesgos inherentes a esta actividad, incluida la posibilidad de perder el importe principal invertido. Para obtener una descripción pormenorizada de los riesgos relativos a cada participación del fondo de inversión, remítase a la versión más actualizada del folleto, el folleto simplificado y los informes anuales y semestrales, esto es, la documentación en la que deberá basarse exclusivamente a la hora de tomar decisiones de inversión. Estos documentos están disponibles en la web www.s-i-a.ch o a través del Agente de administración central FundPartner Solutions (Europe) SA, 15A, avenue J.F. Kennedy, L - 1855 Luxemburgo. LTIF, Classic, Stability A Cap y Natural Resources (anteriormente Global Energy Value) fueron autorizados para su distribución en y desde Suiza por la Autoridad supervisora de los mercados financieros suiza (FINMA) de conformidad con el artículo 19, apartado 1 de la Ley de instituciones de inversión colectiva (*Collective Investment Schemes Act*), el agente de pagos es Banque Pictet & Cie SA, Route des Acacias 60, 1211 Ginebra 73, Suiza. El representante legal en Suiza es FundPartner Solutions (Suisse) SA, Route des Acacias 60, 1211 Ginebra 73, Suiza; se cursó notificación a la Finanzmarktaufsicht austriaca de conformidad con el artículo 36 de la Ley de fondos de inversión; fue autorizado en Francia por la Autoridad de mercados financieros francesa (AMF) de conformidad con el artículo 411-58 del Reglamento general de la AMF; fue autorizado por la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) alemana en virtud del artículo 132 de la Ley de inversiones; fue autorizado en Italia por el Banco de Italia y la CONSOB de conformidad con el artículo 42 del Decreto legislativo italiano n.º 58, de 24 de febrero de 1998; fue inscrito en el registro de instituciones de inversión colectiva extranjeras comercializadas en España por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) en virtud del artículo 15 de la Ley de Instituciones Colectivas; fue reconocido en el Reino Unido por la Autoridad de servicios financieros (FSA) como institución oficial en el sentido de lo dispuesto en el artículo 264 de la Ley británica de mercados y servicios financieros (*Financial Services and Markets Act*) de 2000.

LTIF – Classic EUR

Código ISIN: LU0244071956
Telekurs: 2.432.569
Bloomberg: 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
Bloomberg: LTIFFCLD 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: LTIFFGEV LX

LTIF – Natural Resources USD

Código ISIN: LU0301247234
Telekurs: 3.101.839
Bloomberg: LTIFFGEU LX

LTIF – Natural Resources CHF

Código ISIN: LU0301246939
Telekurs: 3.101.836
Bloomberg: LTIFFGEC LX

LTIF – Natural Resources GBP

Código ISIN: LU0457696077
Telekurs: 10.638.983
Bloomberg: LTIFFGEG LX

LTIF – Stability A Cap EUR

Código ISIN: LU1128810261
Telekurs: 25.840.496
Bloomberg: LTIISTA LX

LTIF – Stability A Cap USD

Código ISIN: LU1132799310
Telekurs: 25.906.913
Bloomberg: LTIISTAU LX

LTIF – Stability A Cap CHF

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

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