

moneda es que algunos países están acumulando grandes déficits y deudas públicas, un problema que tendrán que resolver después de la recuperación.

Si nos fijamos en la Crisis Financiera Global de 2008/2009, como referencia, y empezamos con los mínimos de marzo de 2009 (cuando se esperaba que los bancos fueran a colapsar, y las empresas estaban cerrando a velocidades de vértigo), le llevó al mercado de valores 7 trimestres recuperar los niveles anteriores a la crisis. La CGC de 2020 es sin duda una crisis más profunda, pero también mucho más corta, así que parece que nos recuperaremos mucho antes.

A los precios actuales, el Fondo Classic está barato, con un rendimiento esperado del 16/17 %, y con un VI actualizado de 680 EUR

Durante muchos años de valoración de multitud de empresas, hemos aprendido que una TIR esperada del 20 % es más o menos equivalente a doblar su valor en 3-4 años. El rendimiento actual del Fondo Classic es del 17 %, cifra que no está muy lejos del nivel del 20 %. Si se materializa la recuperación de la forma en la que creemos que lo hará, el VL debería ser de alrededor de 500 EUR dentro de un plazo de dos años, a finales de 2021, y llegar a 680 EUR a medio plazo.

En la *Newsletter* del primer trimestre retiramos nuestro objetivo de VL de 2020 debido a que la CGC había supuesto una menor visibilidad, y establecimos un objetivo de 500 EUR para el 21 de diciembre, un objetivo que seguimos manteniendo (*¡lo hicimos antes de que el gobierno chino retirara su objetivo de crecimiento de PIB para 2020!*). Si, como creemos, la economía mundial volverá a la normalidad en 2022, el mercado anticipará esta circunstancia tan pronto como el año próximo, y el Fondo Classic volverá a una rentabilidad más normalizada del 11-13 %.

En SIA creemos que es importante establecer objetivos de valoración para las empresas que compramos y los fondos que gestionamos. En primer lugar, porque debemos calcular el rendimiento y los valores intrínsecos para adquirir las acciones a niveles adecuados (y también hacer pruebas de tensión en los escenarios de caída); en segundo lugar, porque es importante saber cuándo el fondo está barato y cuándo no lo está, para mejorar su posicionamiento; y, por último, porque nos fuerza a trabajar más, a ser más disciplinados, a conocer las empresas, y a conocer la cartera, todo lo cual debe suponer que nuestras inversiones se comporten mejor.

De hecho, esta es una de las pocas cosas con las que no estamos de acuerdo con el oráculo de Omaha, que nunca publica objetivos o valoraciones, y solía decir que el futuro es desconocido. Respetamos este punto de vista, pero el establecimiento de un escenario de caso base cuyas hipótesis están respaldadas por el sentido común y la experiencia nos proporciona unos objetivos de rendimiento claros para cada empresa y para los fondos, lo cual es extremadamente útil para nosotros y, esperamos, para nuestros inversores.

Análisis del Fondo Classic

El Fondo Classic tiene una columna vertebral de componentes de calidad o crecimiento a un precio razonable (GARP), que componen alrededor del 40 % del fondo y que son empresas altamente diversificadas, como por ejemplo VISA, ASML, Unilever, Viscofan, Apple, Medtronic, Grifols, etc. Tienen todas ellas modelos comerciales con respecto a los cuales tenemos muy pocas dudas, puesto que son franquicias excelentes con posiciones estratégicas extremadamente sólidas (ventajas competitivas). A la hora de seleccionar esas empresas, el valor añadido que intentamos proporcionar se basa en el análisis

estratégico de las empresas, y en nuestro esfuerzo de comprar esos títulos cuando pasan un mal momento, lo que hace que su precio sea más barato.

El 60 % del fondo invierte en acciones *value* tradicionales, en concreto en sectores y empresas que creemos son muy baratos en relación con sus valores intrínsecos (estamos incrementando pacientemente esta parte del Fondo durante la caída). Como resultado de nuestro análisis ascendente, nos hemos concentrado en cinco sectores en los que creemos que hay mucho valor: **petróleo/energía (9 %), aeroespacial (7 %), salmón (7 %), materiales de construcción (7 %), cobre/minería (10 %), servicios comerciales (8 %)**, y otros que representan alrededor del 40-45 %. El 15 % restante se invierte en distintos sectores/empresas, como por ejemplo ING (banca), Pandora (joyería asequible), y Prysmian (cables eléctricos/de telecomunicaciones).

En aeroespacial, un sector que creemos que tendrá un brillante futuro una vez se hayan digerido los efectos del COVID-19, hemos vuelto a comprar MTU Aeroengines, un viejo amigo que cayó mucho durante la crisis pero que se recuperará sin problemas en un par de años. En este sector, ya mantenemos en cartera a Thales y Raytheon (antes United Technologies), dos sólidas empresas que tendrán un año difícil en 2020.

Dentro del sector amplio de consumo discrecional, que obviamente es cíclico, **tenemos dos grandes posiciones en Sodexo (catering) e ISS (limpieza), dos empresas que cayeron bastante durante la crisis, pero en las cuales no vemos problemas de liquidez o solvencia**. También creemos que ambas empresas volverán a la normalidad en 2021, tanto desde una perspectiva comercial como en el mercado de valores. ISS tiene una opción que el mercado no ha reflejado en el valor hasta ahora: debería beneficiarse de las medidas de higiene que casi todas las empresas y administraciones públicas tendrán que implementar.

LTIF Natural Resources sube el 50 % desde mínimos, pero sigue increíblemente barata

El Natural Resources Fund ha recuperado el 50 % desde los mínimos de marzo, con un VL de 75 euros por participación, o -29 % en el año hasta la fecha. El Fondo tiene un valor intrínseco de más de 183 EUR por participación y, a precios actuales, una TIR del 22 %.

Hemos aprovechado la fuerte corrección del mercado desde marzo para vender parte de nuestras inversiones en alimentación (especialmente salmón), y comprar más energía y minas, que se negocian a precios de mercado. **A mediados de junio, el fondo tiene un 40 % de su inversión en energía/petróleo y otro 40 % en minas, con únicamente el 20 % en agroalimentación e infraestructuras**. En general, intentamos equilibrarlo un poco más con un tercio en cada sector (energía, minería y agroalimentación e infraestructuras), pero teniendo en cuenta las valoraciones actuales, hemos estado aumentando la ponderación de energía y minas.

1. Petróleo. El COVID-19 es únicamente una pausa en el ciclo al alza

En lo que respecta al petróleo, estamos bastante cómodos, **debido a que el mercado ha pasado a una situación de desabastecimiento más rápido de lo esperado**, tras los recortes de la OPEC+, y los cierres de pozos causados por la caída en los precios del petróleo. Tras la decisión de la OPEC++ de recortar aún más la producción, las existencias han aumentado, y los precios del petróleo llegaron a niveles de coste de efectivo marginales (alrededor de 40 USD Brent).

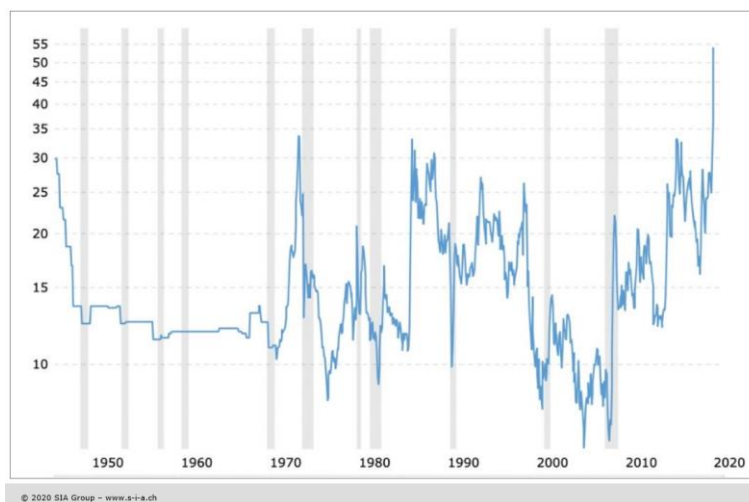
En un escenario de desabastecimiento, pero con altas existencias, los precios del petróleo generalmente se mueven al alza lentamente (desde el coste de efectivo marginal, pero por debajo del precio de incentivo), hasta que se normalizan las existencias. Según nuestras cifras, las existencias deberían normalizarse en el segundo trimestre de 2021, pero algunos expertos ya sugieren el cuarto trimestre de 2020 gracias a un comportamiento de la demanda mejor de lo esperado. Una vez las existencias vuelven a la normalidad, habitualmente se alcanzan los precios de incentivo del petróleo (alrededor de 70 USD Brent), puesto que es necesario un incremento en la producción para atender la demanda. **Nuestro modelo sugiere que deberíamos finalizar 2020 en alrededor de 50 USD por barril Brent (de nuevo, gracias a los recortes de la OPEC+), y movernos hacia niveles de incentivo en 2021.**

Resumiendo la situación del sector en unas pocas frases, creemos que 1) el petróleo de esquisto no funciona por debajo de 60 USD Brent, lo cual significa que la producción de petróleo de esquisto podría caer en cerca de 3 millones de b/d, salvo que los precios del petróleo suban con fuerza. 2) la OPEC+, que tiene unos costes muy inferiores, va a sustituir lentamente esos 3 millones más 1-2 millones de b/d globalmente, requiriendo precios más altos. 3) la OPEC+ intentará gestionar los precios y las existencias dentro de un rango de 60 USD-75 USD.

Aparte del incremento en la exposición actual al petróleo, también empezamos a invertir en algunas nuevas empresas. **Pioneer y EOG, dos de las empresas de exploración y producción líderes en Estados Unidos, se han incorporado a la cartera.** Estas dos empresas tienen una alta calificación, disponen de unos equipos directivos excelentes, un historial probado, y una buena exposición al petróleo de esquisto en Permian.

También hemos adquirido una posición en Surgutneftegaz, el tercer mayor productor de petróleo de Rusia después de las empresas estatales Rosneft y Lukoil (Estados Unidos, Arabia Saudita y Rusia son los tres principales países productores de petróleo, cada uno de los cuales tiene alrededor del 10 % del suministro total). La empresa es la compañía petrolífera rusa mejor administrada, prácticamente ha doblado la tasa de recuperación que tienen sus competidores, su ratio de sustitución de reservas fue del 120 % durante los últimos años (todo ello orgánico), su tasa de pozos inutilizados es la más baja de la industria, y tiene una tasa de utilización cercana al 100 % de su producción de gas de petróleo asociado.

Surgutneftegaz cotiza a 3 veces el flujo de efectivo y tiene una grandísima posición de efectivo neto. No podemos indicar el múltiplo EV/EBITDA, puesto que **la posición de efectivo de la empresa es superior a 50 000 millones de USD, el doble de la capitalización de mercado.**

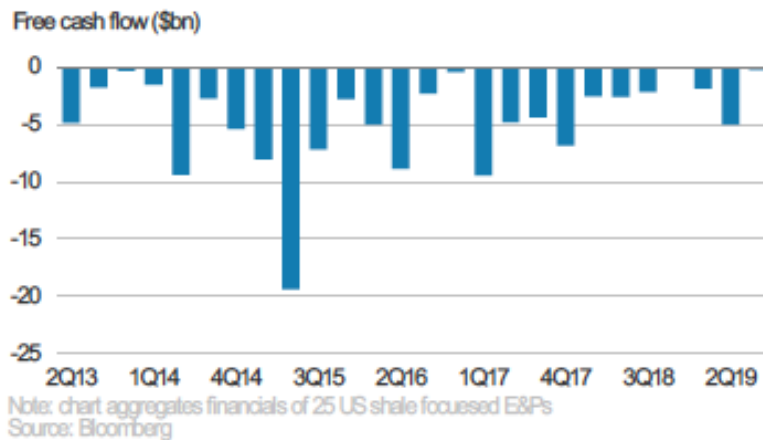


Ratio oro/petróleo, ¿oportunidad del siglo?

2. Esperamos un cambio estructural en el petróleo de esquisto

El petróleo de esquisto se está enfrentando a un cambio estructural, desde un crecimiento no controlado con una financiación ilimitada, **hasta primero un reajuste a un nivel inferior (estimamos 5-6 millones de b/d) y posteriormente la consolidación, el crecimiento dentro del flujo de efectivo, la rentabilidad sobre el capital (y para el capital), y la disciplina.**

El petróleo de esquisto funciona, pero únicamente de una manera más controlada, para revertir lo que muestra el gráfico siguiente, afectado por la deuda superior a 200 000 millones de USD.



Recordemos que el número de plataformas ya estaba cayendo mucho antes de la CGC, lo cual significa que un gran número de pozos no funcionaba por debajo de 60 USD Brent. Los mercados financieros se han quemado los dedos, y supervisarán estrechamente a las empresas de fracking que no demuestren una disciplina financiera. La situación y el resultado podrían incluso ser comparables a las arenas bituminosas de Athabasca, donde la extracción también difiere fundamentalmente de la extracción desde una reserva líquida subterránea.

Las arenas bituminosas son pozos abiertos a gran escala, u operaciones in situ o subterráneas. In situ se utiliza para los depósitos que son demasiado profundos o demasiado finos para la minería subterránea convencional (gran parte del uranio del mundo, fundamentalmente en Kazakstán, utiliza la filtración in situ) y los aspectos económicos son muy distintos a los de la producción petrolífera convencional.

Hace quince años, las arenas bituminosas estuvieron muy de moda. **Nadie se preocupó por los cálculos adecuados de la rentabilidad y, con unos precios del petróleo altos, los participantes se centraron en el crecimiento o la sustitución de las reservas orgánicas, y empresas energéticas de todo el mundo invirtieron en esos proyectos.** Fort McMurray se convirtió en un centro importante; tuvo algunos de los precios inmobiliarios más altos y los mayores beneficios por hora de Starbucks en Norteamérica, lo cual supuso una situación típica de "fiebre del oro" (hay que tener en cuenta que la temperatura media anual es de 0,5 °C y tan pronto como desaparece el hielo, llegan los mosquitos). Este boom finalizó abruptamente cuando el precio del petróleo se hundió en 2008, la mayor parte de los proyectos se estancaron, y se produjeron desinversiones, etc.

Como la mayor parte de las compañías petrolíferas europeas tienden a actuar de una manera procíclica, invierten miles de millones en petróleo a 100 USD, mientras que a 30 USD se adaptan a unos precios de petróleo en caída. Suncor logró su primer petróleo de arenas bituminosas en la década de 1970, y la mayor parte de los proyectos de arenas bituminosas, con opex/bbl a alrededor de 35 USD, son buenos negocios para operadores experimentados. Pese al final del boom, las grandes operaciones como Syncrude y Albion Sands continuaron produciendo o creciendo, y se convirtieron en más eficientes. Las empresas líderes como Suncor y CNQ aprovecharon la oportunidad y adquirieron participaciones en empresas como Royal Dutch, que vendió en mínimos después de invertir miles de millones en máximos. Hoy en día, la mayor parte de la producción de arenas bituminosas se encuentra en manos de CNQ y Suncor, mientras que las participaciones minoritarias siguen siendo propiedad de Chevron, Imperial, la filial de Exxon, y las sociedades propiedad del Estado chino CNOOC y Sinopec.

El petróleo de esquisto de Estados Unidos puede que se encuentre en una situación comparable. El boom ha finalizado. Las inversiones y la producción subsiguiente han empezado a caer. Después de años de ignorar unos cálculos económicos adecuados, la realidad se está imponiendo, muchos participantes desaparecerán, y el mercado se consolidará. EOG y Pioneer son las empresas más eficientes, las únicas que lograron ganar dinero alguna vez. Dentro de unos años, puede que se encuentren en una situación similar a la de CNQ/Sunco con respecto a las arenas bituminosas.

Las recesiones y las crisis proporcionan oportunidades para invertir barato

Siempre y cuando no cometamos errores no forzados (malos negocios y deuda, principalmente), las caídas en los mercados de valores deberían convertirse en oportunidades de inversión para nosotros y nuestros inversores, puesto que podemos adquirir los mismos activos a precios muy inferiores. Y eso es lo que estamos haciendo, **fortaleciendo nuestras posiciones en empresas que ya teníamos (por ejemplo, Wienerberger y Heidelberg Cement) o comprando nuevas de nuestra lista de seguimiento (por ejemplo MTU Aeroengines y EOG).**

Buffett comenta a menudo que le gustaría vivir muchas crisis y recesiones, a las cuales tiene dificultades para enfrentarse un fondo que únicamente tiene posiciones alcistas y liquidez diaria. Pero tiene razón, el objetivo del Fondo Classic como vehículo, y nuestro objetivo y el de nuestros clientes, como inversores finales, es el de invertir nuestros ahorros y reinvertir nuestros beneficios, y por lo tanto lo mejor para el Fondo Classic y sus inversores es que el mercado de acciones caiga, y que nos permita comprar más barato y lograr una rentabilidad superior a medio y largo plazo.

Casi hemos llegado a disfrutar de las recesiones, habiendo pasado dos de las peores en la historia en 2008/09 (GCF) y 2020 (CGC), pero es duro, increíblemente duro. Intentemos seguir a Buffett de nuevo y disfrutar de la crisis actual, ser constructivos cuando caiga el mercado de valores, cuando se deteriore la economía, y cuando las cosas vayan mal, ya que las acciones se vuelven muy baratas, lo cual constituye la base de la inversión value.

La clave para tener éxito es tener un fondo de calidad antes de que se materialice cualquier crisis, algo que buscaremos lentamente pero con seguridad a corto, medio y largo plazo.

Es el momento de la inversión value

Tal y como podemos comprobar en el gráfico, la estrategia value ha tenido claramente un rendimiento inferior en los últimos tres años, principalmente por los dos motivos siguientes: 1) el rendimiento de los FAANG (Facebook, Amazon, Apple, Netflix y Google, y las grandes capitalizaciones de mercado), y 2) la crisis del COVID-19 que, a corto plazo, afecta negativamente a las acciones cíclicas y al value en general.



Empezando desde la baja valoración actual de los cíclicos (muy normal en una caída económica, liderada por las materias primas, las industrias, la industria automovilística, los bancos y las aseguradoras) y las altísimas calificaciones de la mayor parte de los FAANG y los valores de sanidad, creemos que la estrategia value recuperará lo que ha perdido en los últimos años. No dudamos de que la mayor parte de los FAANG son empresas excelentes, pero será difícil para ellas mantener el ritmo reciente de alto crecimiento, a largo plazo.

El Fondo Classic ha superado a los índices desde 2002, pero ha tenido un rendimiento ligeramente inferior desde 2009. Creemos que en los próximos años veremos cierta "reversión de la media", lo que permitirá al value volver a ganar terreno, y que el Fondo Classic vuelva a tener un rendimiento superior. Veremos.

Nuestra transición hacia ESG

Hace muchos meses, decidimos acelerar la transición a un modelo de inversión más sostenible, siguiendo unos criterios más estrictos de Environment Social Governance (gobierno corporativo social y medioambiental, ESG por sus siglas en inglés)

A partir de ahora, realizaremos una diligencia debida de ESG de cada empresa, y aplicaremos una calificación. Nuestra intención es crear tres categorías de ESG (al igual que creamos cuatro categorías de riesgo en el pasado) y aplicar una calificación A para un alto cumplimiento en ESG, una B para un cumplimiento medio en ESG, y una C como calificación baja, a cada empresa; esto nos permitirá identificar gradualmente qué empresas son líderes y cuáles son las que no están haciendo la transición, e invertir correspondientemente.

Esto no es realmente nuevo para nosotros, puesto que el Fondo Classic ha obtenido una calificación AA en ESG otorgada por MSCI, pero queremos progresar en una mejor estructuración de nuestro proceso. Estamos convencidos de que unos niveles ESG más altos van a ser cada vez más relevantes para el mundo de la inversión y por lo tanto nos estamos moviendo constantemente en esa dirección.

Marcos Hernández Aguado
Urs Marti
El equipo de SIA
23 de junio de 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: 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: LTIFSRD

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: LTIFGEX 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