

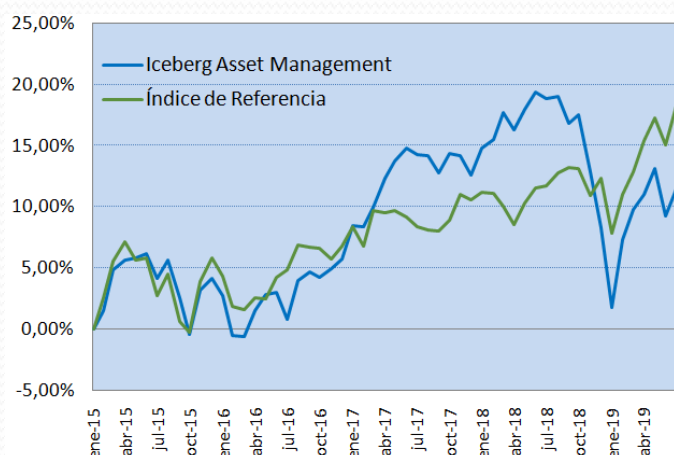
Carta 1r semestre 2019: Tipos de interés y deuda de la eurozona

En junio Iceberg Asset Management SICAV ha ascendido un 2%, cerrando el trimestre con un avance del 0,5%. En 2019 acumula una rentabilidad del 9,6% (con un peso medio en renta variable del 45,8%) y desde el 1 de enero de 2015 obtiene una revalorización del 11,5%, lo que supone un 2,4% anualizado (con un peso medio en renta variable del 44,8%).

Como cada trimestre, repasamos las rentabilidades mensuales históricas:

ICEBERG AM	ENE	FEB	MAR	ABR	MAY	JUN	JUL	AGO	SEP	OCT	NOV	DIC	ANUAL
2015	1,5%	3,3%	0,8%	0,2%	0,4%	-2,1%	1,5%	-3,1%	-3,0%	3,6%	0,9%	-1,4%	2,7%
2016	-3,2%	-0,1%	2,2%	1,3%	0,2%	-2,1%	3,1%	0,7%	-0,5%	0,7%	0,7%	2,6%	5,6%
2017	-0,1%	1,5%	2,1%	1,2%	1,0%	-0,5%	-0,1%	-1,2%	1,4%	-0,2%	-1,4%	1,9%	5,9%
2018	0,6%	2,0%	-1,2%	1,5%	1,2%	-0,5%	0,1%	-1,8%	0,6%	-4,0%	-4,0%	-6,0%	-11,4%
2019	5,5%	2,3%	1,1%	1,9%	-3,4%	2,0%							9,6%

También, el desempeño frente al índice de referencia 60% Barclays Euro Aggregate Bond TR + 40% MSCI World Net (Euro) y la categoría *EUR Moderate Allocation* de Morningstar.



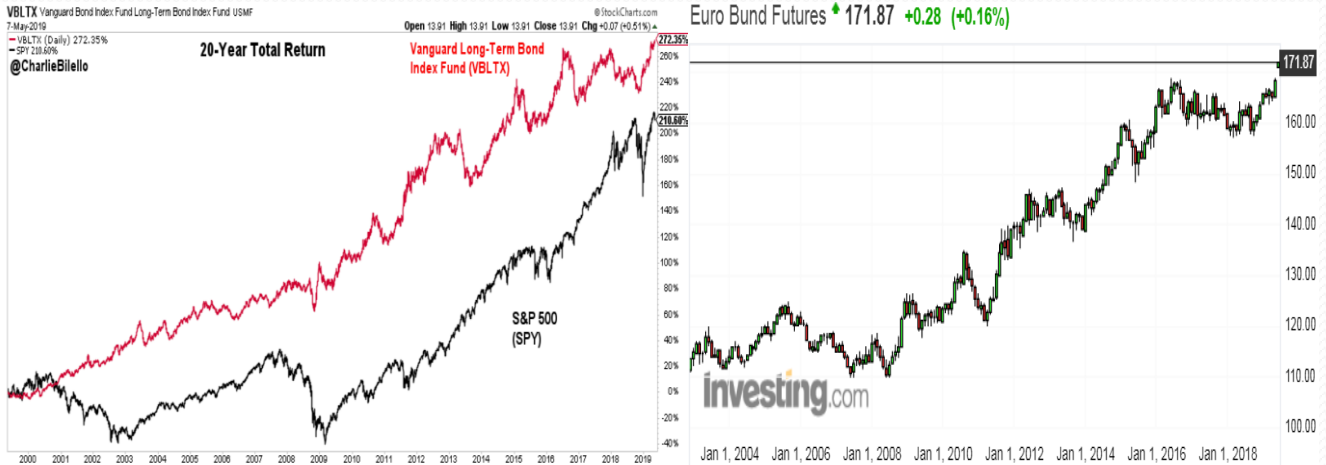
ACTIVOS SIMILARES	2019	TAE 3A	TAE '15	ACUM.
ICEBERG AM	9,6%	3,4%	2,4%	11,5%
ÍNDICE DE REFERENCIA	9,7%	4,1%	3,8%	18,2%
MEDIA DE LA CATEGORÍA	8,4%	3,5%	2,6%	12,2%

A continuación, queremos informar que se ha aprobado en junta de accionistas un cambio de la política de inversión, aplicable desde el 20 de junio. Procedemos a explicar y detallar las circunstancias que motivan estos cambios y la modificación de la estructura:

Debido a las escasas oportunidades de rentabilizar los ahorros en el actual (y previsiblemente futuro) escenario de renta fija de la eurozona, hemos decidido incrementar el peso específico de la renta variable. Se trata de dar uso a una excesiva liquidez permanente, de tal forma que la renta variable pasa de tener un peso habitual del 45% al 55-60%, es decir, un aumento algo superior al 10% del patrimonio. La nueva categoría de inversión es **Renta Variable Mixta Internacional**, eliminando el límite del 30% de exposición a divisa no euro, y siendo la renta variable invertible del 30% al 75% del patrimonio, desde el 50% máximo anterior.

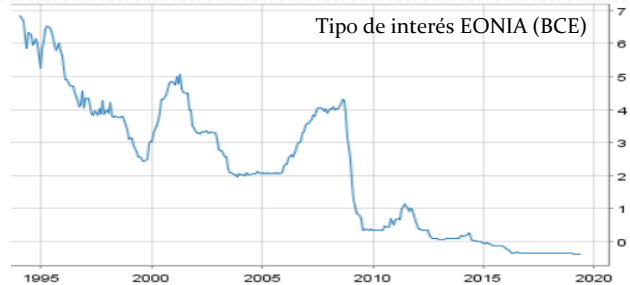
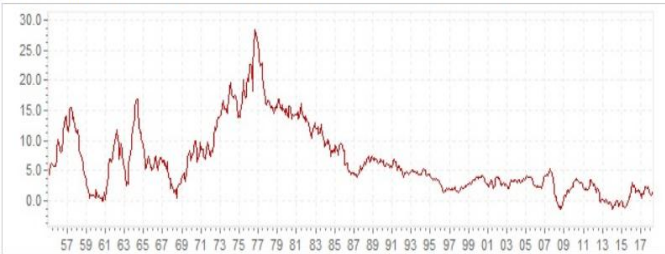
El nuevo **índice de referencia** es 60% MSCI World Net (Euro) + 40% Bloomberg EuroAgg Corporate TR, más parejo a la composición de lo que lo ha sido el anterior, ya que hasta ahora la gran mayoría de la inversión en renta variable ha sido en euros, perjudicando el comportamiento relativo frente al MSCI World de una manera importante.

En las últimas décadas la inversión en renta fija ha sido altamente rentable vía precios, incluso más que la renta variable en algunos periodos. Este es un fenómeno generalizado en la mayoría de países desarrollados.



Se debe a un descenso no lineal pero sí continuado, desde finales de los años 70, de los tipos de interés y la inflación en los países occidentales. Algunas de las causas son la estabilidad política, mayor seguridad jurídica, acceso a la información y el gran desarrollo tecnológico, acentuado por las crecientes políticas expansivas e intervencionistas de los principales bancos centrales.

Gráfico – inflación histórica del IPC España (anual) – plazo de medición integro

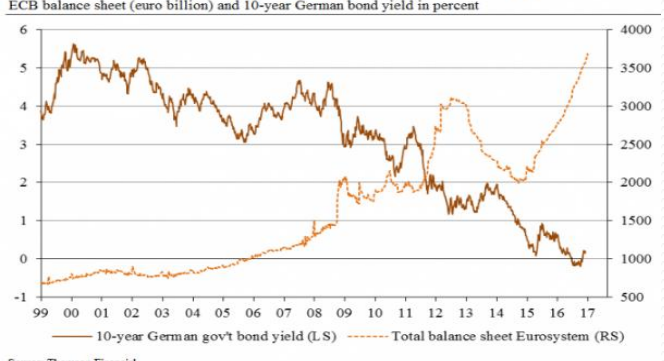


Actualmente, el efecto de la compra masiva de deuda a cualquier precio y la rebaja de los tipos de interés hasta el 0% por parte del BCE, ha llevado a la renta fija de la eurozona (tanto corporativa como pública) a cosechar magníficos resultados de manera artificial y a los Estados a endeudarse sin ningún tipo de pudor pese a los déficits presupuestarios.

YTM del S&P Eurozone Investment Grade Corporate Bond Index



ECB buys bonds and pushes interest rates into negative territory



Aunque las consecuencias a largo plazo de todo ello aún están por ver, sí llegamos a dos conclusiones que nos conciernen como inversores de deuda:

1. El rendimiento de los bonos es muy limitado
2. Va a serlo durante un tiempo prolongado

¿Por qué el rendimiento de los bonos es limitado?

Cierto es que un escenario en el cual siguiera una caída del tipo de interés en el terreno negativo comportaría más subidas en el precio de los bonos, como ya sucede en la mayoría de tramos gubernamentales de la zona.

@CharlieBilello	The Negative Bond Yield Matrix												
Country	6-Mo	1-Year	2-Year	3-Year	4-Year	5-Year	6-Year	7-Year	8-Year	9-Year	10-Year	15-Year	30-Year
Switzerland	-0.75	-0.64	-0.89	-0.91	-0.89	-0.87	-0.79	-0.76	-0.69	-0.63	-0.52	-0.29	-0.01
Germany	-0.58	-0.68	-0.74	-0.76	-0.74	-0.68	-0.64	-0.58	-0.46	-0.40	-0.31	-0.10	0.27
Netherlands	-0.59		-0.72	-0.70	-0.64	-0.61	-0.50	-0.42	-0.32	-0.25	-0.15	-0.01	0.30
Japan	-0.13	-0.17	-0.20	-0.22	-0.23	-0.22	-0.22	-0.21	-0.16	-0.12	0.07	0.36	
Denmark	-0.66		-0.70	-0.70		-0.68			-0.45		-0.28		
Austria		-0.54	-0.65	-0.63	-0.57	-0.47	-0.39	-0.28	-0.22	-0.14	-0.03	0.31	0.70
Finland			-0.68	-0.63	-0.61	-0.54	-0.45		-0.19		-0.01		0.56
Sweden	-0.40		-0.62			-0.55		-0.26			-0.01	0.18	
France	-0.59	-0.60	-0.68	-0.66	-0.62	-0.53	-0.41	-0.31	-0.21	-0.10	0.02	0.38	1.15
Belgium	-0.57	-0.58	-0.60	-0.66	-0.60	-0.54	-0.42	-0.25	-0.14	-0.06	0.09	0.40	
Slovakia		-0.33				-0.24	-0.50		0.00	0.18	0.26		
Ireland	-0.41	-0.55	-0.45		-0.46	-0.39	-0.24	-0.14	0.45		0.22	0.58	1.16
Slovenia		-0.48	-0.30			-0.31		-0.14			0.25		
Spain	-0.41	-0.39	-0.40	-0.34	-0.27	-0.21	-0.06	0.08	0.20	0.29	0.43	0.80	1.47
Portugal	-0.38	-0.34	-0.37	-0.25	-0.17	-0.14	0.05	0.16	0.28	0.44	0.55	0.95	1.50
Malta	-0.23	-0.20		-0.10		0.02					0.74		
Bulgaria		-0.13		-0.01		0.05		0.37			0.58		
Italy	-0.16	-0.02	0.22	0.71	1.03	1.31	1.53	1.61	1.77	1.82	2.12	2.45	3.17
United States	2.19	2.03	1.81	1.75		1.78		1.89			2.03		2.52

Esta hipótesis, económicamente hablando, carece de sentido y debería ser limitada. Si al arriesgar mi capital prestando dinero, tengo que pagar en vez de cobrar, ¿quién estaría dispuesto a prestar? Pidiendo prestado se obtendrían ganancias.

Parecido al escenario actual, pese a la inyección monetaria de los bancos centrales, no fluiría el dinero en la economía real... salvo casos puntuales de expectativas muy negativas sobre la economía o en un entorno fuertemente deflacionario. Aunque si este último fuera el caso, guardando los ahorros debajo del colchón bastaría para aumentar el poder adquisitivo y no habría muchos incentivos a la inversión y expansión económica.

Suponiendo que el interés siguiera bajando, tampoco encajaría con nuestra filosofía de rentabilizar la inversión mediante el cobro de cupones llevando el bono a vencimiento (la TIR podría ser negativa). Ganar dinero a base del incremento infinito del precio, consecuencia de una mayor irracionalidad en el descenso infinito de los tipos de interés cumple el esquema especulativo de cualquier burbuja. Precisamente, una estrategia vía incremento del precio sería planteable en el extremo opuesto, cuando los tipos de interés fueran muy elevados y, por lo tanto, pudiera existir una infravaloración en el precio de los bonos.

¿Por qué va a prolongarse en el tiempo?

La elevada cantidad de deuda, media del 85% del PIB en la eurozona y superior al 100% en Grecia, Italia, Portugal, Bélgica, Francia y España, hace pensar que los tipos de interés van a permanecer muy bajos durante años. Si estos subieran, los gobiernos no podrían hacer frente a los intereses sin quebrar o endeudándose todavía más a tipos más altos que conducirían de nuevo a una futura quiebra.

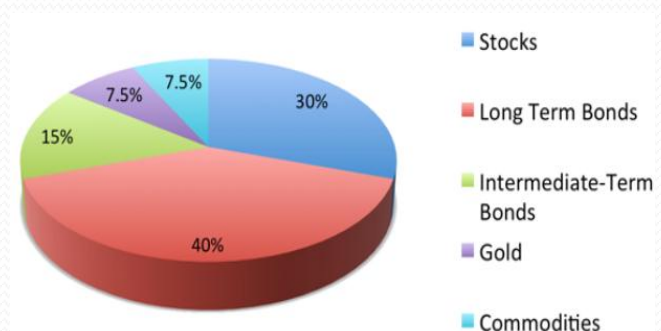
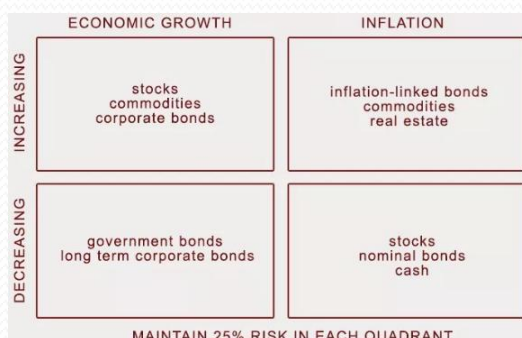
Apostando por esta política ultralaxa, en los últimos años se ha renunciado a la responsabilidad política de hacer las reformas estructurales necesarias después de la crisis para poder cuadrar los presupuestos, llevar un control del gasto público y generar superávit para reducir o contener la deuda... todo lo contrario. Por esta razón se pretende hacer subir la inflación (con escaso éxito de momento), para que el endeudamiento no deba pagarse con medidas impopulares como reformas, recortes en el gasto o aumentos de impuestos, sino que el propio importe descienda en términos reales y vaya representando menos porcentaje en el presupuesto de los Estados. Según los estándares keynesianos que rigen en el BCE, para que suba la inflación, se deben mantener bajos los tipos de interés.

Cambio en la política de inversión

El objetivo de este cambio es poder hacer un mejor uso del capital disponible de forma permanente. Enlazando con el propósito de la generación de inflación del BCE, se destinará una parte del patrimonio a invertir en bonos ligados a la inflación de la eurozona.

En cuanto al aumento de la renta variable, se pretende obtener una rentabilidad adicional de un modo en el que la volatilidad aumente en la menor medida posible o incluso, en determinados escenarios, disminuya. Para ello hacemos hincapié en la configuración de una **cartera global diversificada**, conservando el **carácter patrimonialista y el perfil moderado** de la misma, añadiendo activos de características complementarias a las ya habituales en cuanto a tipología (sector, *value/growth*), tamaño (grande/pequeña), geografía y estilo (gestión activa/indexada).

Aunque **Iceberg AM** no aspira a tener un riesgo plenamente equilibrado y pese a las diferencias, guarda cierta relación con las estrategias *all weather* o *Permanent Portfolio*, como las de los inversores Ray Dalio y Harry Browne. Se trata de **albergar activos de distinta naturaleza y catalizadores diferentes, mediante los cuales poder compensar y reducir la volatilidad global de la cartera**. Por ejemplo, Ray Dalio intenta cubrir con exactitud el riesgo de cada uno de los 4 escenarios según el crecimiento económico y la inflación:



Creación de 6 apartados de renta variable:

- **Cartera de acciones:** Peso similar al actual, gestión activa con más presencia de títulos de América del Norte y otras divisas no euro de lo que ha sido habitual. No tienen un tamaño ni una tipología predeterminada aunque han prevalecido las *small cap value*.
- **Mundiales de calidad:** Incremento de empresas globales de gran capitalización (generalmente de base americana y con cierto *growth*) que se unen a las ya presentes mediante **Snowball SICAV**. Gestión activa que puede contener componentes indexados.
- **Materias primas:** Presencia en compañías productoras de oro y otras materias primas, puede contener componentes indexados. Se diferencian de la cartera por sus características propias.
- **Asia y Emergentes:** Exposición a negocios de dichas geografías de gran capitalización y de forma indexada. Indexación por menor conocimiento de la zona, mayores riesgos y dificultad.
- **Small Cap Growth EMU:** Exposición a empresas *growth* de pequeña capitalización de la eurozona de forma indexada. Indexación para complementar a la parte de gestión activa.
- **Otros índices:** Oportunidades de inversión en sectores o geografías en escenarios determinados. Ejemplos: inmobiliario, tecnológico, salud, Reino Unido, Suiza, VIX...

La estructura global puede ir variando en el tiempo. En un entorno neutro de mercado, sin sobreponderar ningún tipo de activo, sería la siguiente:

ACTIVO	PESO
RENDA VARIABLE	55-60%
CARTERA VALUE	32,0%
CALIDAD MUNDIALES	12,0%
MATERIAS PRIMAS	6,0%
ASIA & EM ETF	4,0%
SMALL CAP EMU ETF	3,0%
OTROS ÍNDICES ETF	0,0%
RENDA FIJA	25-30%
BONOS A VENCIMIENTO	15-20%
BONOS INFLACIÓN €	10-15%
LIQUIDEZ	10-20%

Usaremos la liquidez en periodos de fuerte infravaloración de algún apartado para sobreponderar, pudiendo llevar la renta variable hasta el 70% (límite legal del 75%) o la renta fija alrededor del 40% (límite mínimo 25%). La flexibilidad que añade este uso de la liquidez es muy valiosa en nuestro estilo de gestión para poder aprovechar entornos volátiles.

El peso concreto de cada uno de los apartados será el que considere la gestión en cada momento, si bien se mantendrán en unos rangos no muy alejados de la estructura tipo. La composición será publicada en las cartas trimestrales y puede conocerse de manera continua por todos los accionistas.

Volviendo a lo acontecido en el semestre, en cuanto a la **renta variable**, durante el segundo trimestre incorporamos posiciones importantes como **Amundi**, **Burford Capital** y **Sandstorm Gold**, mientras que vendimos las acciones de **Apple**, **Euronext**, **Ingenico**, **Michelin** y **Rocket Internet**.

Tras el buen comportamiento del primer trimestre, sobre todo, fruto de la recuperación de los títulos más castigados a finales de 2018 y los buenos resultados anuales, en el segundo trimestre aprovechamos las caídas de mayo para ir aumentando la exposición en algunas de nuestras compañías como **IPCO**, **OCI** o **Semapa**. En junio hemos empezado a adaptar la cartera de acuerdo a las nuevas directrices, con por ejemplo, la compra de los ETFs **SPDR S&P Emerging Markets** y **UBS Global Pure Gold Miners**.

Seguimos con una exposición superior al 10% a materias primas (4% oro), castigadas por el mercado por el temor a una nueva recesión y las bajas inflaciones de los últimos años. Se mantiene un 3,6% corto del S&P 500 con vencimiento en septiembre. La ponderación neta de la renta variable a 30 de junio era del 54,7%, quedando los mayores activos de esta categoría de la siguiente manera:

	SNOWBALL SICAV (EUR)	7,7%
	S&P 500 INDEX (USD)	-3,6%
	INTL. PETROLEUM CORP. (SEK)	3,1%
	KECK SENG INVESTMENTS (HKD)	2,5%
	SANDSTORM GOLD (USD)	2,2%
	FLOW TRADERS (EUR)	2,1%

Respecto a la **renta fija**, solamente hubo novedades en el segundo trimestre. Después del vencimiento del bono de **Mota Engil**, comprado a una TIR del 2,03%, se incorporó el convertible de **Ence** con vencimiento en marzo de 2023 a una TIR del 3,53%. También añadimos acciones preferentes de **Teekay LNG**, con una TIR alrededor del 8% si se ejecuta la recompra por parte de la empresa en octubre de 2021, mientras tanto nos renta a una tasa anual del 8,7%.

También se incorporaron los ETFs **BNP Easy Barclays Euro Government Inflation** y **Amundi Euro Bond Inflation** para tener una exposición a la inflación cercana al 10% del patrimonio. En abril vendimos las participaciones que teníamos en los fondos **Carmignac Sécurité** e **Imantia Renta Fija Flexible**. Así, el peso de la renta fija al finalizar el semestre era del 33,8%.

	ETFs INFLACIÓN EUROZONA (EUR)	10,2%
	DELTA AIR LINES (USD) 04/12/20	3,4%
	FORD HOLDINGS (USD) 01/03/20	3,3%
	DIST. INT. ALIMEN. (EUR) 22/07/19	2,8%
	TEVA PHARMA (EUR) 15/04/22	2,8%
	ENCE (EUR) 05/03/2023	2,7%

Para terminar, destinamos un 7% a futuros del EUR/USD para la cobertura de la renta fija en dólares. Esta va a ser eliminada en 2020 por los altos costes que genera actualmente, casi un 3% anual.

En la siguiente página se puede consultar la nueva ficha mensual.

Muchas gracias,

Jordan del Rio Nova, Consejero Delegado
jordan.delrio@icebergam.com
Iceberg Asset Management SICAV (ES0147269007)

POLÍTICA DE INVERSIÓN

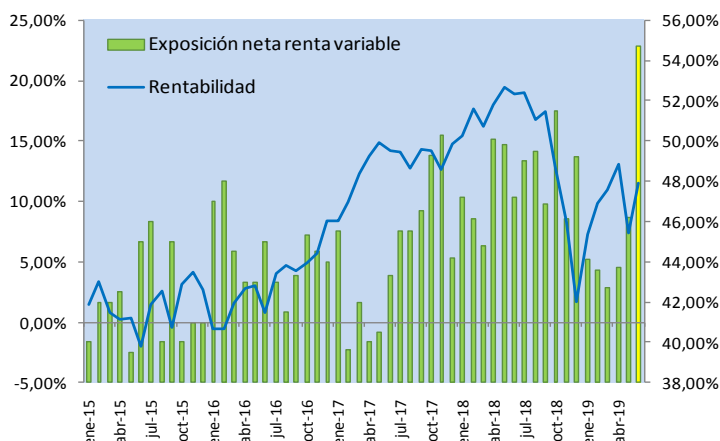
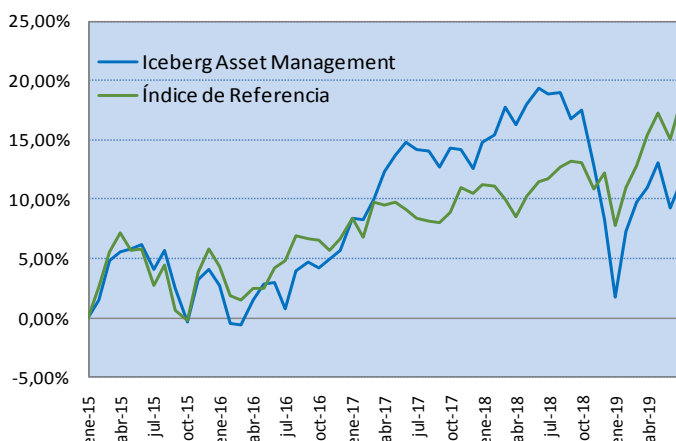
JUNIO 2019

Objetivo: Preservación y crecimiento moderado del ahorro a largo plazo

- Vehículo de inversión global, independiente y eficiente. Estructurado para poder gestionar la totalidad de los ahorros gracias a su diversificación (patrimonialista).
- Combina la rentabilidad a largo plazo de las acciones con la estabilidad y certidumbre de ingresos que proporcionan los bonos, aportando una mayor seguridad en plazos de inversión medios.
- La exposición habitual a renta variable será cercana al 60% del patrimonio. En su mayor parte aplica una inversión de estilo valor, puede complementarse con estrategias indexadas de diferentes tipologías y geografías.
- La exposición mínima a renta fija será del 25% del patrimonio. Salvo situaciones excepcionales los bonos se mantendrán hasta el vencimiento y no tendrán una duración media superior a 3 años. También invierte en renta fija ligada a la inflación.
- No pretende replicar a ningún índice en concreto, el índice de referencia se usa a efectos meramente comparativos.

HISTÓRICO DE RENTABILIDAD NETA

EXPOSICIÓN NETA RENTA VARIABLE



Índice de referencia: 60% MSCI World Net (Euro) + 40% Bloomberg EuroAgg Corporate TR desde 20/06/2019. Anterior 60% Barcap Euro Aggr. Bond TR + 40% MSCI World Net (Euro)

MES	YTD	ICEBERG AM	ENE	FEB	MAR	ABR	MAY	JUN	JUL	AGO	SEP	OCT	NOV	DIC	ANUAL	ACUM.
2,0%	9,6%	2015	1,5%	3,3%	0,8%	0,2%	0,4%	-2,1%	1,5%	-3,1%	-3,0%	3,6%	0,9%	-1,4%	2,7%	2,7%
TAE 3A	TAE '15	2016	-3,2%	-0,1%	2,2%	1,3%	0,2%	-2,1%	3,1%	0,7%	-0,5%	0,7%	0,7%	2,6%	5,6%	8,4%
3,4%	2,4%	2017	-0,1%	1,5%	2,1%	1,2%	1,0%	-0,5%	-0,1%	-1,2%	1,4%	-0,2%	-1,4%	1,9%	5,9%	14,8%
RV YTD	RV '15	2018	0,6%	2,0%	-1,2%	1,5%	1,2%	-0,5%	0,1%	-1,8%	0,6%	-4,0%	-4,0%	-6,0%	-11,4%	1,7%
45,8%	44,8%	2019	5,5%	2,3%	1,1%	1,9%	-3,4%	2,0%							9,6%	11,5%

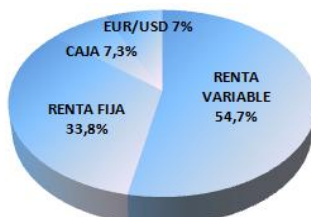
■ Cambio política de inversión 20/06/2019

DISTRIBUCIÓN DE LA INVERSIÓN

ACCIONES MAYOR PESO

	INTL. PETROLEUM CORP. (SEK)	3,1%
	KECK SENG INVESTMENTS (HKD)	2,5%
	SANDSTORM GOLD (USD)	2,2%
	FLOW TRADERS (EUR)	2,1%
	ALPHABET INC. A + C (USD)	1,6%

ASSET ALLOCATION*

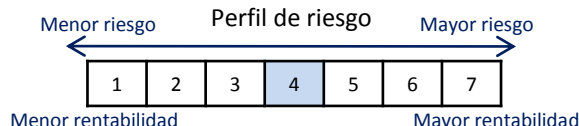


BONOS MAYOR PESO

	DELTA AIR LINES (USD) 04/12/20	3,4%
	FORD HOLDINGS (USD) 01/03/20	3,3%
	DIST. INT. ALIMEN. (EUR) 22/07/19	2,8%
	TEVA PHARMA (EUR) 15/04/22	2,8%
	ENCE (EUR) 05/03/2023	2,7%

*Acciones preferentes de Teekay LNG como renta fija

DATOS GENERALES



Categoría	Renta Variable Mixta Internacional
Plazo de inversión indicativo	> 5 años
Exposición a renta variable	30% a 75%
Exposición máxima a divisa no euro	100%
Comisión de gestión anual	0,5%
Comisión de éxito anual	3%*

Código ISIN	ES0147269007
Inversión Mínima	1,11 €
Liquidez	Diaria
Entidad Gestora	GVC Gaesco Gestión SGIC
Entidad Depositaria	BNP Paribas Securities
Entidad Auditora	PwC

*Aplicable cuando la rentabilidad anual supere el 5% (high water mark de 3 años)

Rentabilidades pasadas no son garantía de rentabilidades futuras. Consulte el folleto informativo y demás documentación en la web de la CNMV y en www.icebergam.com. Este documento es informativo y no supone recomendación u oferta de suscribir acciones. Iceberg Asset Management SICAV SA está inscrita en la CNMV con el número de registro 4.132