

# Newsletter

de Marzo 2012

- *Comentarios sobre nuestros fondos* 2
  - *Classic / Alpha* 3
  - *Stability* 5
  - *Natural Resources* 6
  - *Emerging Market Value* 7
- *El futuro* 8
- *Noticias de SIA* 8
- *Anexo* 9

Figura 1  
LTIF – Classic EUR

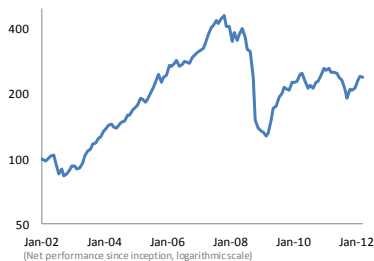


Figura 2  
LTIF – Alpha EUR

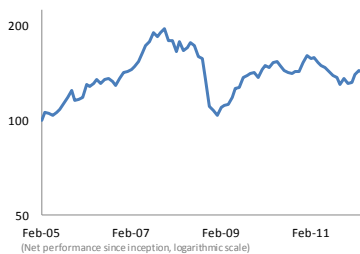


Figura 3  
LTIF – Natural Resources EUR

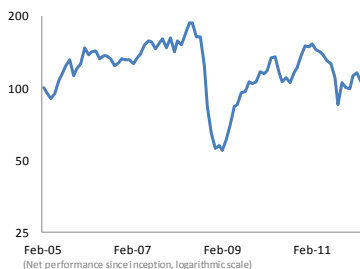


Figura 4  
LTIF – Emerging Market Value EUR



### Comentarios sobre nuestros fondos

La Tabla 1 y las Figuras 1 a 6 muestran la evolución del Valor Liquidativo de nuestros fondos en este primer trimestre de 2012. En general, la evolución es positiva, y supera a la de sus índices de referencia. Esto no constituye una sorpresa, teniendo en cuenta los comentarios que realizamos en la Newsletter anterior: gran parte de la caída en el valor de nuestras acciones en 2011 no estaba justificada desde un punto de vista fundamental; en esos casos, la corrección tiende a ser suave.

Tabla 1: Valor liquidativo - Activos netos gestionados de nuestros fondos

Marzo 2012	VL	Δ 3 meses	Δ hasta la fecha	Rentab. anualizada desde la creación	Activos gestionados (en millones)
LTIF Classic [EUR]	237.90	12.16%	12.16%	8.82%	255.30
LTIF Alpha [EUR]	142.12	7.63%	7.63%	5.03%	33.16
LTIF Natural Resources [EUR]	106.04	6.82%	6.82%	0.83%	56.10
LTIF Emerging Market Value [EUR]	83.42	12.20%	12.20%	-16.58%	5.35
LTIF Stability Growth [CHF] <i>(Rentabilidad total (incl. dividendo))</i>	185.10	5.23%	5.23%	3.83%	22.86
LTIF Stability Income Plus [CHF]	185.10	5.23%	5.23%	-	1.63
MSCI World Index TR [EUR] <i>(Bloomberg GDDUWI)</i>	3'414.49	8.60%	8.60%	1.11% *	<i>* fecha de creación de Classic</i>

Una vez dicho esto, no puede garantizarse que el precio de nuestras acciones no vuelva a desviarse con fuerza de nuevo de los valores fundamentales. Pese a que los mercados se han calmado en cierto modo, siguen reaccionando en mucha mayor medida a las noticias "macro" que a un análisis cuidadoso del futuro valor de cada compañía.

Esto es comprensible. Si en 2008 se demostró que podía colapsarse el pilar más importante de la economía mundial (su sistema bancario), 2011 demostró que era posible la desaparición de la divisa de la República Federal Alemana. Este tipo de riesgo "de entorno" no se había sufrido en los últimos 50 años y ha supuesto que aumentara el temor entre los inversores.

Seguimos pensando que estos problemas "macro" realmente no afectan tanto a la rentabilidad de las compañías. Los alemanes seguirán comiendo en McDonald's sea cual sea la divisa que utilicen para pagar, al igual que los griegos, y no digamos los malayos, los mexicanos o los coreanos. Aun así, continuará la volatilidad en los mercados, aunque parece que la economía mundial se está recuperando.

Esta volatilidad se producirá debido a que aún queda mucho por arreglar en Europa y los políticos arreglan las cosas que exigen la adopción de medidas impopulares únicamente cuando realmente no tienen otra opción. Sólo cuando los tipos de interés sobre su deuda soberana resultaron ser insostenibles, amenazando incluso a su capacidad de importar las materias primas necesarias, fue cuando los gobiernos de España y de

Figura 5  
LTIF – Stability Growth CHF

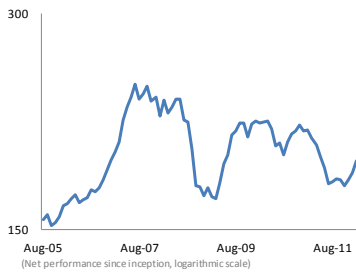
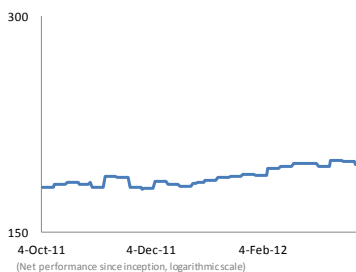


Figura 6  
LTIF – Stability Income Plus CHF



Italia empezaron la desregulación de sus mercados laborales. Sólo cuando una quiebra desordenada de Grecia amenazó a los sistemas bancarios francés y alemán, fue cuando actuaron los políticos. No cabe esperar un cambio en esta pauta: muchos de los problemas sin resolver volverán a surgir y los políticos los irán postergando hasta que se produzca el pánico en los mercados. Y sólo entonces será cuando actúen. No existe un solo problema económico en Europa que no pueda resolverse con suficiente voluntad política. Sin embargo, esta voluntad sólo se aúna cuando la acción se convierte en inevitable. Las posibilidades de que Grecia acabe abandonando el euro son altas. Que acabe sucediendo o no es irrelevante para los mercados (excepto para el griego, naturalmente), pero durante todo el proceso el mercado mantendrá su ansiedad. Por lo tanto, cabe esperar períodos de desesperación en los que el desastre parecerá inminente, y períodos de euforia cuando se apliquen soluciones parciales. Ninguno de estos dos sentimientos debe afectar a la inversión: ambos son inútiles a medio y largo plazo. Pero Grecia, junto con Portugal, Irlanda y España (al menos) seguirán proporcionando muchos titulares emocionantes.

El primer trimestre ha sido un período relativamente "eufórico". La inyección de liquidez del Banco Central Europeo ha contribuido a disminuir los diferenciales en el riesgo soberano; la economía de Estados Unidos lo está haciendo mejor de lo esperado; y se espera que China relaje sus políticas encaminadas a doblegar la inflación (aunque en las últimas semanas han vuelto a surgir los temores de que el crecimiento sea demasiado lento). Por ello, los mercados han subido en general (siendo España una excepción, por motivos obvios). Tal y como se ha mencionado más arriba, esto ha facilitado la "recuperación" de las valoraciones en todos nuestros fondos. Fijémonos ahora en su evolución.

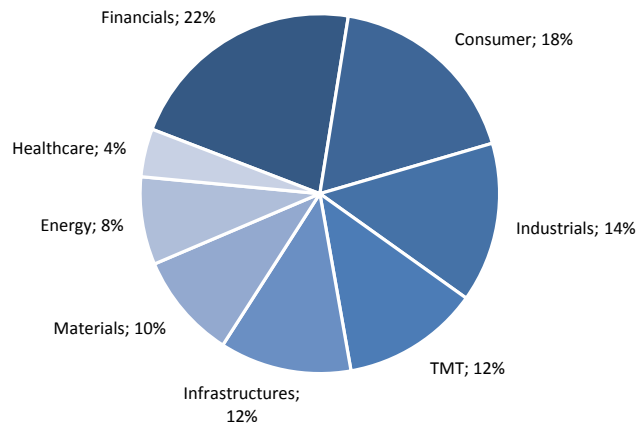
### Classic / Alpha

Agrupamos estos dos fondos en estos comentarios puesto que sus carteras son idénticas. En general, subió el precio de las acciones, algunas de ellas con fuerza, lo que supuso que el fondo Classic lograra un rendimiento superior al de la mayor parte de los índices. La cobertura dinámica del fondo Alpha ha funcionado razonablemente bien, ofreciendo protección en las caídas del mercado, aunque permitiendo aprovechar gran parte de las subidas.

Tal y como es habitual, no hemos cambiado mucho la cartera (véase la Figura 7). Hemos vendido un par de componentes de la cartera, puesto que pensamos que el precio de las acciones ha subido lo suficiente: Inditex y Persimmon. Todo el mundo sabe que Inditex es una empresa sobresaliente, cuyos últimos resultados han sido excelentes. Pero pensamos que con un PER de 22 tenemos opciones más seguras... y es probable que podamos comprar estas acciones a un precio inferior. En los últimos tres años, hemos comprado y vendido Inditex tres veces, siempre con un importante beneficio, asumiendo un riesgo muy bajo: nadie debería

temer perder dinero a largo plazo por mantener en cartera a Inditex.

Figura 7: Desglose por sectores de LTIF Classic y LTIF Alpha, a 30 de marzo de 2012



Persimmon es una inmobiliaria británica. Hemos mantenido una posición importante en el sector en los últimos años. Esta posición se ha incrementado como porcentaje de nuestros activos, debido a que hemos comprado sistemáticamente cuando el precio de las acciones ha caído; y últimamente han subido bastante. De hecho, se han duplicado desde que aumentamos por última vez la posición hace alrededor de año y medio. Persimmon fue la primera de tres inversiones en el sector (las otras dos son Taylor Wimpey y Bellway) que han alcanzado lo que consideramos (de manera conservadora) un precio completo. Seguimos manteniendo, aproximadamente, una inversión del 7% en este sector.

El principal valor que hemos añadido a nuestra cartera es una compañía muy conocida: Colgate-Palmolive. La compañía tiene una cuota de mercado del 40% en higiene bucal a escala mundial, una rentabilidad muy alta, beneficios muy estables, y un buen crecimiento. Esperamos que esta inversión, con un riesgo extremadamente bajo, nos proporcione una rentabilidad a largo plazo superior al 12%. La Figura 8 muestra sus beneficios por acción desde 1989, junto con las previsiones para 2012 y 2013. Los beneficios han crecido a un tipo compuesto superior al 12% durante más de 20 años. La Figura 9 muestra los dividendos pagados, con un crecimiento anualizado del 12% en un período superior a 10 años. La rentabilidad por dividendo actual es superior al 2,5%.

Figura 8: Beneficios por acción de Colgate, últimos 20 años, en USD

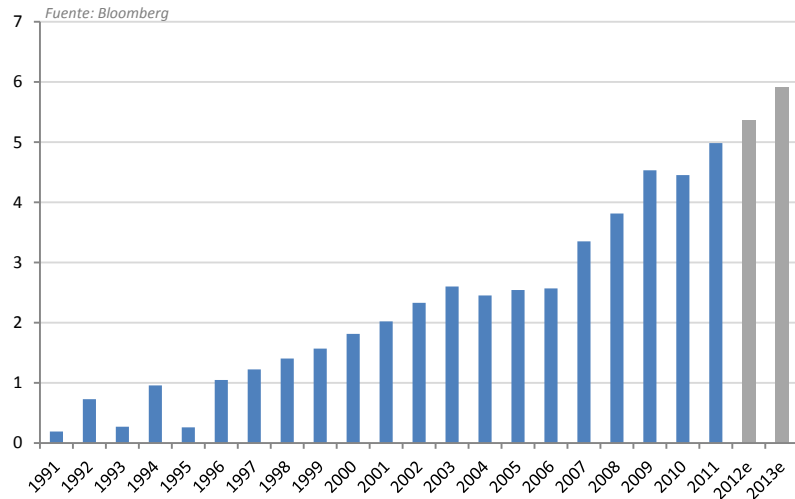
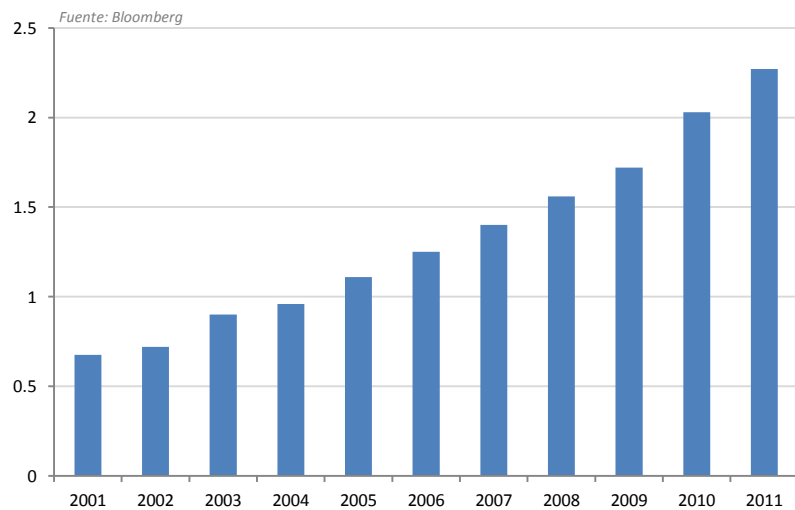


Figura 9: Dividendo por acción de Colgate, últimos 10 años, en USD



### Stability

Como siempre, este fondo ha sido menos volátil que los otros dos, especialmente ahora que parece que el franco suizo se está negociando dentro de un rango muy estrecho frente al euro (aunque ha seguido ganando casi un 1% este año. El rendimiento del fondo Stability debería por lo tanto incrementarse en ese porcentaje para que pueda compararse al fondo Alpha, que también tiene cobertura).

Los principales cambios en la cartera son los mismos que en los fondos comentados anteriormente, además de una salida gradual, en cierto mo-

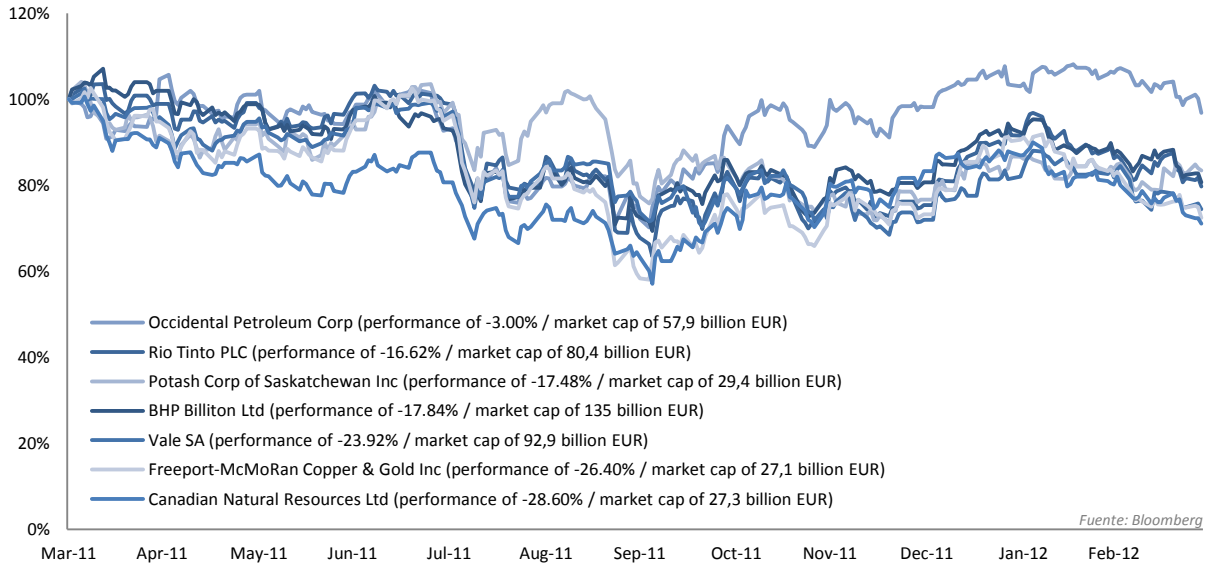
do rentable, del sector de las telecomunicaciones. Como muchos inversores, nos vimos atraídos por la alta rentabilidad por dividendo del sector y por su naturaleza estable (no cíclica). Pero debemos confesar que algunos de los recelos que tuvimos al invertir han resultado ser incluso más fundados de lo esperado: los cambios normativos de los gobiernos para obtener más dinero de las compañías, las necesidades de inversión cada vez mayores para mantener una actualización tecnológica y la saturación del mercado. Aunque muchas de las compañías son buenas y mantendrán unos dividendos interesantes, creemos que esos dividendos no crecerán y, en algunos casos, caerán. Creemos que tenemos mejores opciones.

#### Natural Resources

Hay algunos sectores en los que las inversiones tienen que mantenerse durante mucho tiempo antes de lograr la rentabilidad, aunque esa rentabilidad se mantiene luego durante un plazo aún mayor. Una mina, un campo petrolífero y una plantación de aceite de palma requieren fácilmente más de 10 años entre la etapa de planificación y la primera producción, la cual dura a partir de entonces durante décadas. El negocio es muy estable: no existen nuevos productos, las innovaciones tecnológicas son escasas, no existen cambios publicitarios o de moda... En cierta medida, esperamos que sea un sector aburrido y de baja volatilidad, a diferencia del de los suministros públicos. Desde luego, los precios de las materias primas sufren cambios más frecuentes que las tasas por los suministros públicos, pero con el tiempo tienden a converger con sus costes de producción, que no son tan difíciles de estimar. Por lo tanto, el precio de las acciones debería ser relativamente estable.

Sin embargo, los mercados no disfrutarán de esta estabilidad. Las acciones cuyo verdadero valor económico no se vaya a mostrar hasta los próximos 30 años pueden caer un 20% en un par de semanas debido al temor a que el PIB de China crezca este año un 7% en vez de un 8% (véase la Figura 10). Asimismo, se trata de grandes compañías y no de frágiles empresas de reciente creación:

Figura 10: Precio de las acciones de BHP Billiton, Rio Tinto, Vale, Canadian Natural Resources, Occidental Petroleum, Potash y Freeport-McMoRan Copper & Gold, últimos 12 meses, en EUR, indexado



La cartera de nuestro fondo se encuentra dividida, en términos generales, en tres áreas: petróleo y energía, minería, y agricultura. La última incluye las plantaciones de aceite de palma, un nuevo activo del fondo, así como las piscifactorías de salmón y los productores de fertilizantes. En las dos primeras, incluimos una buena proporción de compañías de servicios y de ingeniería. Estas compañías tienen por delante un ciclo excelente: si se enumeran en una tabla todas las minas y campos petrolíferos cuyo desarrollo está previsto para los próximos 5 años, rápidamente se descubre que no existe suficiente capacidad de ingeniería en el mundo. Esto significa que se producirán retrasos, un aumento mayor del esperado en el precio de las materias primas y unos beneficios sobresalientes para las compañías de ingeniería que se encuentren bien posicionadas. Además, las compañías de ingeniería y de servicios no sufren el problema típico del productor de las materias primas: la irresistible atracción que tienen sus beneficios para el gobierno del país en el que se encuentran. Los gobiernos pueden expropiar los recursos naturales (o aplicarles los impuestos que deseen, puesto que no son móviles), pero no pueden expropiar a los ingenieros.

En términos generales, tenemos una cartera bien equilibrada, compuesta por compañías propietarias de recursos escasos, en lugares políticamente seguros, y compañías con el saber hacer necesario para explotar estos recursos. Salvo que el desarrollo económico de la humanidad se revierta permanentemente, se trata de inversiones muy seguras, con buenas perspectivas a largo plazo.

Sin embargo, tal y como ya hemos mencionado, las acciones (no el negocio) mantendrán su gran volatilidad. Cada vez que los fondos "macro"

consideran que China puede decepcionar, se producen fuertes ventas de estas acciones. También es cierto lo contrario, desde luego. Los inversores "propietarios" de activos reales cruciales para el desarrollo del mundo (y de su saber hacer) obtendrán buenos resultados a lo largo del tiempo. Pero deben aceptar las frecuentes caídas en el precio de las acciones. Si no pueden aguantarlas, no deberían invertir en este fondo. Por otro lado, consideramos que es perfectamente posible lograr una rentabilidad dentro de la parte media de los dos dígitos (15%) a largo plazo, con protección frente a la inflación. Una inversión de este tipo puede encontrar su lugar en una cartera diversificada.

### Emerging Markets Value

Al igual que el resto de nuestros fondos, el EMV se está "recuperando" en estos primeros meses de 2012. Prevemos un sólido crecimiento en estos mercados, liderado naturalmente por China. Se ha hablado mucho acerca de la ralentización en la tasa de crecimiento de este país, pero el 7% de su PIB actual es más, en términos absolutos, que el 10% de su PIB en 2007. Y muchos otros países, como Corea, Indonesia, México, Brasil y Turquía están añadiendo un enorme crecimiento económico a escala mundial. Creemos que tenemos una cartera que se beneficiará de ese crecimiento. Esta cartera está compuesta por compañías pertenecientes a las tres etapas del desarrollo: exportadores de productos básicos de consumo o materias primas a economías avanzadas; proveedores de bienes y servicios para consumo interno, que en algunos casos sustituyen a las importaciones; y compañías que exportan al resto del mundo artículos cada vez más sofisticados. Es interesante que la marca de coches de mayor crecimiento en los mercados desarrollados sea Hyundai/KIA; hasta el momento, el único competidor que le queda a Apple es Samsung (además de ser casi el único proveedor de las excelentes pantallas del iPad de Apple); por otro lado, compañías como Sany Heavy se están abriendo camino poco a poco en el mercado de los grandes equipos para la construcción, que anteriormente estaba copado por la estadounidense Caterpillar y por la japonesa Komatsu. Unos pocos bancos minoristas, bien seleccionados, se beneficiarán del desarrollo económico general de estos países.

### El futuro

Tal y como ya hemos mencionado, consideramos que nuestras carteras tienen la posibilidad de lograr más de un 10% de apreciación anual en los próximos años, con un riesgo comercial muy bajo. Naturalmente, no subirán más de un 10% por trimestre, lo cual significa que habrá momentos de subidas y otros de bajadas. Pero creemos que la economía mundial seguirá creciendo y muchas compañías se encuentran muy bien posicionadas para aprovechar este crecimiento (y desde luego, para provocarlo) independientemente de las turbulencias "macro" a corto plazo.



**Noticias de SIA**

Ed Yau ha decidido abandonar SIA para aprovechar oportunidades a tiempo completo en su Hong Kong nativo o, posiblemente, Pekín. Le deseamos lo mejor.

**Cifras de las clases en USD**

Tabla 2: Valor liquidativo – Activos gestionados en USD

Marzo 2012	VL	Δ 3 meses	Δ hasta la fecha	Rentab. anualizada desde la creación	Activos gestionados (en millones)
LTIF Classic [USD]	316.81	15.06%	15.06%	13.13%	339.98
LTIF Alpha [USD]	189.26	10.41%	10.41%	5.34%	44.16
LTIF Natural Resources [USD]	141.21	9.58%	9.58%	0.88%	74.71
LTIF Emerging Market Value [USD]	111.09	15.10%	15.10%	-15.52%	7.13
MSCI World Index TR [USD] (Bloomberg GDDUWI)	4'552.20	11.72%	11.72%	5.14% *	* fecha de creación de Classic

Figura 11  
LTIF – Classic USD

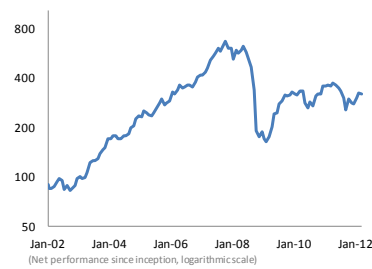


Figura 12  
LTIF – Alpha USD

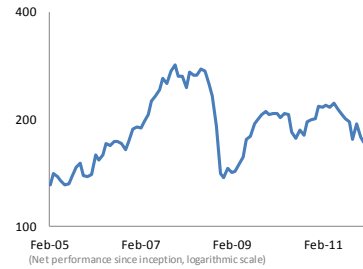


Figura 13  
LTIF – Natural Resources USD

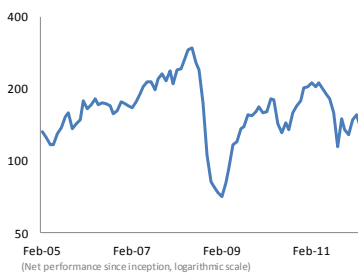


Figura 14  
LTIF – Emerging Market Value USD

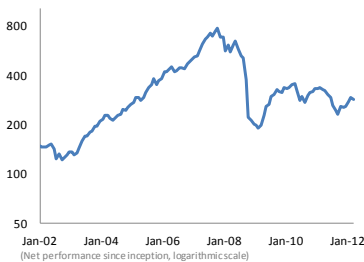


**Cifras de las clases en CHF**

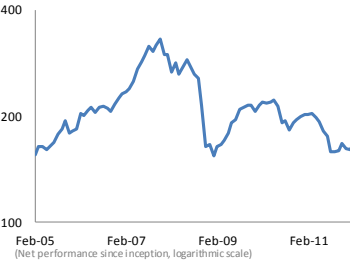
**Tabla 3: Valor liquidativo – Activos gestionados en CHF**

Marzo 2012	VL	Δ 3 meses	Δ hasta la fecha	Rentab. anualizada desde la creación	Activos gestionados (en millones)
LTIF Classic [CHF]	286.35	11.21%	11.21%	6.65%	307.29
LTIF Alpha [CHF]	171.06	6.73%	6.73%	1.40%	39.92
LTIF Natural Resources [CHF]	127.64	5.93%	5.93%	-2.66%	67.53
LTIF Emerging Market Value [CHF]	100.41	11.26%	11.26%	-21.38%	6.44
LTIF Stability Growth [CHF] <i>Rentabilidad total (incl. dividendo)</i>	185.10	5.23%	5.23%	3.83%	22.86
LTIF Stability Income Plus [CHF]	185.10	5.23%	5.23%	-	1.63
MSCI World Index TR [CHF] <i>(Bloomberg GDDUWI)</i>	4'110.18	7.45%	7.45%	-0.88% *	<i>*fecha de creación de Classic</i>

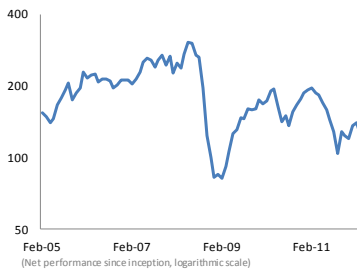
**Figura 15  
LTIF – Classic CHF**



**Figura 16  
LTIF – Alpha CHF**



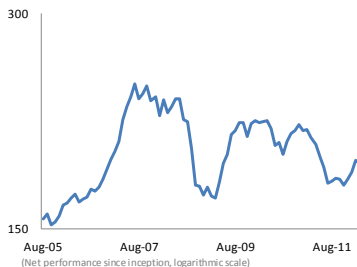
**Figura 17  
LTIF – Natural Resources CHF**



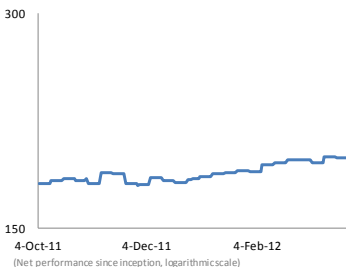
**Figura 18  
LTIF – Emerging Market Value CHF**



**Figura 19  
LTIF – Stability Growth CHF**



**Figura 20  
LTIF – Stability Income Plus CHF**



**Cifras de las clases en GBP**

Tabla 4: Valor liquidativo – Activos gestionados en GBP

Marzo 2012	VL	Δ 3 meses	Δ hasta la fecha	Rentab. anualizada desde la creación	Activos gestionados (en millones)
LTIF Classic [GBP]	198.29	10.90%	10.90%	11.97%	212.78
LTIF Alpha [GBP]	118.48	6.45%	6.45%	7.65%	27.64
LTIF Natural Resources [GBP]	88.38	6.58%	6.58%	3.57%	46.76
LTIF Emerging Market Value [GBP]	69.53	11.96%	11.96%	-18.21%	4.46
MSCI World Index TR [GBP] (Bloomberg GDDUWI)	2'846.73	8.35%	8.35%	4.29% *	* fecha de creación de Classic II

Figura 21  
LTIF – Classic GBP

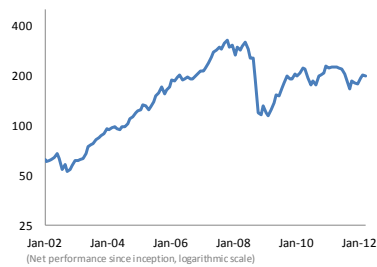


Figura 22  
LTIF – Alpha GBP

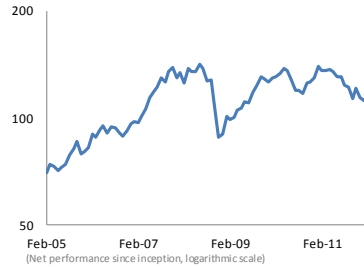


Figura 23  
LTIF – Natural Resources GBP

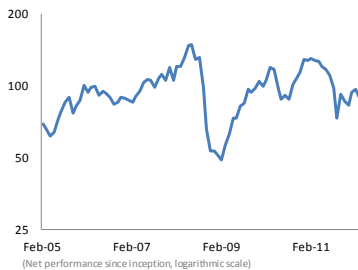
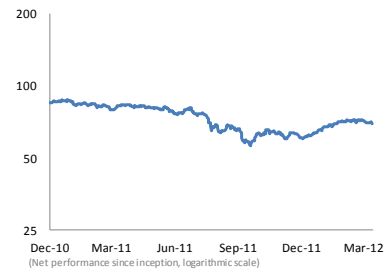


Figura 24  
LTIF – Emerging Market Value GBP



## Legal Notice – Luxembourg

Performance up to 31.05.06 is that of the BVI-based LTIF, of which the LTIF Luxembourg is an identical successor. Previous performance is audited by Ernst & Young. Reports are available from SIA Funds AG. Past performance is no guarantee of future trends. Long Term Investment Fund (LTIF) is an open-ended investment company of the umbrella type organized as a "société anonyme" under the laws of the Grand Duchy of Luxembourg and qualifies as a Société d'Investissement à Capital Variable ("SICAV") under Part I of the Luxembourg law of 20th December, 2002. It has four active compartments, called "Classic", "Alpha", "Natural Resources" and "Emerging Market Value", which fully resemble both the Long Term Investment Fund in BVI (classes "Classic" and "Alpha") and the Natural Resources and Emerging Market Value with regard to their investment objectives and operational structure. This Newsletter is only addressed to qualified private investors who have expressed a desire to receive it, and by no means constitutes an offer to sell financial products that may not be suitable for its readers.

### **LTIF – Classic EUR**

ISIN: LU0244071956  
Telekurs: 2'432'569  
Bloomberg: LTIFFCLA LX

### **LTIF – Classic USD**

ISIN: LU0301247077  
Telekurs: 3'101'820  
Bloomberg: LTIFFCLU LX

### **LTIF – Classic CHF**

ISIN: LU0301246772  
Telekurs: 3'101'817  
Bloomberg: LTIFFCLC LX

### **LTIF – Classic GBP**

ISIN: LU0750886714  
Telekurs: 18'032'305  
Bloomberg: LTIFFCLS LX

### **LTIF – Alpha EUR**

ISIN: LU0244072178  
Telekurs: 2'432'573  
Bloomberg: LTIFFALP LX

### **LTIF – Alpha USD**

ISIN: LU0301247150  
Telekurs: 3'101'828  
Bloomberg: LTIFFALU LX

### **LTIF – Alpha CHF**

ISIN: LU0301246855  
Telekurs: 3'101'824  
Bloomberg: LTIFFALC LX

### **LTIF – Alpha GBP**

ISIN: LU0750887282  
Telekurs: 18'032'344  
Bloomberg: LTIFFALS LX

### **LTIF – Natural Resources EUR**

ISIN: LU0244072335  
Telekurs: 2'432'575  
Bloomberg: LTIFFGEV LX

### **LTIF – Natural Resources USD**

ISIN: LU0301247234  
Telekurs: 3'101'839  
Bloomberg: LTIFFGEU LX

### **LTIF – Natural Resources CHF**

ISIN: LU0301246939  
Telekurs: 3'101'836  
Bloomberg: LTIFFGEC LX

### **LTIF – Natural Resources GBP**

ISIN: LU0457696077  
Telekurs: 10'638'983  
Bloomberg: LTIFFGEG LX

### **LTIF – Emerging Market Value EUR**

ISIN: LU0553294868  
Telekurs: 11'901'448  
Bloomberg: LTIFFEME LX

### **LTIF – Emerging Market Value USD**

ISIN: LU0553295592  
Telekurs: 11'901'450  
Bloomberg: LTIFFEMU LX

### **LTIF – Emerging Market Value CHF**

ISIN: LU0553294785  
Telekurs: 11'901'447  
Bloomberg: LTIFFEMC LX

### **LTIF – Emerging Market Value GBP**

ISIN: LU0553296053  
Telekurs: 11'901'451  
Bloomberg: LTIFFEMG LX

### **Administrator:**

Pictet & Cie (Europe) S.A.  
1, Boulevard Royal  
L-2449 Luxembourg  
Luxembourg

### **Investment Manager:**

SIA Funds AG  
Parkweg 1  
CH-8866 Ziegelbrücke  
Switzerland

### **Custodian:**

Pictet & Cie (Europe) S.A.  
1, Boulevard Royal  
L-2449 Luxembourg  
Luxembourg

### **Registered Office:**

1, Boulevard Royal  
L-2449 Luxembourg  
Luxembourg

## Legal Notice – Switzerland

Performance up to 30.09.06 is that of the LTIF BVI Fund, restated in CHF, of which the LTIF Stability is an identical successor. Previous performance is audited by Ernst & Young. Reports are available from SIA Group. Past performance is no guarantee of future trends. Long Term Investment Fund Stability (SIA Funds) was approved by the Swiss Banking Commission on July 13, 2006. The fund started trading denominated in Swiss Francs as of October 1st, 2006. This Newsletter is only addressed to qualified private investors who have expressed a desire to receive it, and by no means constitutes an offer to sell financial products that may not be suitable for its readers.

### **LTIF – Stability Growth**

ISIN: CH0026389202  
Telekurs: 2'638'920  
Bloomberg: LTIFFSTA SW

### **LTIF Stability Income Plus**

ISIN: CH0135996012  
Telekurs: 13'599'601  
Bloomberg: LTIFFSIP SW

### **Administrator:**

Pictet Funds S.A.  
Route des Acacias 60  
CH-1211 Geneva 73  
Switzerland

### **Investment Manager:**

SIA Funds AG  
Parkweg 1  
CH-8866 Ziegelbrücke  
Switzerland

### **Custodian:**

Pictet & Cie  
Route des Acacias 60  
CH-1211 Geneva 73  
Switzerland