

Figura 1  
LTIF – Classic EUR

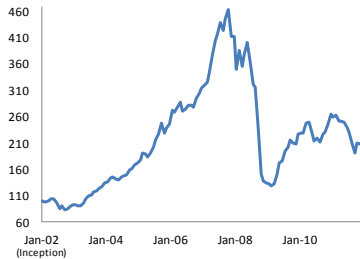


Figura 2  
LTIF – Classic II EUR

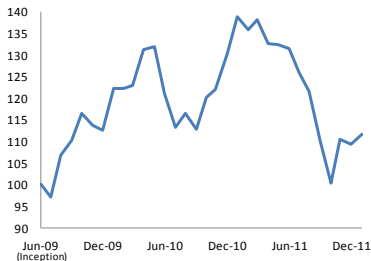


Figura 3  
LTIF – Alpha EUR

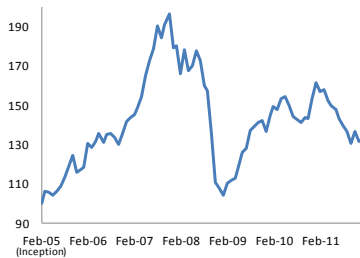
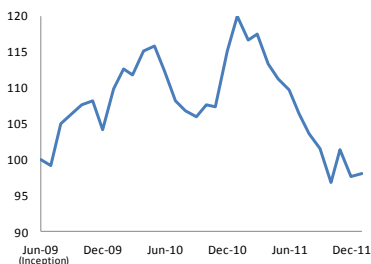


Figura 4  
LTIF – Alpha II EUR



## Long Term Investment Fund

*A corto plazo, el mercado es una máquina de votar;  
a largo plazo, es una máquina de pesar.* Benjamin Graham

*Sea prudente cuando todo el mundo se muestre codicioso, y  
sea codicioso cuando todo el mundo se muestre prudente.* Warren Buffet

La Tabla 1 y las Figuras 1 a 8 muestran la evolución de nuestros fondos durante el último trimestre. Se trata del trimestre final del año y este año es el décimo aniversario del lanzamiento del fondo LTIF Classic. En esta *Newsletter*, trataremos brevemente la evolución del último trimestre, e informaremos detalladamente sobre el comportamiento de nuestros fondos en este último año, sobre cuál ha sido su evolución en los últimos diez años, así como sobre nuestras expectativas para la próxima década. Pretendemos mostrar las razones por las cuales el buen rendimiento que obtuvimos en los primeros años de nuestras actividades no ha sido algo inhabitual; por qué el rendimiento en los últimos años ha sido mediocre; y por qué creemos que la inversión (o el mantenimiento de la inversión) en nuestros fondos en 2012 será, con toda probabilidad, muy rentable.

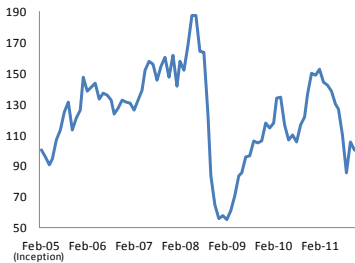
Tabla 1: Valor liquidativo - Activos netos gestionados de nuestros fondos

Diciembre 2011	VL	Δ 3 meses	Δ hasta la fecha	Rentab. anualizada desde la creación	Activos gestionados (en millones)
LTIF Classic [EUR]	212.11	11.25%	-19.72%	7.81%	256.42 *
LTIF Classic II [EUR]	111.60	11.26%	-19.70%	4.34%	* Classic y Classic II combinados
LTIF Alpha [EUR]	132.04	1.22%	-18.24%	4.10%	34.82 **
LTIF Alpha II [EUR]	98.08	1.23%	-18.21%	-0.75%	** Alpha y Alpha II combinados
LTIF Natural Resources [EUR] (previamente Global Energy Value Fund)	99.27	16.39%	-33.75%	-0.11%	54.90
LTIF Emerging Market Value [EUR]	74.35	9.58%	-25.46%	-25.65%	3.52
LTIF Stability Growth [CHF] ***	175.90	-0.23%	-16.12%	2.04%	22.27
*** Rentabilidad total (incl. dividendo)	6.50		-13.34%		
LTIF Stability Income Plus [CHF]	175.90	1.50%	1.50%	-	
MSCI World Index TR [EUR] (Bloomberg GDDUWI)	3'144.16	11.79%	-2.04%	0.31% ****	**** fecha de creación de Classic

## Comentarios acerca del último trimestre

Al igual que ocurrió en la mayor parte de 2011, los problemas macroeconómicos afectaron en gran medida al último trimestre: aunque las economías de Estados Unidos y China se están comportando probablemente mejor de lo que la mayoría esperaba hace sólo unos pocos meses, el "ruido" procedente de Europa ha dominado los mercados financieros. No vamos a aburrir a nuestros lectores con más análisis y predicciones con respecto al euro. Tal y como dijimos en 2007, se trata de una recesión de "balance", creada por un exceso de deuda en

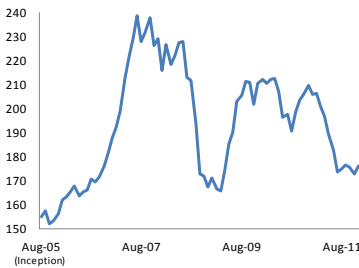
**Figura 5**  
**LTIF – Natural Resources EUR**



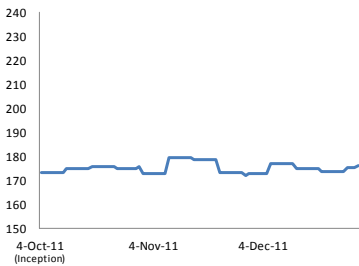
**Figura 6**  
**LTIF – Emerging Market Value**



**Figura 7**  
**LTIF – Stability Growth CHF**



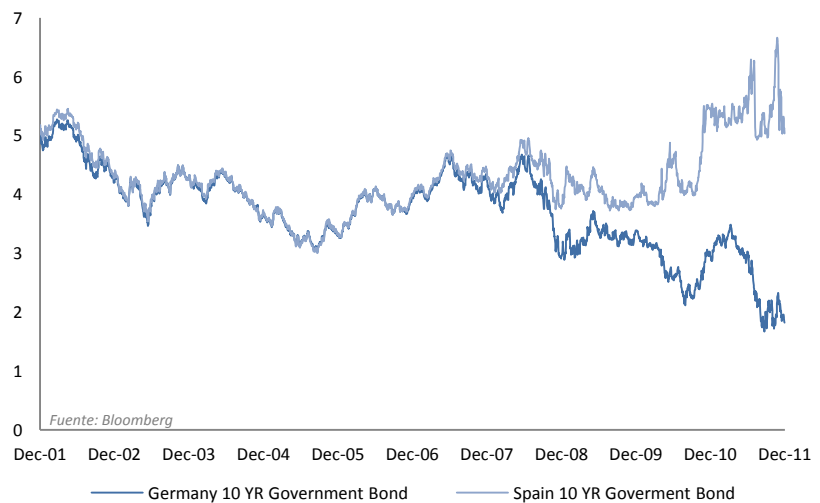
**Figura 8**  
**LTIF – Stability Income Plus CHF**



los mercados desarrollados, cuyo desenlace requiere varios años. No existe una "solución" a la crisis europea: a lo largo del tiempo evolucionarán nuevos mecanismos y, al final, los lentos ajustes harán que las economías europeas vuelvan a tasas de crecimiento normales, las cuales probablemente serán ligeramente inferiores a las logradas en el pasado, por motivos demográficos. El problema principal de la zona euro no es el "gasto excesivo" de los gobiernos de algunos países (siendo Grecia la excepción) sino una crisis de pagos derivada de la tan distinta evolución de productividad en los distintos países. Esta diferencia en la productividad crea unos desequilibrios permanentes entre los exportadores intraeuropeos (básicamente Alemania) y los importadores intraeuropeos (en general, el resto). En una economía grande y cerrada, que es en lo que se ha convertido la zona euro, estos desequilibrios tardarán muchos, muchos años en corregirse: fue fácil devaluar la lira de un día para otro, pero se tardó diez años (de 1997 a 2007) en reducir los costes laborales alemanes hasta su posición competitiva actual.

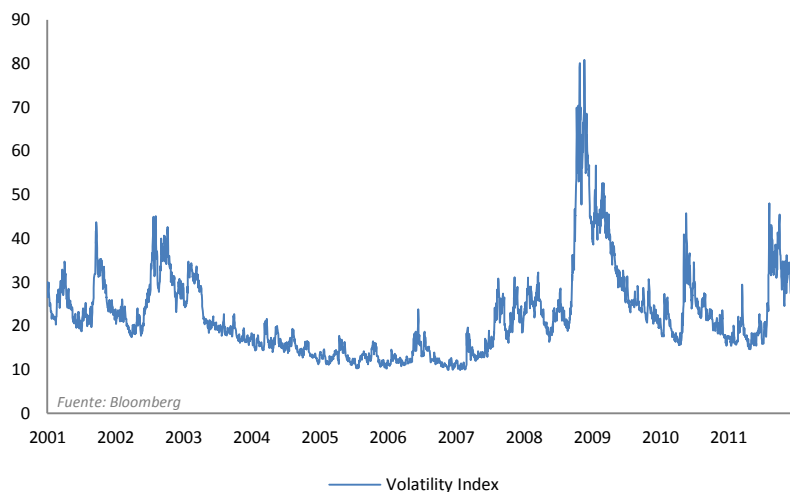
Así que cabe esperar que se produzcan "crisis" puntuales, resueltas mediante "soluciones" puntuales, mientras continúe el proceso a largo plazo de sanación de las economías enfermas de la Europa meridional (y no tan meridional): se debe disminuir el gasto gubernamental improductivo y se debe aumentar la productividad laboral. No existe otra solución y se tardará años lograrlo. Sin embargo, al igual que Alemania no se colapsó durante su "década perdida", época en la que se la denominaba "el enfermo de Europa" (hace sólo cinco años esto era lo normal, aunque parezca increíble, y Alemania pagaba más que España por su deuda, véase la Figura 9), el resto de Europa no se colapsará ahora. Las economías europeas seguirán funcionando, y muchas empresas seguirán ganando dinero, en Europa y con las exportaciones al resto de un mundo que no sufre estos problemas.

**Figura 9: Bonos del Estado a 10 años de Alemania y España, en los últimos 10 años, en %**



Naturalmente, a los mercados no les gusta esta "prolongada incertidumbre", y siguen muy volátiles. La Figura 10 muestra el nivel del VIX, el índice de volatilidad de Chicago Board of Trade, que es una buena medición del "miedo" en la bolsa de valores. Una característica a destacar en la última subida de la volatilidad es lo que ha tardado en caer en comparación con subidas anteriores. Este ha sido un "ataque al corazón prolongado". Volveremos a hablar de este dato.

Figura 10: Chicago Board Options Exchange SPX Volatility Index (VIX), en los últimos 10 años



Sin embargo, en última instancia, el trimestre ha sido menos malo para el mercado de renta variable de lo que muchos se temían, y los precios de nuestros fondos han recuperado gran parte de la caída del verano.

### Comentarios sobre 2011

Desde el punto de vista de la gestión de nuestro fondo, 2011 ha sido el año más decepcionante desde que empezamos. 2008 no fue decepcionante, desde luego: fue desastroso. Pero formó parte de una caótica evolución del mercado, casi sin precedentes, que nos cogió por sorpresa (¡y no sólo a nosotros!). Esta vez realizamos una evaluación cuidadosa de los mercados antes del inicio del año, que en general resultó acertada. Por consiguiente, no invertimos en áreas que han demostrado que son "trampas de valor", como por ejemplo los bancos europeos, muchas empresas europeas de suministros públicos y las acciones cíclicas, así como las empresas de salud más caras, etc. En nuestra *Newsletter* de diciembre de 2010, destacamos los principales problemas que esperábamos para 2011, y nos centramos en lo siguiente:

*Como es evidente, la crisis del euro va para largo. No sabemos lo que va a suceder, aunque una cosa queda clara: la posición de deuda de varios Estados miembro no es sostenible, y lo que no es*

*sostenible, tiene que cambiar. Cómo se producirá este cambio es una incógnita, pero los inversores deben esperar muchos titulares de infarto a medida que vaya aumentando el número de países que deben ser rescatados, o cuando los que ya han sido "rescatados" quiebren, o ambas cosas. Aunque no suceda nada, que es harto improbable, los mercados se verán sometidos a ataques de pánico periódicos a medida que se vayan sucediendo las gigantescas renovaciones de deuda durante 2011 (...).*

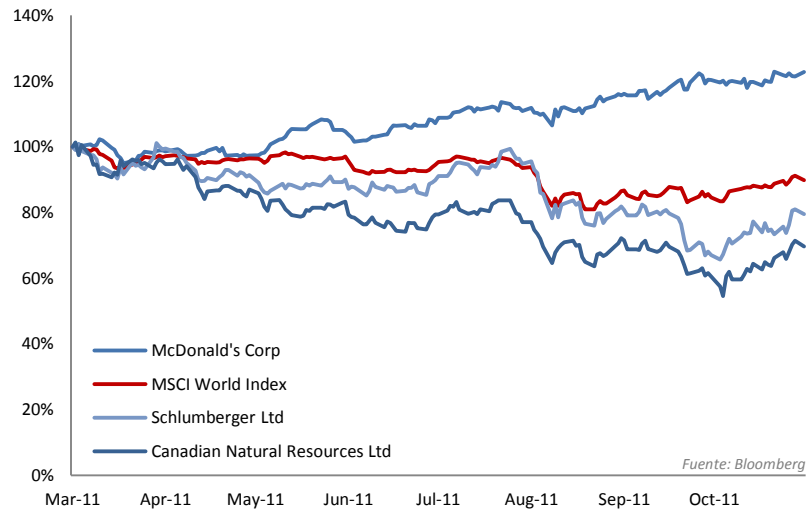
*La mayoría de los mercados emergentes se enfrenta a un problema muy diferente: no tienen mucha deuda, pero presentan demasiado crecimiento. Si quieren controlar la inflación (y, con el tiempo, tendrán que hacerlo, de una forma u otra), los tipos de interés tendrán que subir. Esto no es malo. Cuando un país sube sus tipos de interés porque está creciendo demasiado rápido, sus empresas tienden a obtener muy buenos resultados. Pero, dado que la mayor parte del crecimiento económico mundial se centra en mercados emergentes (sobre todo, en China), cualquier cosa que pueda conllevar una ralentización de su crecimiento tiende a asustar a los mercados. 2011 no será diferente y esta volatilidad podrá afectar a las empresas de recursos naturales más que a otras. A estas alturas, todo el mundo sabe que la principal causa de los precios históricamente altos de muchos valores es la demanda de los mercados emergentes. Los inversores probablemente darán por sentado que, si esos mercados van a crecer menos, los precios de los valores bajarán. Cabe esperar volatilidad excepcional en esta área.*

¿Por qué ha sido tan débil el "rendimiento" de nuestros fondos? Aunque ya tratamos las razones principales en la última *Newsletter*, puede que sea útil repetirlas. Es un aspecto importante, ya que es muy difícil que un inversor sepa si un fondo va a ser o no una buena inversión en un futuro. Habitualmente, los inversores reaccionan al rendimiento pasado y, si ha sido malo, tienden a salir de la inversión para colocar su dinero en algo que "funcione". Esto sería lo correcto si el rendimiento pasado constituyera una predicción del rendimiento futuro, pero desde luego no lo es. Por lo tanto, es esencial realizar un esfuerzo para comprender por qué un fondo concreto se ha comportado de la forma en que lo ha hecho, si es que queremos tener alguna probabilidad de predecir el rendimiento futuro, y no sólo de extrapolar el rendimiento anterior. Fijémonos en el comportamiento de nuestros fondos en 2011, empezando por el Classic.

La Figura 11 muestra la evolución del precio de dos de nuestras acciones, entre el final de febrero de 2011 y principios de octubre: McDonald's y Canadian Natural Resources (CNQ), una cadena de comida rápida y un productor de petróleo y gas. Durante este periodo, las acciones de McDonald's subieron un 15,9%, incluyendo sus dividendos. Las acciones de Canadian Natural Resources cayeron un 45%. También mostramos el índice mundial, que cayó un 19% durante este periodo, así como la evolución del precio de las acciones de Schlumberger Ltd., la principal compañ-

ía de servicios petrolíferos del mundo, de la cual también somos accionistas.

Figura 11: Precio de la acción de Canadian Natural Resources, McDonald's, Schlumberger y del índice MSCI World, entre finales de febrero y principios de octubre de 2011, en euros, indexado



La evolución del precio de las acciones de McDonald's fue impresionante: +35% más que el índice en 8 meses. Nuestra decisión de adquirir empresas como McDonald's (hablaremos de ella más adelante) fue claramente rentable a corto plazo. Pero también cabe destacar la caída de CNQ. Esta caída habría sido menos sorprendente si la compañía hubiera atravesado problemas graves, o se hubiera derrumbado el precio del petróleo, o si sus beneficios generales hubieran caído. Pero sucedió todo lo contrario. La Figura 12 muestra la evolución del precio del petróleo durante el año (una subida del 12,89%, más que el oro) y la Figura 13 muestra los beneficios de CNQ en los últimos años y el beneficio esperado (según el consenso de mercado) el próximo año. Podría argumentarse que las acciones de la compañía estaban muy caras en febrero, pero ninguno de los múltiplos que se utilizan habitualmente (PER, precio con respecto al valor contable, valor liquidativo, etc.) así lo indican. Y CNQ es únicamente un ejemplo de lo que vemos en muchas otras compañías relacionadas con las materias primas, como por ejemplo Schlumberger, cuyas acciones cayeron tanto como las de CNQ durante este periodo, aunque sus negocios se están comportando de manera inmejorable. Con precios del petróleo por encima de 100 dólares, los productores de petróleo están incrementando sus presupuestos de exploración en 2012, en más de un 10%, lo que fortalece los beneficios de Schlumberger. Casi todos los nuevos yacimientos petrolíferos exigen labores dificultosas y son "intensivos en servicios petrolíferos", lo cual significa que aunque se lograra la misma cantidad de petróleo, compañías como Schlumberger incrementarán sus ventas y beneficios. Por cierto, tanto CNQ como Schlumberger tienen ratios PER más ba-

jos que McDonald's, aunque claramente tienen una previsión de crecimiento más rápido.

Figura 12: Gráfico del precio del crudo Brent, incl. la media móvil de 260 días, en USD, 2011

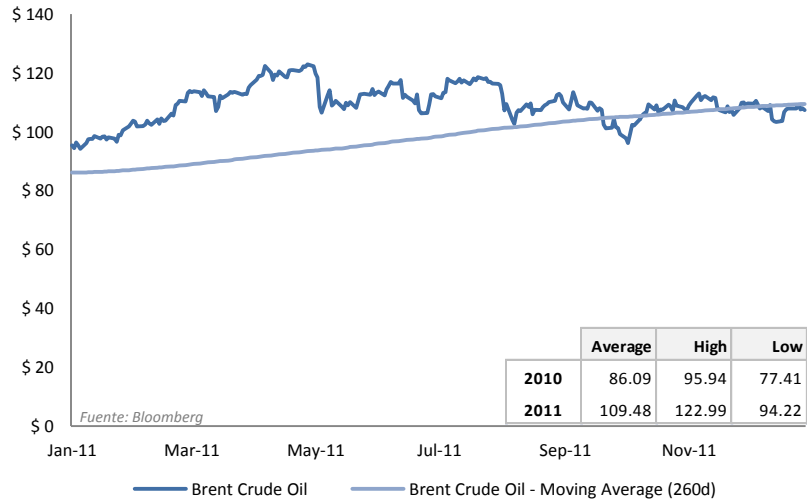
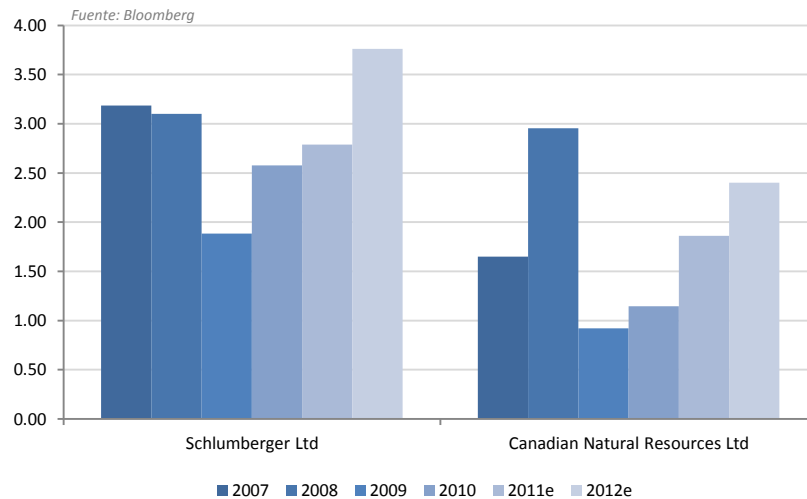


Figura 13: Beneficios por acción de Canadian Natural Resources y Schlumberger, en euros, 2007-2012e



Otra compañía de la que hemos sido accionistas durante mucho tiempo es Quadra Mining. Empezó el año en torno a 16 dólares por acción. A lo largo del año, de nuevo por motivos de "sentimiento", la acción no hizo más que caer, alcanzando un mínimo de 8,14 dólares a principios de octubre. A principios de diciembre, KGHM, un productor polaco de cobre y plata, lanzó una oferta de compra a 15 dólares por acción en efectivo. La acción se ha estado negociando desde entonces por encima de esa

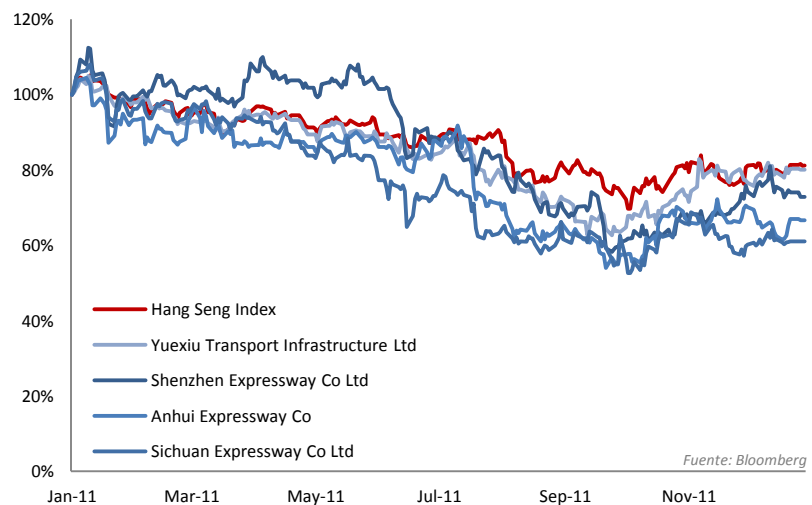
cifra, lo cual demuestra la convicción del mercado de que otro participante ofrecerá una cifra superior. Esto demuestra la desconexión del precio con la realidad a principios de octubre: en ese momento, las acciones de Quadra se estaban negociando a aproximadamente 0,6 veces su valor contable, sin tener en cuenta las impresionantes reservas de la compañía.

En la medida en que la evolución del precio de la acción se haya debido al sentimiento (del cual volveremos a hablar a continuación) y no a factores fundamentales, la evolución del precio revertirá. Siempre lo ha hecho y siempre lo hará.

Algo similar se ha producido en otro ámbito de nuestra cartera con un rendimiento muy negativo: las acciones asiáticas. Fijémonos en nuestra mayor posición en ese mercado: las autopistas de pago chinas.

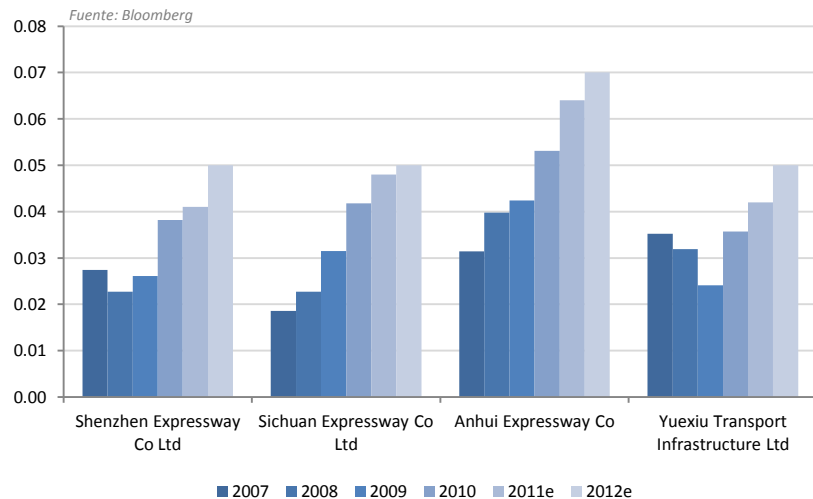
Somos accionistas (y lo hemos sido durante muchos años) de cuatro compañías propietarias de autopistas de peaje: Shenzhen Expressway, Sichuan Expressway, Anhui Expressway y Yuexiu Transport Infrastructure (antes denominada GZI). La Figura 14 muestra la evolución del precio de sus acciones en el año.

Figura 14: Precio de la acción de Shenzhen Expressway, Sichuan Expressway, Anhui Expressway, Yuexiu Transport Infrastructure e Índice Hang Seng, 2011, en euros, indexado



De nuevo, un rendimiento muy pobre. Pero fijémonos en el rendimiento de los beneficios:

Figura 15: Beneficios por acción de Shenzhen Expressway, Sichuan Expressway, Anhui Expressway y Yuexiu Transport Infrastructure, en euros, 2009-2012e

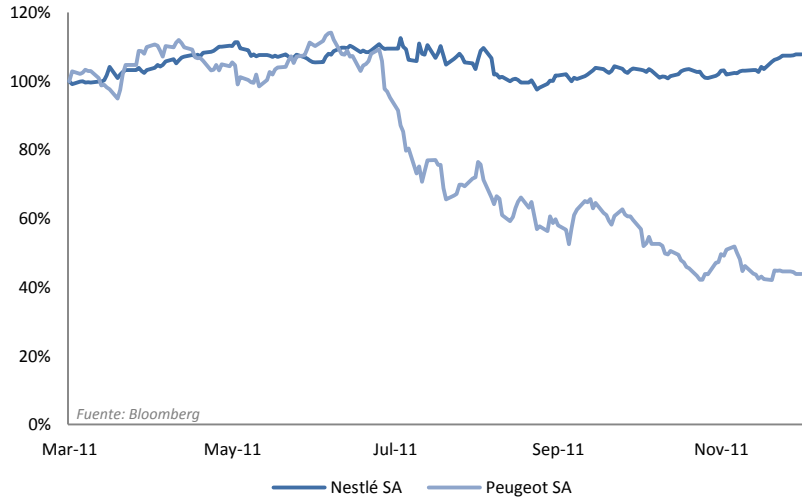


Shenzhen Expressway, por ejemplo, se negocia a un PER de 8, abona un dividendo en efectivo del 6,5%, y ha tenido y seguirá teniendo en los próximos años un crecimiento de dos dígitos en los beneficios. A título comparativo: las compañías europeas de autopistas de peaje como Brisa (Portugal) o Atlantia (Italia) tienen un PER por encima de 10 y un crecimiento cero o negativo. Abertis (España) espera un crecimiento modesto (cerca al 3%), pero se negocia a un PER de 13,5. Claramente, el sentimiento (con respecto a un "aterrizaje brusco" de China, en este caso) ha afectado al precio de las acciones mucho más que los fundamentales.

Por lo tanto, tenemos una cartera que se ha comportado muy bien, con dos áreas que han tenido un comportamiento muy malo. En nuestras presentaciones de primavera (y nuestra *Newsletter* de marzo de 2011), curiosamente tomamos como ejemplos a Nestlé y Peugeot, y demostramos por qué pensábamos que Nestlé era una mejor inversión, con un PER de 15, que Peugeot con un PER de 5. La Figura 16 muestra la evolución de las acciones desde entonces, incluidos los dividendos: Nestlé ha subido un 5%, Peugeot ha caído un 50% y el índice mundial ha caído un 4%.

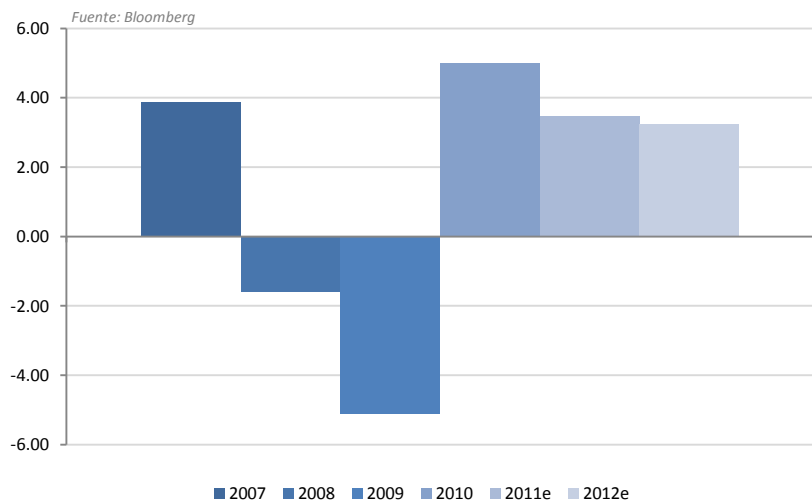


**Figura 16: Precio de las acciones de Nestlé y Peugeot, entre finales de marzo y finales del año 2011, en euros, indexado**



Creemos que el precio de las acciones de Canadian Natural Resources y de Schlumberger volverá a la posición en la que se encontraba antes de la caída de este año (e incluso a precios superiores) en un futuro no muy lejano. No esperamos que esto vaya a pasar con Peugeot. La Figura 17 muestra sus beneficios en los últimos años, más la expectativa para el próximo año (la cual, en nuestra opinión, es mucho menos predecible que la de CNQ o Schlumberger, y desde luego mucho menos que la de las autopistas chinas).

**Figura 17: Beneficios por acción de Peugeot, en euros, 2007-2012e**



Para resumir: el rendimiento decepcionante que hemos sufrido este año se ha debido principalmente a las intensas caídas en dos tipos de acciones que, desde nuestro punto de vista, se debieron al “sentimiento”,

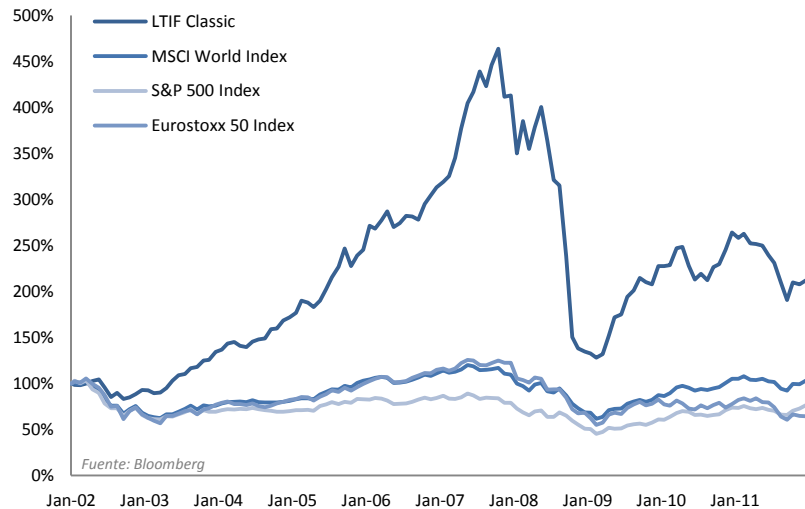
aunque fueron injustificadas si tenemos en cuenta los fundamentales. Esto significa que estamos extremadamente decepcionados con el rendimiento de los fondos, pero nos consolamos en el hecho de que la realidad económica de nuestras participaciones (las empresas, no las acciones) ha subido en valor este año, y no ha bajado.

Una vez dicho esto, no sería realista negar los errores que hemos cometido. Algunas de las compañías cuyas acciones adquirimos resultaron ser menos buenas de lo que pensábamos. Estos errores han consistido, básicamente, en la adquisición de empresas que parecían baratas, pero que tenían demasiada deuda. En esos casos, basta con que el negocio básico logre unos resultados peores de lo esperado para que la compañía tenga problemas. Entre estas compañías, mencionaremos a Enterprise Inns, un operador de pubs británico; Sare, una inmobiliaria mexicana; Suzano, un fabricante de pulpa y papel de Brasil, y algunas más. Estos errores tienden a producirse, pero cuando se cometen en el contexto de mercados muy nerviosos, salen a la superficie muy rápidamente. Sin entrar en todos los detalles (que están disponibles para los inversores interesados), hemos estimado que estos errores han costado a los inversores de nuestros fondos entre un 2% y un 4%. Según lo indicado más arriba, estamos convencidos de que, pese a esta pérdida, nuestros fondos son hoy claramente más valiosos que a principios de 2011.

#### **Los primeros diez años: ¿qué es lo que ha ocurrido, qué hemos aprendido y qué podemos esperar en los próximos diez años?**

El 14 de enero de 2002, lanzamos el Long Term Investment Fund con un valor total de 5 millones de dólares. Ese día, el índice Eurostoxx 50 alcanzaba la cota de 3.588,51 EUR. A finales de 2011, el Eurostoxx cotizaba a 2.316,55 EUR – una caída del 35,44% en 10 años. El World Index ha caído desde 1.105,59 euros a 912,49 euros. Nuestro fondo se ha más que duplicado, con una rentabilidad anual del 7,81%. Este rendimiento se ha logrado en dos bloques muy distintos: los primeros seis años y los últimos cuatro.

Figura 18: LTIF Classic, Índice Eurostoxx 50, Índice MSCI World e Índice S&P 500, de enero de 2002 a diciembre de 2011, en euros, indexados



En los primeros seis años, el fondo subió un 465,87%, superando con gran regularidad al índice mundial en un porcentaje cercano al 20% anual. Esto se logró manteniendo el mismo PER general y la misma rentabilidad por dividendos, es decir, no nos limitamos a aprovecharnos de una amplia burbuja, como la de las acciones de Internet en 1997-2000. Lo hicimos adquiriendo muchas acciones baratas, vendiéndolas a un precio superior, y comprando de nuevo otras acciones baratas. Aunque estas clasificaciones no significan mucho, el rendimiento de nuestro fondo fue uno de los mejores del mundo.

Posteriormente, sufrimos la gran caída de 2008, una recuperación parcial en 2009, un año mediocre en 2010, y un mal año (al menos desde el punto de vista del "rendimiento", según lo indicado más arriba) en 2011. ¿Qué es lo que ha ocurrido? ¿El rendimiento de los primeros seis años se debió únicamente al azar? ¿Hemos perdido nuestras aptitudes? ¿Es una buena idea, en 2012, invertir en fondos gestionados por SIA? Esta última pregunta es obviamente la pregunta fundamental para nuestros inversores, pero para responderla debemos explicar detalladamente qué es lo que hacemos y cómo lo que hacemos se traslada al rendimiento.

La primera explicación de nuestro excelente rendimiento inicial y de la corrección posterior sería que se produjo aleatoriamente. Esto se correspondería con la creencia financiera convencional de que nadie puede superar al mercado a largo plazo. Naturalmente, la realidad ha demostrado que algunos sí que consiguen superar a los mercados a largo plazo, pero son muy pocos. ¿Fue nuestra "racha" de los primeros años puro azar?

Es imposible responder categóricamente a esa pregunta, pero pueden aplicarse algunos análisis estadísticos: las probabilidades de que un fondo

*Nuestra estrategia consiste (siempre ha consistido) en buscar empresas cuyas acciones, por el motivo que sea, se estén vendiendo por debajo de lo que nosotros consideramos que es su "valor intrínseco", es decir, un precio que nos ofrezca una muy buena rentabilidad a largo plazo como propietarios de esas acciones.*

*Nunca hemos intentado "adivinar" si los mercados, en general, o nuestras acciones, en particular, van a subir o bajar. Nuestra hipótesis básica es la siguiente: comprar un buen negocio a bajo precio, y dejar que al final el precio de la acción refleje los beneficios del negocio. Si el análisis es correcto (es decir, si los beneficios llegan), la estrategia funcionará en lo que respecta a la apreciación del precio de la acción a largo plazo.*

supere en un año al índice en más de un 5%, por puro azar, son del 37%. Por lo tanto, cabría esperar que un gran número de fondos lo hicieran, incluso aunque no se cuente con grandes aptitudes de gestión. Superar al índice en más de un 5% en dos años consecutivos es más difícil: únicamente el 14% podría hacerlo por azar. Hacerlo durante seis años es una hazaña que, en principio, está reservada a únicamente el 0,003% de los fondos (este es un análisis estadístico de probabilidad: no sabemos si existen o no esos fondos). Pero el LTIF Classic superó al índice en un 20% anual en esos seis años. La probabilidad de que esto se produzca por azar es del 0,0000075%. No es cero, pero no es una cifra muy alta. Por lo tanto, parece razonable mantener que no lo logramos por puro azar.

Entonces, ¿cómo lo hicimos? Tal y como hemos mencionado más arriba, no nos limitamos a adquirir acciones que subieron mucho. Teníamos una estrategia explícita, bien documentada en nuestras *Newsletters*, que consistía en realizar inversiones de "valor". Seguimos esta estrategia, adquiriendo y vendiendo más de un centenar de acciones en muchas industrias y países distintos, durante este periodo. El origen de nuestro éxito radica por lo tanto en una buena estrategia, bien aplicada, durante más de seis años.

Por lo tanto, tenemos una buena estrategia, bien aplicada, que ha logrado unos resultados sobresalientes durante seis años y que ahora parece que no funciona tan bien. ¿Por qué? ¿Ha cambiado tanto el mundo para que la estrategia ya no sea buena? ¿Nos hemos convertido en incompetentes? En cierto modo, la respuesta sorprendente es que de hecho tuvimos bastante suerte al principio y hemos tenido muy mala suerte en los últimos tiempos. Expliquémoslo en detalle.

Nuestra estrategia consiste (siempre ha consistido) en buscar empresas cuyas acciones, por el motivo que sea, se estén vendiendo por debajo de lo que nosotros consideramos que es su "valor intrínseco", es decir, un precio que nos ofrezca una muy buena rentabilidad a largo plazo como propietarios de esas acciones. Nunca hemos intentado "adivinar" si los mercados, en general, o nuestras acciones, en particular, van a subir o bajar. Nuestra hipótesis básica es la siguiente: comprar un buen negocio a bajo precio y dejar que al final el precio de la acción refleje los beneficios del negocio. Si el análisis es correcto (es decir, si los beneficios llegan), la estrategia funcionará en lo que respecta a la apreciación del precio de la acción a largo plazo.

Pero para que esta estrategia funcione a corto y a medio plazo (digamos, de uno a cinco años) son necesarios dos factores, independientemente de la calidad de los analistas: que existan buenas compañías a precios bajos y que el mercado asigne precios que tengan en cuenta el valor fundamental.

Tuvimos la fortuna de que ambos factores se produjeron durante los primeros seis años de nuestro fondo. Existían bastantes compañías buenas y baratas, en las que pudimos invertir. Los mercados habían sufrido el *crash* de la burbuja de Internet y se habían llevado con ellos

*Pero, ¿qué está pasando ahora? Nuestra estrategia es la misma, y hemos aprendido mucho acerca de la inversión a lo largo de los años. No nos hemos vuelto tontos súbitamente. Tiene que haber un factor externo que esté suponiendo un problema. Este factor externo también puede encontrarse en la Figura 9: después del importante crash de 2008, los inversores se han acostumbrado a invertir teniendo en cuenta los problemas macroeconómicos.*

buenas empresas. Estas empresas no habían subido porque no estaban de moda: las acciones de Berkshire Hathaway, por ejemplo, cayeron un 50% en 1999, puesto que no se consideraban parte de la "Nueva economía", aunque la propia compañía había logrado unos beneficios récord. Además de estas compañías buenas, anticuadas e infravaloradas, "descubrimos" varias áreas que tenían muy poco seguimiento después de muchos años de bajo rendimiento: energía, sector minero, compañías navieras, etc. Cuando empezamos a analizar estas compañías, no podíamos creer lo baratas que estaban, entendiendo la dinámica de oferta/demanda a largo plazo de sus industrias. En ese momento, muy pocos inversores lo hicieron y pudimos comprar compañías a precios ridículos (algunos de ellos se han multiplicado varias veces y siguen siendo baratos). En lo que respecta a nuestra estrategia, existían muchas oportunidades.

La segunda condición también existió hasta mediados de 2007: los mercados eran relativamente propensos a reconocer el valor. Esto puede verse indirectamente en el índice de volatilidad, tal y como se muestra en la Figura 10. Los inversores no tenían "miedo" y buscaban buenas inversiones. Si encontrábamos una, el mercado no tardaba mucho (algunos trimestres) en reconocer su valor y fijar el precio correspondientemente. Esto es importante, debido a que esta "rápida fijación del precio" nos permitió vender las acciones originales y adquirir otras acciones a precios bajos (ya que seguíamos encontrándolas). El resultado fue un incremento de más del 20% anual en los beneficios por acción del fondo, algo que muy pocas compañías individuales pueden lograr durante seis años consecutivos. Así, nuestro rendimiento se debió a un mundo de oportunidades, una estrategia diseñada para encontrarlas y aprovecharlas, y un trabajo razonablemente bueno en la aplicación de esa estrategia.

Pero, ¿qué está pasando ahora? Nuestra estrategia es la misma y hemos aprendido mucho acerca de la inversión a lo largo de los años. No nos hemos vuelto tontos súbitamente. Tiene que haber un factor externo que esté suponiendo un problema. Este factor externo también puede encontrarse en la Figura 10: después del importante *crash* de 2008, los inversores se han acostumbrado a invertir teniendo en cuenta los problemas macroeconómicos.

En los 25 años anteriores a 2008, los mercados no consideraron que existiera ningún problema "vital". Se produjeron recesiones y *booms*, pero siempre fueron moderados y se produjeron en distintos lugares, en distintos momentos. En ningún momento pareció que todo el "sistema" podría colapsarse (sea cual sea el significado de esta palabra, que no es mucho). De hecho, una vez digerida la última burbuja, los primeros años de este siglo se conocieron como "la gran moderación". La volatilidad, según la valoración del VIX, alcanzó unos mínimos récord durante varios años antes de 2008. Entonces, súbitamente, todo pareció colapsarse, e incluso podía desaparecer el banco depositario de los ahorros de toda una vida. El precio de los activos reaccionó correspondientemente, con

*Los grandes inversores en valor a largo plazo, como por ejemplo Warren Buffet, Sir John Templeton, Peter Lynch, etc. siempre han afirmado que no prestan ninguna atención al entorno macroeconómico. Tienen dos razones muy buenas para esta falta de interés: una es que independientemente de la atención que se preste a ese entorno, nunca se sabe qué es lo que va a pasar; la otra es que en realidad no importa mucho a largo plazo: las buenas compañías atraviesan todo tipo de entornos, pero sobreviven sin apuros.*

pánico. Posteriormente, las autoridades intervinieron para salvar la situación: los activos, que habían anticipado un colapso total, rebotaron con fuerza. Pero entonces resultó que las soluciones no eran tan sólidas, lo cual supuso un nuevo colapso. Y todo esto durante cuatro años.

Los grandes inversores en valor a largo plazo, como por ejemplo Warren Buffet, Sir John Templeton, Peter Lynch, etc. siempre han afirmado que no prestan ninguna atención al entorno macroeconómico. Tienen dos razones muy buenas para esta falta de interés: una es que independientemente de la atención que se preste a ese entorno, nunca se sabe qué es lo que va a pasar; la otra es que en realidad no importa mucho a largo plazo: las buenas compañías atraviesan todo tipo de entornos, pero sobreviven sin apuros.

Sin embargo, cuando el mercado se fija en problemas macroeconómicos muy graves, el corto plazo ignora todos los fundamentales para concentrarse en las últimas declaraciones de cualquier joven empleado del gobierno acerca del "problème du jour." Se trata de un entorno en el cual nuestros conocimientos expertos son totalmente incapaces de lograr un buen "rendimiento", es decir, un incremento relativamente regular en el precio de nuestras acciones. Para nosotros, ese entorno es verdaderamente aleatorio, y no hay mucho que podamos hacer.

Pero volvamos a hablar de nuestras inversiones, utilizando como ejemplo a las compañías de recursos naturales. En la actualidad, sus acciones se negocian a lo que consideramos que es un precio muy bajo. Creemos que, de media, su compra nos proporcionaría una rentabilidad anual muy superior al 16% durante mucho tiempo. Naturalmente, esto no supone que los precios del petróleo y del cobre vayan a comportarse mejor o peor de lo que pensamos. Hemos explicado cómo realizamos estas estimaciones del precio a largo plazo en muchas *Newsletters* y, durante más de 5 años, se ha podido comprobar que estábamos en lo cierto.

Como saben nuestros lectores, el petróleo se está negociando en la actualidad a precios superiores a 100 dólares por barril. Consideramos que existe la posibilidad de que este precio vaya a caer en los primeros meses de 2012, para recuperarse con fuerza posteriormente. La oferta procedente de Libia se está recuperando, y la economía mundial está creciendo algo menos de lo esperado. Podríamos ver una caída del petróleo hasta los 80 dólares y luego una vuelta a un valor superior a los 100 dólares. Esta es nuestra estimación para el valor a largo plazo de nuestros productores de petróleo.

Todos sabemos que si caen los precios del petróleo, las acciones de las compañías petrolíferas tienden a caer. Pero nuestro análisis (y el mero sentido común) demuestra que vender petróleo a 80 dólares en vez de a 100 dólares durante algunos meses no cambia el valor intrínseco de nuestras compañías. ¿Deberíamos vender porque temamos que vayan a caer las acciones, incluso si existe ese valor intrínseco? ¿Deberíamos

*Por lo tanto, es muy importante que nuestros inversores reconozcan qué es lo que están comprando cuando invierten en nuestros fondos. Están adquiriendo posiciones en compañías que consideramos que son inversiones muy buenas a largo plazo. No están comprando un instrumento del mercado de renta variable cuyos gestores intentarán "superar" al mercado, independientemente de lo que este esté haciendo. Periodos como el actual son difíciles puesto que el análisis fundamental cuenta poco en los resultados a corto y medio plazo. Pero consideramos que nuestra estrategia es buena a largo plazo y pensamos que hemos hecho un trabajo razonable al aplicarla.*

*La lección más importante que hemos aprendido, puesto que tiene el mayor impacto sobre el rendimiento, es que no podemos pretender lograr unas rentabilidades máximas, incluso en aquellos casos en los que estemos totalmente convencidos de que nuestro análisis es correcto y los acontecimientos acaben demostrando que estábamos en lo cierto.*

jugar a intentar anticipar qué es lo que va a hacer el mercado, independientemente de los valores fundamentales?

Hasta ahora, hemos seguido una estrategia "basada en los fundamentales": compramos aquello que creemos que está barato, teniendo en cuenta el valor a largo plazo de la compañía, y vendemos lo que consideramos que está caro. Y ésta es la estrategia que queremos mantener. Honestamente, no podemos vender y comprar acciones basándonos en "corazonadas" sobre lo que va a hacer el mercado el siguiente mes, debido a que no tenemos ninguna experiencia concreta en la aplicación con éxito de una estrategia de ese tipo. Esto significa que cuando todo el mundo cree que los mercados van a tener un mal comportamiento, probablemente nosotros tengamos un mal comportamiento (porque todo el mundo venderá).

Por lo tanto, es muy importante que nuestros inversores reconozcan qué es lo que están comprando cuando invierten en nuestros fondos. Están adquiriendo posiciones en compañías que consideramos que son inversiones muy buenas a largo plazo. No están comprando un instrumento del mercado de renta variable cuyos gestores intentarán "superar" al mercado, independientemente de lo que este esté haciendo. Periodos como el actual son difíciles puesto que el análisis fundamental cuenta poco en los resultados a corto y medio plazo. Pero consideramos que nuestra estrategia es buena a largo plazo y pensamos que hemos hecho un trabajo razonable al aplicarla.

Sin embargo, esto no significa que no hayamos cometido errores. Desde luego los hemos cometido y hemos intentado aprender de ellos. Los párrafos siguientes muestran parte de lo que hemos aprendido; nada constituye un "descubrimiento". A lo sumo, admitiremos que "conocíamos" esas cosas. Pero las hemos visto actuar en la práctica, y ahora hemos derivado normas específicas a seguir, que no siempre hemos seguido en el pasado.

¿Qué hemos aprendido?

1. **Equilibrio riesgo/recompensa.** La lección más importante que hemos aprendido, puesto que tiene el mayor impacto sobre el rendimiento, es que no podemos pretender lograr unas rentabilidades máximas, incluso en aquellos casos en los que estemos totalmente convencidos de que nuestro análisis es correcto y los acontecimientos acaben demostrando que estábamos en lo cierto. Las inversiones con una rentabilidad muy alta comportan una volatilidad muy alta y existen límites a la volatilidad que puede asumir un fondo público. Naturalmente, son mucho peores aquellos casos (afortunadamente se producen con mucha menos frecuencia) en los que no tenemos razón: la pérdida es importante. Ahora tenemos una cartera muy equilibrada, tal y como explicaremos a continuación.

*Sin embargo, las compañías con un PER bajo pueden ser inherentemente destructoras del valor, si reinvierten sus beneficios en negocios ruinosos, tal y como lo han hecho la mayor parte de las compañías automovilísticas y aerolíneas, por ejemplo.*

2. **Trampas de valor.** Durante la mayor parte de los primeros años de nuestro trabajo utilizamos, tanto en la selección de valores como en nuestra comunicación a los inversores, un "PER bajo" como casi sinónimo de "barato". Naturalmente, siempre hemos sabido que a veces los PER bajos no son buenos y hemos actuado en consecuencia. También sabemos lo contrario: una compañía minera, por ejemplo, que esté a punto de abrir una nueva mina y doblar su producción puede ser muy atractiva aunque tenga un PER alto en el año en curso. Por ello empezamos a utilizar el "PER ajustado" (tal y como se explica en nuestra *Newsletter* de diciembre de 2007), y recientemente hemos publicado nuestra Rentabilidad esperada para el fondo en vez de su PER (profundizaremos en esto más adelante). Pero aquí hay una cuestión aún más profunda: una acción puede ser una gran inversión aunque tenga un "PER estructuralmente alto" y, por el contrario, un PER permanentemente bajo puede que no sea un indicador de una buena inversión.

Tratamos esto detalladamente en nuestra *Newsletter* de marzo de 2011, en la cual mostramos por qué pensábamos que Nestlé, con un PER de 15, no era una inversión mejor que Peugeot con un PER de 5. El motivo básico es que las acciones se compran para siempre, lo cual es mucho tiempo. Como las compañías no abonan todos sus beneficios como dividendos, los nuevos beneficios que obtengan sobre lo que mantengan constituyen un determinante clave de la rentabilidad a largo plazo. Las compañías que pueden reinvertir una parte significativa de sus beneficios en un negocio muy rentable valen mucho más que aquellas que no pueden hacerlo. Sin embargo, las compañías con un PER bajo pueden ser inherentemente destructoras del valor, si reinvierten sus beneficios en negocios ruinosos, tal y como lo han hecho la mayor parte de las compañías automovilísticas y aerolíneas, por ejemplo.

3. **Es esencial que la dirección coincida con los accionistas.** Esta cuestión está vinculada en cierta medida con el punto anterior. Imaginen a una compañía que opera en un negocio muy rentable, pero en la que las oportunidades de crecimiento no son tan buenas, debido a la saturación del mercado. La forma en que la dirección de la empresa gestione el "efectivo excedentario" constituirá la clave que determine la rentabilidad de la compañía a largo plazo. La mayor parte de los directivos prefiere reinvertir el efectivo (incluso en negocios muy malos) antes que dárselo a los accionistas. Como, por definición, su negocio principal no puede crecer, presentarán sus inversiones como grandes oportunidades. No obstante, estas inversiones a menudo consisten en aventuras en otros países o industrias en los que la sociedad no tiene experiencia, o consisten en la adquisición de buenas empresas a precios muy altos, lo cual destruirá el valor para los accionistas compradores. Es difícil encontrar directivos

*La mayor parte de los directivos prefiere reinvertir el efectivo (incluso en negocios muy malos) antes que dárselo a los accionistas.*



*No se trata por lo tanto de garantizar que no se vaya a producir nada malo (tarea imposible), sino de invertir en compañías que puedan soportar todo lo malo que pueda ocurrirles.*

*El verdadero problema con la deuda es que tarde o temprano la compañía no podrá renovarla y tendrá que liquidar los activos (al precio más bajo del ciclo).*

*El lado positivo del trabajo de analista es que es, en gran medida, acumulativo: una vez comprendemos cómo opera una industria concreta, únicamente tenemos que mantenernos al día, lo cual lleva mucho menos tiempo que el análisis original. A lo largo de los años, hemos acumulado por lo tanto mucho conocimiento sobre cómo valorar las compañías cíclicas, las compañías de productos para el consumo, las compañías productoras de recursos naturales, las aseguradoras y las reaseguradoras, etc.*

(cuyas recompensas en el mundo real están relacionadas en última instancia con el tamaño de las empresas que dirigen) que renuncien a un crecimiento no rentable de la compañía para entregar el efectivo excedentario a los accionistas.

Esto es algo que sabemos, naturalmente, pero hemos aprendido de la peor forma posible que la coincidencia de la dirección con los accionistas es uno de los criterios fundamentales de la inversión. Aunque todo lo demás indique que se trata de una gran oportunidad de inversión (alta rentabilidad esperada, sólida posición competitiva, bajo precio de la acción, etc.), es necesario evitarla si no existe una coincidencia entre la dirección y los intereses de los accionistas. La dirección puede destruir fácilmente gran parte del valor creado por un negocio, así que su actitud es determinante. En esencia, es necesaria una visión a largo plazo para decidir si una compañía es o no una inversión de valor, independientemente (en cierta medida) del PER actual.

4. **La mayor parte de las pequeñas compañías es demasiado frágil para constituir una inversión segura.** Está bastante claro que vivimos en un mundo a veces impredecible. No se trata por lo tanto de garantizar que no se vaya a producir nada malo (tarea imposible), sino de invertir en compañías que puedan soportar todo lo malo que pueda ocurrirles. Desafortunadamente, pocas veces las pequeñas empresas son lo suficientemente resistentes. Tienden a no disfrutar de una segunda oportunidad. Únicamente son interesantes las empresas libres de deuda, con un historial probado en una industria estable.
5. **La deuda es tóxica.** Hemos pasado de un periodo en el cual el dinero era gratis a un periodo en el cual no hay dinero. Por muy difícil que sea de creer, España pagaba menos que Alemania por su deuda del Estado hace tan sólo 5 años (tal y como hemos mencionado más arriba), y las empresas podían tomar prestado todo el dinero que necesitaban para impulsar todo tipo de proyectos. El problema de la liquidez es que existe sólo hasta que realmente se necesita. La deuda no sólo es un amplificador en el sentido de que si los beneficios son buenos los incrementa y si los beneficios son malos los disminuye. Si fuera sólo eso, se podría aguantar la volatilidad. El verdadero problema con la deuda es que tarde o temprano la compañía no podrá renovarla y tendrá que liquidar los activos (al precio más bajo del ciclo). Las compañías endeudadas (o las personas endeudadas) acabarán con importantes pérdidas permanentes. Es sólo una cuestión de tiempo. No obstante, se puede "aguantar" durante mucho tiempo. Pero en un fondo como el nuestro, que pretende mantenerse durante muchísimo tiempo, la deuda únicamente puede suponer una mala rentabilidad en última instancia.

Además de estas "lecciones", hemos aprendido mucho sobre una gran cantidad de empresas e industrias. El lado positivo del trabajo de analista es que es, en gran medida, acumulativo: una vez comprendemos cómo opera una industria concreta, únicamente tenemos que mantenernos al día, lo cual lleva mucho menos tiempo que el análisis original. A lo largo de los años, hemos acumulado por lo tanto mucho conocimiento sobre cómo valorar las compañías cíclicas, las compañías de productos para el consumo, las compañías productoras de recursos naturales, las aseguradoras y las reaseguradoras, etc. Asimismo, ahora conocemos bien los detalles de muchas empresas e incluso de sus directivos. Esto supone que nuestra gestión del fondo sea más sólida, abriendo nuevas posibilidades para el futuro.

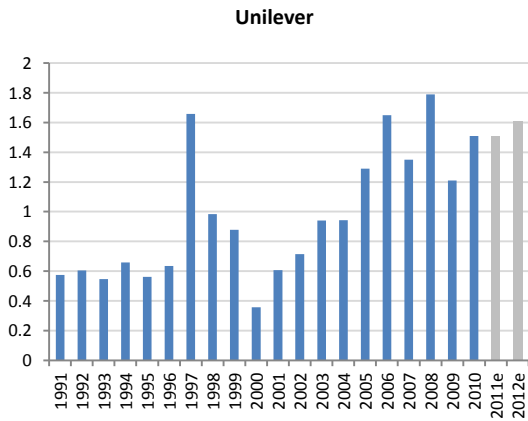
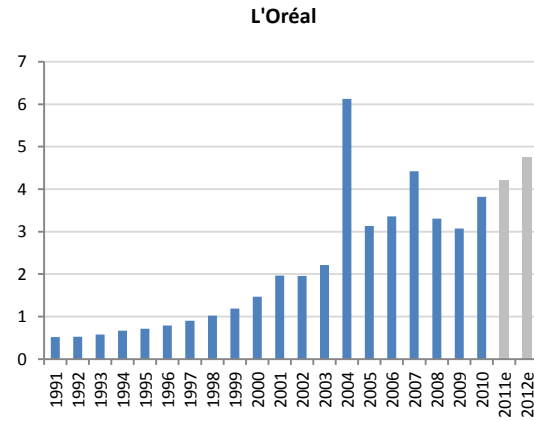
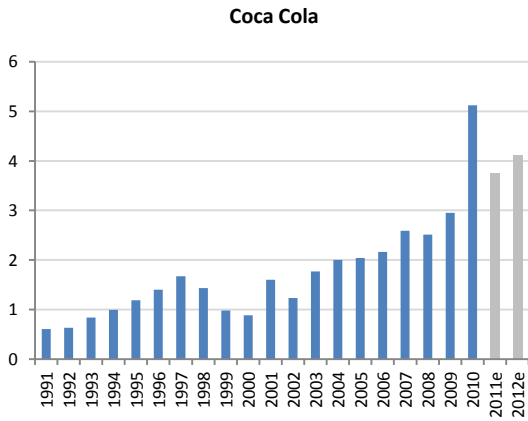
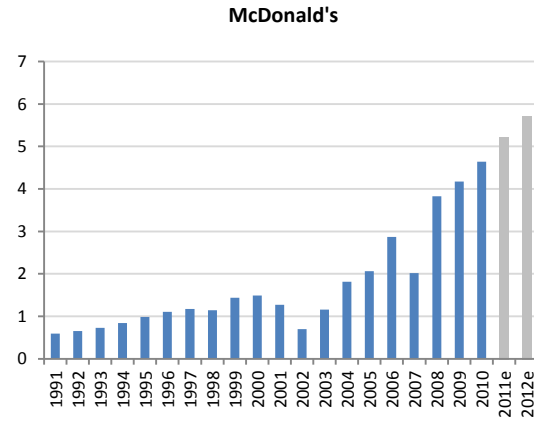
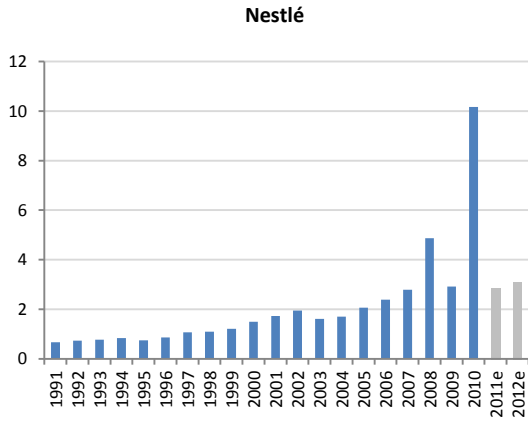
### Cómo construimos en la actualidad nuestras carteras

Todo este aprendizaje nos ha llevado a estructurar nuestra elección de inversiones de manera distinta, de una manera que consideramos que es relativamente original y que también debería ayudarnos a garantizar buenos resultados. Nuestras opciones de inversión incluyen ahora varios conceptos y prácticas fundamentales.

1. **El concepto de "acción sin riesgo"**. Como nuestros fondos pretenden invertir en mayor medida en acciones ordinarias, empezamos por determinar la inversión "menos arriesgada" que podamos realizar. Naturalmente, se trata de una cuestión muy importante. La totalidad del edificio de las finanzas académicas y profesionales se construye con la idea de determinar en primer lugar la rentabilidad del "activo sin riesgo" y luego analizar cuáles deberían ser los diferenciales (primas) de todos los demás activos, teniendo en cuenta su riesgo extraordinario. Adaptamos este concepto al mundo de la renta variable.

¿Qué es una "acción sin riesgo"? ¿Existe en realidad? Naturalmente, un mundo en el cual se ha rebajado la calificación de la deuda del gobierno de Estados Unidos no parece que contenga activos que realmente estén libres de riesgo. Después de todo, una guerra nuclear podría empezar cualquier día. Pero descartando los cataclismos verdaderamente extremos, existen acciones que, en nuestra opinión, no sólo son las acciones menos arriesgadas, en comparación con otras acciones, sino que también se encuentran verdaderamente libres de riesgo a largo plazo, en términos absolutos. Algunas compañías operan en unos ámbitos y disfrutan de unas posiciones que suponen que podamos esperar una rentabilidad a largo plazo en casi cualquier circunstancia. En este sentido, la crisis de 2008-2009 es útil, puesto que realmente nos proporciona una prueba de tensión muy importante en la vida real. La Figura 19 muestra los beneficios por acción en los últimos 20 años de varias empresas: Nestlé, McDonald's, Coca-Cola, L'Oréal, Unilever.

Figura 19: Beneficios por acción de Nestlé, McDonald's, Coca-Cola, L'Oréal y Unilever, en la divisa principal, en los últimos 20 años (fuente: Bloomberg)



Naturalmente, no basta con cumplir un nivel de rentabilidad muy constante. Puesto que el futuro puede diferir (diferirá) del pasado, debemos comprender por qué esas empresas son tan estables. Después de todo, las compañías que un día fueron rentables (como, por ejemplo, Kodak) a veces dejan de serlo.

Tomemos el caso de Nestlé. Se trata de una compañía que básicamente opera en la industria alimentaria. Se trata de un sector muy estable: la cantidad de alimentos consumidos cada año es básicamente la misma, independientemente de las circunstancias económicas. Por lo tanto, difiere en gran medida de, por ejemplo, el sector automovilístico o el de las aerolíneas, en los cuales una recesión tiene un grave impacto sobre la demanda. Pero existen más razones para la estabilidad de Nestlé. Vende muchos tipos de alimentos bajo sus propias marcas, que son difíciles de replicar, a través de canales de distribución en los cuales es muy difícil penetrar y en más de 113 países. Nestlé lleva haciéndolo décadas y ha logrado una enorme experiencia en sus distintos negocios. Cuando una línea de productos en un país concreto no está obteniendo los resultados esperados, existen varias cosas que puede intentar hacer la compañía para resolver el problema. Es muy difícil imaginar los motivos por los cuales, en un año concreto, podría producirse una caída importante en los beneficios. De hecho, ni siquiera durante la reciente "Gran recesión" se ha producido una caída de este tipo. Sin duda, el futuro será distinto al pasado, pero vemos unos retos mucho menores para Nestlé que, por ejemplo, para Apple Inc.: Nestlé depende en mucha menor medida de innovaciones radicales e inesperadas. No tiene que enfrentarse al riesgo de la reglamentación gubernamental constante, como lo hacen los bancos o las empresas de suministros públicos; no asume ningún riesgo de divisas (vende en todas las divisas del mundo y obtiene sus productos en la mayor parte de los países); y no tiene deuda. Sus negocios no exigen grandes inversiones iniciales de capital. Asimismo, puede incrementar o disminuir fácilmente sus compromisos con los distintos negocios y países, para ajustarse a acontecimientos imprevistos (al menos en comparación con empresas, como por ejemplo las refinerías de petróleo, que únicamente son propietarias de unos pocos activos completamente inmuebles).

A una compañía como Nestlé le pueden pasar cosas malas; ya ha sufrido su cuota de escándalos, alguien podría adulterar y envenenar sus productos o alguna de sus fábricas podría explotar, suponiendo la muerte de muchas personas. Pero probablemente ninguno de estos acontecimientos afectaría permanentemente a la rentabilidad de la compañía.

No obstante, podemos rebajar el riesgo de poseer acciones de Nestlé al no poseer únicamente acciones de Nestlé, sino una

cesta de las acciones que se muestran en la Figura 19 (además de muchas otras empresas comparables). Todas comparten las mismas características estratégicas y su diversidad contribuye a rebajar el riesgo general de la cartera. Es importante subrayar que, en el mundo real, una cartera de acciones de este tipo conlleva probablemente menos riesgo que cualquier otro activo que pueda compararse. Conlleva ciertamente menos riesgo que el sector inmobiliario, los bonos soberanos de calificación *investment-grade* (que están sujetos a importantes riesgos inflacionarios), los metales preciosos, etc. Como acciones que son, sus precios subirán y caerán día a día, pero como generadores de beneficios podemos confiar en la estabilidad de estas compañías.

Una vez hayamos determinado que existe realmente un grupo de acciones que comportan un riesgo económico realmente muy bajo, debemos determinar la rentabilidad de poseer esas acciones. Esto es muy fácil en lo que respecta al "activo sin riesgo" tradicional, el bono del Estado a corto plazo: basta con consultar el periódico. Un bono del gobierno de Estados Unidos a un año paga el 0,1% a fecha de hoy. Valorar las acciones es bastante más complicado.

En nuestra *Newsletter* de marzo de 2011, mostramos nuestra forma de valorar a una compañía estable como Nestlé:

*La empresa ofrece un rendimiento de los fondos propios muy estable, de alrededor del 18%-20% anual. Paga en dividendos la mitad de los beneficios y reinvierte el resto. La rentabilidad del dividendo es actualmente del 3,5%. Esto significa que, como propietario de una acción de Nestlé, uno recibe el 3,5% del precio actual de la acción en metálico (el dividendo), mientras que otro 3,5% (la otra mitad de los beneficios) se lo queda la empresa, que lo reinvierte con un rendimiento del capital de, digamos, el 19%. Esto significa que el dividendo puede crecer anualmente alrededor de un 8%-10%. Y eso es lo que ha estado sucediendo en los últimos veinte años... Si una inversión concreta rinde un 3,5% en metálico y aumenta dicho rendimiento un 8% anual, equivale a un rendimiento del 11,5% anual. Eso es lo que la apreciación del precio de las acciones de Nestlé, dividendos incluidos, ha estado haciendo durante los últimos veinte años...*

Aplicando este planteamiento, la rentabilidad que podemos esperar, a precios actuales, de estas acciones "sin riesgo" es de aproximadamente el 11% de media, a largo plazo.

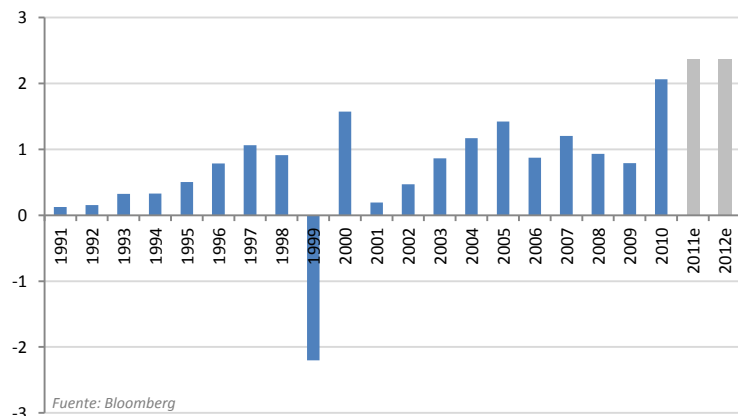
Ahora tenemos un activo (una cesta de "acciones sin riesgo") que tiene una rentabilidad cercana al 11%. En un contexto de tipos de interés extremadamente bajos, consideramos que se trata de una

rentabilidad muy buena: una inversión comparable a largo plazo sería el bono del Estado alemán a 20 años, que en la actualidad tiene una rentabilidad del 2,5%. Y es importante destacar que los bonos del Estado corren el riesgo muy real de la inflación, mientras que las acciones no se ven afectadas por ella. La rentabilidad diferencial real es incluso superior para estas acciones.

Como se trata de acciones "sin riesgo" y nos proporcionan lo que consideramos que es una rentabilidad muy satisfactoria, simplemente podemos invertir todo nuestro dinero en estas acciones. De hecho, para que adquiramos cualquier otro tipo de acciones debemos descubrir una rentabilidad extraordinaria que compense con creces los riesgos que asumiríamos por mantenerlas en cartera.

2. **El "diferencial de riesgo"**. Tomemos como ejemplo una compañía como Intel Corp. (que tenemos en cartera). Es el líder mundial absoluto en chips para CPU de ordenadores (el "cerebro" de la máquina): su cuota de mercado es superior al 70%, y sigue en aumento. Su posición es difícil de atacar: sus economías de escala son importantísimas, lo cual les permite superar a cualquier competidor en investigación y en inversión en inmovilizado material. Esto se ha traducido en una rentabilidad excelente a largo plazo, tal y como se muestra en la Figura 20.

Figura 20: Beneficios por acción de Intel, en USD, en los últimos 20 años

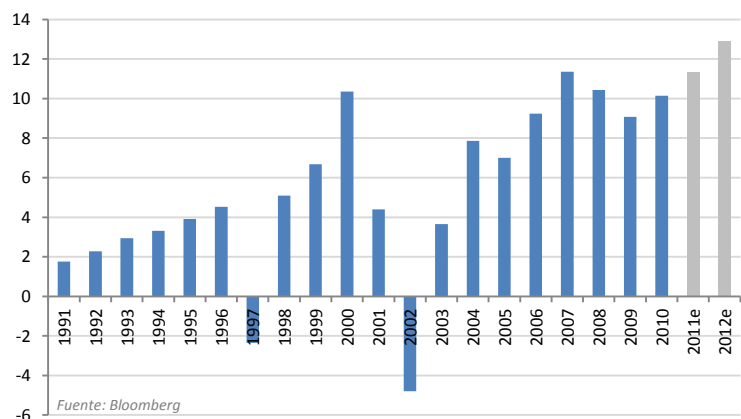


Pero ¿qué ocurrirá en el futuro? Bueno, es difícil imaginar que Intel pierda su posición en el sector informático. Pero la compañía ha tardado en introducirse en los chips de bajo consumo energético, que constituyen el núcleo de los *smartphones* y de las *tablets*. El negocio requiere mucho capital y tiene altibajos. Parece una apuesta más segura que Nestlé vaya a seguir vendiendo chocolate dentro de 20 años, a que Intel siga

mantiéndose en su posición actual. Aunque esta posición es excelente en la actualidad y su crecimiento es superior al de muchas de las acciones verdaderamente "sin riesgo", no es del todo "sin riesgo". Por lo tanto, únicamente invertiríamos en Intel si nos proporciona una Rentabilidad esperada claramente superior (digamos, un 20% más) que la de las acciones sin riesgo.

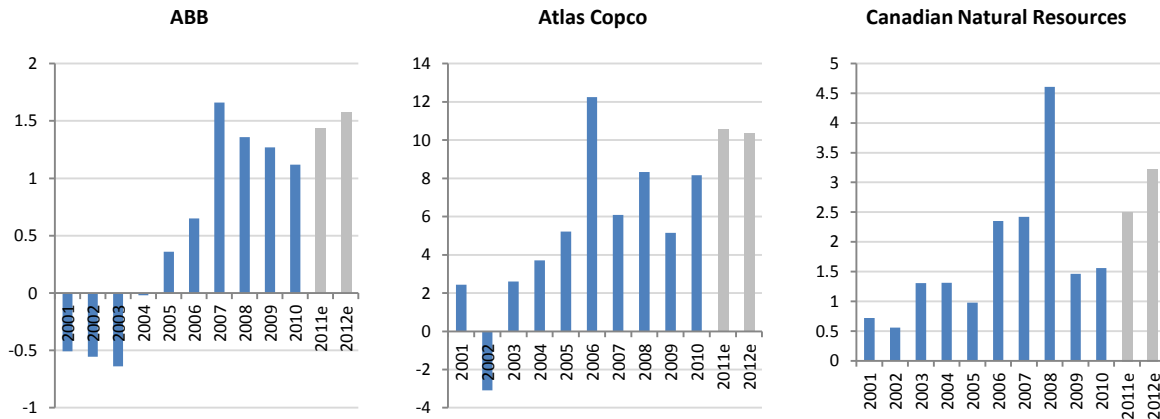
Podríamos seguir analizando acciones, observando en primer lugar su nivel relativo de riesgo (es decir, la incertidumbre de su rentabilidad), y posteriormente el "diferencial" (o falta del mismo) de esas rentabilidades en comparación con las acciones "sin riesgo". En SIA dividimos todas las acciones en 4 categorías, que simplemente denominamos categoría 1 a 4. La categoría 1 comprende las acciones sin riesgo. La categoría 2 comprende a compañías con posiciones extremadamente sólidas y riesgo muy bajo, aunque con algunas incertidumbres (tecnología, regulación, competencia, etc.). Intel sería una de esas empresas, al igual que Roche (la Figura 21 muestra los datos históricos de la compañía). Muchas compañías de reaseguros también se incluyen en esta categoría.

Figura 21: Beneficios por acción de Roche, en CHF, últimos 20 años



La categoría 3 incluye compañías muy sólidas que están sujetas al ciclo económico inevitable de sus industrias. Las compañías industriales sólidas (ABB, Atlas Copco) y los principales productores de materias primas se incluyen dentro de esta categoría (véase la Figura 22 para conocer los datos históricos por compañía).

Figura 22: Beneficios por acción de ABB, Atlas Copco y Canadian Natural Resources, en la divisa principal, en los últimos 10 años (fuente: Bloomberg)



Por último, entre las empresas de la categoría 4 se incluyen aquellas que tienen algún riesgo de sufrir una "mala racha": por ejemplo los productores de materias primas de alto coste, las compañías altamente cíclicas, etc.

A la hora de analizar las empresas, en primer lugar las asignamos a una categoría concreta y únicamente continuamos si consideramos que la Rentabilidad Esperada es lo suficientemente alta para esa categoría. En las condiciones actuales, exigimos una Rentabilidad Esperada del 12% para comprar una nueva acción de la categoría 1, el 14% para una acción de la categoría 2, el 16% para una acción de la categoría 3, y el 18% para una acción de la categoría 4. Las vendemos si la Rentabilidad esperada cae más de dos puntos, por la subida del precio de la acción o debido a que consideremos que la compañía vaya a lograr, permanentemente, menos dinero del esperado.

3. **Creación de carteras.** Intentamos mantener un buen equilibrio entre las distintas categorías, y tenemos el objetivo de invertir aproximadamente el 25% en cada una de ellas. Pero esta decisión está sujeta a que encontremos empresas realmente buenas que sean lo suficientemente baratas (es decir, que rindan la Rentabilidad esperada que deseamos) en cada categoría. De otro modo, dirigimos nuestras inversiones hacia las categorías 1 y 2.

Esta categorización nos ayuda a explicar qué es lo que sucedió con nuestra cartera en 2008: teníamos una alta proporción de la cartera en las categorías 3 y 4. Cuando vino la crisis, los resultados se vieron afectados. Muchas de nuestras compañías lo hicieron bien y recuperaron su rentabilidad. Pero algunas, no. Por consiguiente, afectados por 2008, sesgamos nuestra cartera un poco demasiado hacia las que ahora denominamos categorías 1 y 2, en un momento en el que las categorías 3 y 4 se encontraban



*Honestamente, creemos que una cartera construida alrededor de acciones con riesgo muy bajo, con una rentabilidad cercana al 10-12%, aumentada mediante acciones bien analizadas que tengan una rentabilidad mucho mayor, y que se mantenga equilibrada, proporcionará rentabilidades a largo plazo de dos dígitos. Esto es de aplicación especialmente a las circunstancias macroeconómicas actuales.*

de hecho extremadamente baratas después de la caída. Por ello, pese a que el rendimiento de 2009 fue muy sólido (68,9%), no fue suficiente para recuperar la caída anterior.

Nuestra cartera Classic tiene ahora una rentabilidad esperada superior a 15%, y una volatilidad mucho más baja de la que solía tener. Su éxito dependerá, como siempre, de que hayamos determinado correctamente las Rentabilidades Esperadas, y de nuestra disciplina en la venta de las acciones una vez suba su precio, en el momento en que el "diferencial" sobre las acciones sin riesgo ya no sea lo suficientemente interesante. Esto es lo difícil: significa vender las acciones que hemos "descubierto", que lo están haciendo mejor que el mercado, y que siguen estando baratas. Pero si deseamos mantener nuestro planteamiento de valor, no debemos enamorarnos de ninguna acción y debemos vender cuando alcancen su precio (determinado por su categoría).

#### **El futuro**

Honestamente, creemos que una cartera construida alrededor de acciones con riesgo muy bajo, con una rentabilidad cercana al 10-12%, aumentada mediante acciones bien analizadas que tengan una rentabilidad mucho mayor, y que se mantenga equilibrada, proporcionará rentabilidades a largo plazo de dos dígitos. Esto es de aplicación especialmente a las circunstancias macroeconómicas actuales.

Es obvio que las actuales tensiones en la zona euro no van a desaparecer en las próximas semanas. Tal y como llevamos diciendo desde hace varios años, el proceso de desapalancamiento de las economías desarrolladas llevará mucho tiempo, durante el cual el crecimiento medio será mediocre. Lógicamente, algunos trimestres (o incluso años) serán mejores que la media y es posible que los inversores reaccionen como si la crisis hubiera finalizado. Necesariamente, algunos trimestres (o años) serán peores y los inversores reaccionarán como si volviéramos a una crisis terrible. Ninguna de las dos cosas será cierta. Los mercados serán volátiles pero las buenas empresas continuarán ganando dinero. El euro no afectará a las ventas mundiales de chocolate de Nestlé, ni a las ventas de hamburguesas de McDonald's. Independientemente de lo que pase en Bruselas, cientos de millones de personas se mudarán a las ciudades de los mercados emergentes, incrementando el consumo de los ya escasos recursos naturales. Es precisamente en tiempos como éste, en los que los inversores se encuentran profundamente traumatizados por las importantes pérdidas recientes, en los que se encuentran las mejores oportunidades para obtener una rentabilidad a largo plazo.

¿Se duplicará el precio de nuestro fondo Classic en los próximos diez años? Nos sorprendería mucho si no lo hace claramente mejor. Por desgracia, no existen rentabilidades "garantizadas" a la hora de invertir.

*Hemos decidido volver a fusionar nuestros fondos Classic II y Alpha II con los fondos Classic I y Alpha I. Después de que se haya obtenido la aprobación de la CSSF, los fondos volverán a estar abiertos a las suscripciones.*

No obstante, creemos que la capacidad para generar beneficios de nuestra cartera de empresas justificará una muy buena rentabilidad. En muchos aspectos, la situación actual de los mercados no difiere mucho de la de 2002, año en el cual fue relativamente fácil descubrir empresas infravaloradas.

#### **Noticias SIA**

Como anuncio importante, hemos decidido volver a fusionar nuestros fondos Classic II y Alpha II con los fondos Classic I y Alpha I. Lo único que supone esta decisión es que el máximo histórico para los inversores de los fondos II se convertirá ahora en el de los fondos I, es decir, no se cobrarán comisiones de rendimiento hasta que los fondos alcancen los máximos históricos de los fondos Classic I y Alpha I, que son muy superiores a los de los fondos II. Esencialmente, no se cobrarán comisiones de rendimiento hasta que el fondo Classic duplique su valor y el fondo Alpha suba un 50%. Esta decisión entrará en vigor en el primer trimestre de 2012 (después de que haya sido aprobada por la CSSF), y por lo tanto los fondos Classic I y Alpha I volverán a estar abiertos a las suscripciones.

En el departamento de personal, debemos comunicar que Yiyi Jiang ha decidido abandonar SIA por motivos personales. Era una analista junior excelente y le deseamos lo mejor.

Hemos programado presentaciones públicas de nuestros fondos en Zúrich, Ginebra y Madrid en enero, en las que podremos debatir todas estas cuestiones y cualesquiera otras dudas que puedan tener nuestros inversores, en persona y detalladamente.

## Presentaciones

Celebraremos presentaciones en Zúrich y en Ginebra el 19 y 20 de enero. A continuación encontrarán la invitación y el formulario web para confirmar su asistencia.

### *Presentación en Zúrich el jueves 19 de enero de 2012 a las 17.00 h.*

1. Introducción: análisis de 2011. Situación del mercado y previsiones para 2012.
2. LTIF – 10 años de inversión: la década prodigiosa. Lo que hemos logrado, lo que hemos aprendido y lo que esperamos para los próximos 10 años.
3. Cómo construir una cartera de renta variable para obtener rentabilidades de dos dígitos y asumir un riesgo bajo en este entorno.
4. Comentarios generales sobre nuestros fondos.
5. Después de la presentación, nuestros gestores de fondos y expertos en los sectores de la energía, sector minero, servicios financieros, industria, consumo, sanidad y mercados emergentes, estarán a su disposición para preguntas.

Lugar de celebración: **Hotel Savoy Baur en Ville**. Se ofrecerá un cóctel después del Seminario de inversión.

### *Presentación en Ginebra el viernes 20 de enero de 2012 a las 11.45 h.*

1. Introducción: análisis de 2011. Situación del mercado y previsiones para 2012.
2. LTIF – 10 años de inversión: la década prodigiosa. Lo que hemos logrado, lo que hemos aprendido y lo que esperamos para los próximos 10 años.
3. Cómo construir una cartera de renta variable para obtener rentabilidades de dos dígitos y asumir un riesgo bajo en este entorno.
4. Comentarios generales sobre nuestros fondos.
5. Después de la presentación, nuestros gestores de fondos y expertos en los sectores de la energía, sector minero, servicios financieros, industria, consumo, sanidad y mercados emergentes, estarán a su disposición para preguntas.

Lugar de celebración: **Swissôtel Métropole**. Se ofrecerá un almuerzo buffet después del Seminario de inversión.

Después de cada presentación, se celebrará una charla coloquio acerca de las ideas debatidas. Los intervinientes también estarán disponibles para facilitar más información después de la presentación.

Rogamos confirmen su asistencia utilizando este [formulario web](#).

**Cifras de las clases en USD**

Tabla 2: Valor liquidativo – Activos gestionados en USD

Diciembre 2011	VL	Δ 3 meses	Δ hasta la fecha	Rentab. anualizada desde la creación	Activos gestionados (en millones)
LTIF Classic [USD]	275.35	7.64%	-22.32%	11.90%	332.87 *
LTIF Classic II [USD]	144.87	7.64%	-22.30%	0.90%	*Classic y Classic II combinados
LTIF Alpha [USD]	171.41	-2.07%	-20.88%	4.04%	45.2 **
LTIF Alpha II [USD]	127.32	-2.06%	-20.86%	-4.02%	**Alpha y Alpha II combinados
LTIF Natural Resources [USD] (previamente Global Energy Value Fund)	128.87	12.62%	-35.90%	-0.43%	71.27
LTIF Emerging Market Value [USD]	96.52	6.03%	-27.87%	-26.60%	4.57
MSCI World Index TR [USD] (Bloomberg GDDUWI)	4'074.83	7.72%	-5.02%	4.12% ***	*** fecha de creación de Classic

Figura 23  
LTIF – Classic USD

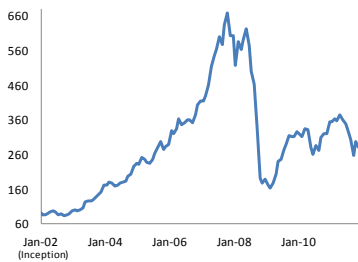


Figura 24  
LTIF – Classic II USD

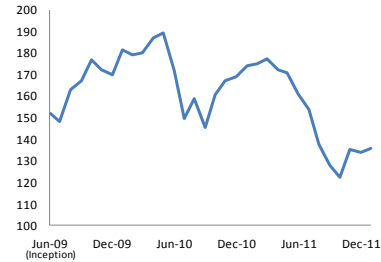


Figura 25  
LTIF – Alpha USD

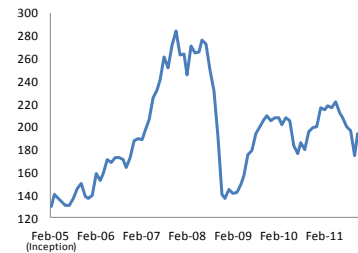


Figura 26  
LTIF – Alpha II USD

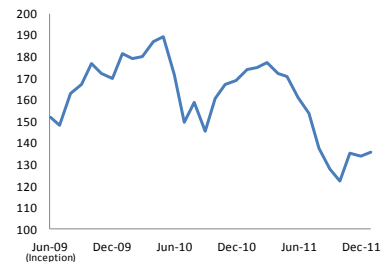


Figura 27  
LTIF – Natural Resources USD

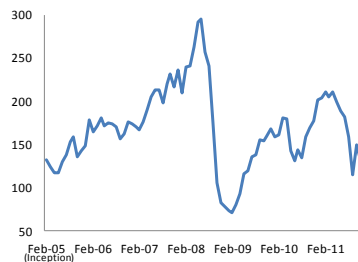


Figura 28  
LTIF – Emerging Market Value USD



**Cifras de las clases en CHF**

Tabla 3: Valor liquidativo – Activos gestionados en CHF

Diciembre 2011	VL	Δ 3 meses	Δ hasta la fecha	Rentab. anualizada desde la creación	Activos gestionados (en millones)
LTIF Classic [CHF]	257.48	10.82%	-22.07%	5.69%	311.27 *
LTIF Classic II [CHF]	135.47	10.82%	-22.05%	-4.30%	*Classic y Classic II combinados
LTIF Alpha [CHF]	160.28	0.82%	-20.63%	0.50%	42.27 **
LTIF Alpha II [CHF]	119.06	0.83%	-20.61%	-8.96%	**Alpha y Alpha II combinados
LTIF Natural Resources [CHF] (previamente Global Energy Value Fund)	120.50	15.93%	-35.69%	-3.57%	66.64
LTIF Emerging Market Value [CHF]	90.25	9.14%	-27.64%	-29.34%	4.27
LTIF Stability Growth [CHF] ***	175.90	-0.23%	-16.12%	2.04%	22.27
***Rentabilidad total (incl. dividendo)	6.50		-13.34%		
LTIF Stability Income Plus [CHF]	175.90	1.50%	1.50%	-	
MSCI World Index TR [CHF] (Bloomberg GDDUWI)	3'825.05	11.83%	-4.53%	-1.61% ****	**** fecha de creación de Classic

Figura 29  
LTIF – Classic CHF

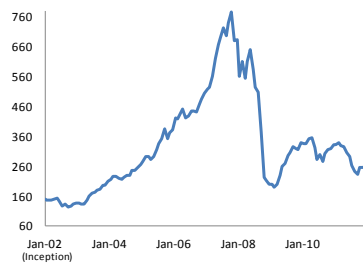


Figura 30  
LTIF – Classic II CHF

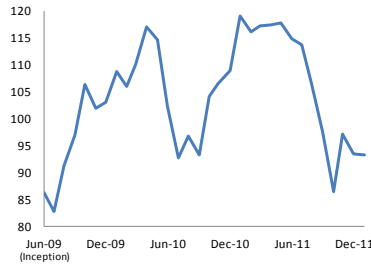


Figura 31  
LTIF – Alpha CHF

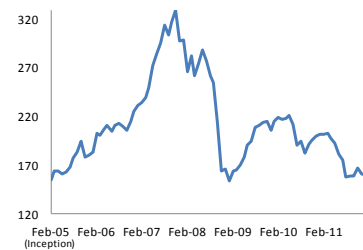


Figura 32  
LTIF – Alpha II CHF

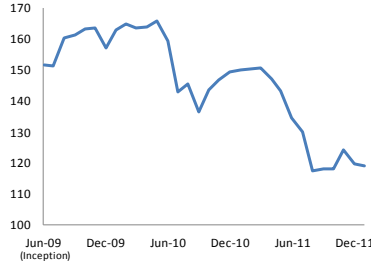


Figura 33  
LTIF – Stability Growth CHF

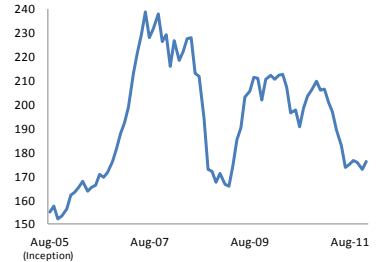


Figura 34  
LTIF – Natural Resources CHF

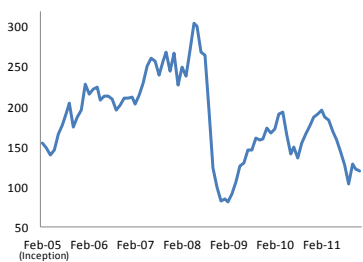
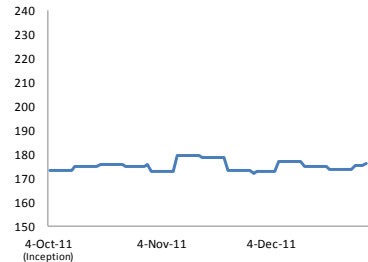


Figura 35  
LTIF – Emerging Market Value CHF



Figura 36  
LTIF – Stability Income Plus CHF



**Cifras de las clases en GBP**

Tabla 4: Valor liquidativo – Activos gestionados en GBP \*

Diciembre 2011	VL	Δ 3 meses	Δ hasta la fecha	Rentab. anualizada desde la creación	Activos gestionados (en millones)
LTIF Classic II [GBP]	93.22	7.89%	-21.72%	3.09%	214.19 (Classic & Classic II combinato)
LTIF Alpha II [GBP]	81.93	-1.82%	-20.27%	-1.94%	29.09 (Alpha & Alpha II combinato)
LTIF Natural Resources [GBP] (previamente Global Energy Value Fund)	82.92	12.88%	-35.42%	2.74%	43.39
LTIF Emerging Market Value [GBP]	62.10	6.26%	-27.33%	-26.95%	2.71
MSCI World Index TR [GBP] (Bloomberg GDDUWI)	2'627.40	8.69%	-4.51%	11.80% *	*fecha de creación de Classic II

\* El rendimiento hasta el 05.11.2009 es una simulación basada en la conversión de EUR a GBP. Los valores liquidativos desde el 01.06.2009 hasta el 04.11.2009 no son oficiales.

Figura 37  
LTIF – Classic II GBP

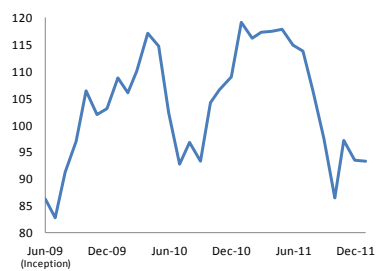


Figura 38  
LTIF – Alpha II GBP



Figura 39  
LTIF – Natural Resources GBP

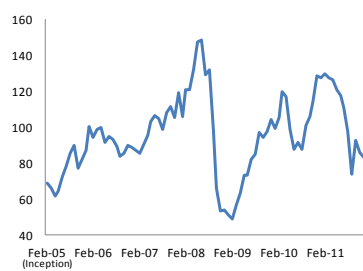


Figura 40  
LTIF – Emerging Market Value GBP



## 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. Los informes se encuentran disponibles en SIA Funds AG. Los resultados pasados no constituyen garantía de las tendencias futuras.

Long Term Investment Fund es una sociedad de inversión de capital variable de tipo "paraguas" constituida como sociedad anónima de conformidad con la legislación del Gran Ducado de Luxemburgo y con carácter de Sociedad de Inversión de Capital Variable ("SICAV") al amparo de la Parte I de la ley de Luxemburgo del 20 de diciembre de 2002. Cuenta con tres subfondos activos, denominados "Classic", "Alpha" y "Energy", que reproducen plenamente tanto al fondo Long Term Investment Fund de BVI (clases "Classic" y "Alpha") como al fondo Global Energy Value con respecto a sus objetivos de inversión y su estructura operativa. Esta *newsletter* va destinada exclusivamente a ciertos inversores privados que han expresado su deseo de recibirla y no constituye en modo alguno una oferta de venta de productos financieros que pueden no resultar adecuados para sus lectores.

### LTIF – Classic II EUR

ISIN: LU0423699429  
Telekurs: 10'096'865  
Bloomberg: LTIFC2E LX

### LTIF – Classic II USD

ISIN: LU0423699692  
Telekurs: 10'096'889  
Bloomberg: LTIFC2U LX

### LTIF – Classic II CHF

ISIN: LU0423699775  
Telekurs: 10'096'893  
Bloomberg: LTIFC2C LX

### LTIF – Classic II GBP

ISIN: LU0457694296  
Telekurs: 10'638'930  
Bloomberg: LTIFC2G LX

### LTIF – Alpha II EUR

ISIN: LU0423699858  
Telekurs: 10'096'895  
Bloomberg: LTIFA2E LX

### LTIF – Alpha II USD

ISIN: LU0423699932  
Telekurs: 10'096'898  
Bloomberg: LTIFA2U LX

### LTIF – Alpha II CHF

ISIN: LU0423700029  
Telekurs: 10'097'000  
Bloomberg: LTIFA2C LX

### LTIF – Alpha II GBP

ISIN: LU0457693215  
Telekurs: 10'638'835  
Bloomberg: LTIFA2G LX

### LTIF – Natural Resources EUR

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

### LTIF – Natural Resources USD

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

### LTIF – Natural Resources CHF

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

### LTIF – Natural Resources GBP

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

### LTIF – Emerging Market Value EUR

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

### LTIF – Emerging Market Value USD

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

### LTIF – Emerging Market Value CHF

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

### LTIF – Emerging Market Value GBP

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

#### Administrador:

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

#### Gestor de Inversiones:

SIA Funds AG  
Parkweg 1  
CH-8866 Ziegelbrücke  
Switzerland

#### Depositario:

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

#### Domicilio social:

1, Boulevard Royal  
L-2449 Luxembourg  
Luxembourg

## Aviso legal - Suiza

Los resultados hasta el 30/09/06 son los del fondo LTIF BVI, convertidos a CHF, del que es pleno sucesor LTIF Stability. Los resultados anteriores han sido auditados por Ernst & Young. Los informes se encuentran disponibles en el Grupo SIA. Los resultados pasados no constituyen garantía de las tendencias futuras.

Long Term Investment Fund Stability (SIA Funds) fue aprobado por la Comisión Bancaria Suiza el 13 de julio de 2006. El fondo inició sus actividades, en francos suizos, el 1 de octubre de 2006. Esta *newsletter* va destinada exclusivamente a ciertos inversores privados que han expresado su deseo de recibirla y no constituye en modo alguno una oferta de venta de productos financieros que pueden no resultar adecuados para sus lectores.

### LTIF – Stability Growth

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

### LTIF – Stability Income Plus

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

#### Administrador:

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

#### Gestor de Inversiones:

SIA Funds AG  
Parkweg 1  
CH-8866 Ziegelbrücke  
Switzerland

#### Depositario:

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