

Figura 1
LTIF – Classic EUR

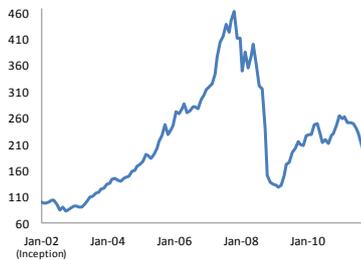


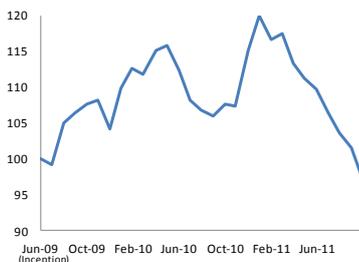
Figura 2
LTIF – Classic II EUR



Figura 3
LTIF – Alpha EUR



Figura 4
LTIF – Alpha II EUR



Long Term Investment Fund

En las figuras 1 a 7 y en la tabla 1 se muestra la evolución del Valor liquidativo de nuestros fondos en el pasado reciente. Más adelante en este boletín, comentamos de forma específica la evolución de cada fondo, así como nuestras expectativas. Pero, antes, nos gustaría revisar algunas ideas sobre los dividendos en efectivo y presentar nuestro fondo Long-Term Investment Fund – Stability Income Plus.

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

Septiembre 2011	VL	Δ hasta la fecha	Δ 12 meses	Rentab. anualizada desde la creación	Activos gestionados (en millones)
LTIF Classic [EUR]	190.66	-27.84%	-15.83%	6.84%	248.04 *
LTIF Classic II [EUR]	100.31	-27.82%	-16.61%	0.13%	* Classic y Classic II combinados
LTIF Alpha [EUR]	130.45	-19.22%	-9.11%	4.07%	39.2 **
LTIF Alpha II [EUR]	96.89	-19.20%	-9.97%	-1.34%	** Alpha y Alpha II combinados
LTIF Natural Resources [EUR] (previamente Global Energy Value Fund)	85.29	-43.08%	-26.80%	-2.39%	50.38
LTIF Emerging Market Value [EUR]	67.85	-31.97%	-	-	3.15
LTIF Stability Series [CHF] ***	176.30	-15.93%	-11.27%	2.16%	24.30
*** Rentabilidad total (incl. dividendo)	4.89	-13.92%			
MSCI World Index TR [EUR] (Bloomberg GDDUWI)	2'812.67	-12.37%	-2.61%	-0.81% ****	**** fecha de creación de Classic

Una breve historia de sardinas

Existe una vieja broma entre inversores: hace algún tiempo, una marca concreta de sardinas en lata de calidad empezó a tener cada vez más problemas de producción porque no podía encontrar suficientes peces de la calidad deseada. La escasez provocó un aumento de precios: los amantes de las sardinas comenzaron a pujar al alza por la cada vez menor cantidad de latas de sardinas restantes. Dado que las latas tienen una larga duración, algunas personas comenzaron a revender sus latas para beneficiarse de los nuevos precios. Pronto, personas a quienes no les gustaban las sardinas se dieron cuenta de que un poco de especulación podía generar buenos rendimientos. Con el tiempo, el precio subió mucho más de lo que cualquier amante de las sardinas razonable pagaría, pero eso no importaba, dado que las sardinas fundamentalmente estaban siendo utilizadas como vehículo de negociación.

Un día, un hombre adinerado decidió impresionar a su familia, todos ellos fervientes amantes de las sardinas, abriendo una lata de esa marca tan cara. Todos miraron con nerviosismo mientras levantaba la tapa. Para asombro de todos, las sardinas se habían echado a perder. Encolerizado, el hombre llamó a la persona que le había vendido las sardinas, exigiendo una disculpa y el reembolso de su dinero. El perplejo vendedor le respondió: "¿Cómo? ¿Ha abierto la lata? Pero... ¡esas sardinas son para invertir,

Figura 5
LTIF – Natural Resources EUR



Figura 6
LTIF – Emerging Market Value

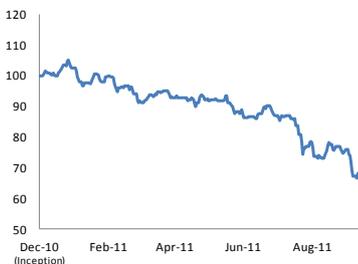
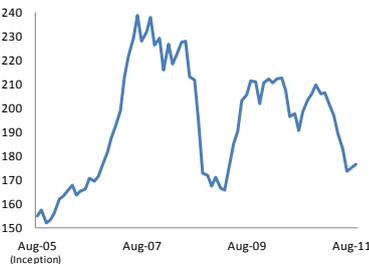


Figura 7
LTIF – Stability CHF (without dividends)



no para comer!” (De igual modo, dos cajas de DRC Romanée-Conti de 1988, un vino de Borgoña de primera calidad, fueron vendidas hace unos meses por 107.000 \$ cada una en Hong Kong. Los vinos de Borgoña, sin embargo, suelen envejecer bien. Si se mantienen bien, no deberían pasarse durante bastante tiempo).

Entre 1983 y 1999, el índice de valores S&P 500 volvió a un 18% anualizado, multiplicando su valor por más de 10 veces. Su precio sólo fue negativo en dos años (1990 y 1994, en un 6,5% y en un 1,5%). Por consiguiente, hizo rica a toda una generación de inversores en bolsa. Cuando los inversores se acostumbraron a esos beneficios anuales, empezaron a interesarse cada vez menos por la utilidad real del activo que con el que se negociaba (¿qué calidad tienen las sardinas?) y a centrarse en la revalorización. Pero un activo, con el paso del tiempo, tiene que ser útil para algo que justifique cualquier precio que se pida. En el caso de las acciones de una sociedad, son útiles porque representan la propiedad de una sociedad que (en algún momento) generará dinero y le generará rendimiento a sus propietarios. Si no fuera así, sería sólo un juego de “pasar la lata”. Con aumentos de precios de más del 15% anual en los años mencionados, los inversores aprendieron a olvidarse de los dividendos (de nuevo, ¿qué calidad tienen las sardinas?), que se situaban en términos medios en un 2% anual durante ese período, terminando en un 1% en 1999. Tremendo error. Las sardinas no importaban.

Actualmente, 11 años después de rentabilidades muy bajas en los precios de las acciones e importantes aumentos de beneficios, las empresas pagan de media un 4% de su precio en dividendos. Esto, en un mundo de tipos de interés muy bajos, es un rendimiento atractivo, como comentaremos por unos momentos. Pero hasta este importe se pierde con facilidad en las enormes fluctuaciones de precios de las acciones que estamos experimentando. Este verano, el precio de las acciones de la mayoría de las empresas fluctuó más de su rendimiento en dividendo anual total durante unos días. Así, es muy fácil olvidarse de los dividendos: ¿a quién le importa un pago del 4% anual si las acciones subyacentes han caído un 10% sólo en el mes de agosto, o suben otro tanto en los próximos meses? Los inversores se obsesionan con las fluctuaciones de precios, no con los dividendos.

Pero la rentabilidad de las acciones se componen de dos elementos: los dividendos percibidos y la revalorización del precio de las acciones. A largo plazo, los pagos de dividendos son un elemento esencial del rendimiento de las acciones. Si ajustamos la inflación, los dividendos suelen representar más de la mitad de la rentabilidad de mercado de las acciones a largo plazo, el resto corresponde al aumento de precio. A corto plazo, las fluctuaciones de precios son bruscas, muy difíciles de predecir, y las subidas y bajadas se compensan de todos modos a largo plazo. Pero los dividendos, como veremos más adelante, son constantes y relativamente fáciles de predecir. Así, son un buen modo de fundamentar una filosofía de inversión. Al fin y al cabo, hay que comer todos los días.

La naturaleza de los dividendos

En primer lugar, los dividendos son efectivo (no consideramos los dividendos “pagados” con la emisión de nuevas acciones, dado que carecen de valor económico: digamos que uno tiene un 4% más de acciones, que ahora vale, cada una, exactamente un 4% menos). Los inversores pueden gastar efectivamente estos dividendos, o invertirlos en cualquier cosa que les parezca bien, sin reducir el valor real de su inversión original. Los dividendos se pagan con cargo a los beneficios y, con rarísimas excepciones, representan un “exceso de flujos de tesorería”, esto es, dinero ganado por la sociedad que no es necesario para garantizar su solidez y crecimiento. Los dividendos son, así pues, beneficios reales. Aumentan con el tiempo y a mayor ritmo que la inflación. Por eso, los dividendos no están protegidos de la inflación, aunque aumentan de verdad en términos reales. Y aumentan de una forma predecible: de nuevo, con muy pocas excepciones, aumentan en más o menos el mismo porcentaje que la economía mundial cada año. En la figura 8 se muestran los dividendos pagados por las sociedades del índice S&P 500 en los últimos 50 años. La única caída digna de mención, en 2009, tuvo lugar porque la banca, un sector que históricamente paga importantes dividendos, entró casi en quiebra. La mayoría de las sociedades no tuvieron ese problema, como se muestra en la figura 9 con relación a un grupo representativo de nuestras inversiones. En ambas figuras, hemos añadido la evolución del precio de las acciones: es obvio que los dividendos son mucho más estables que los precios de las acciones.

Figura 8: Evolución del índice y dividendos pagados por las sociedades S&P 500, en USD, 1960 – 2011e

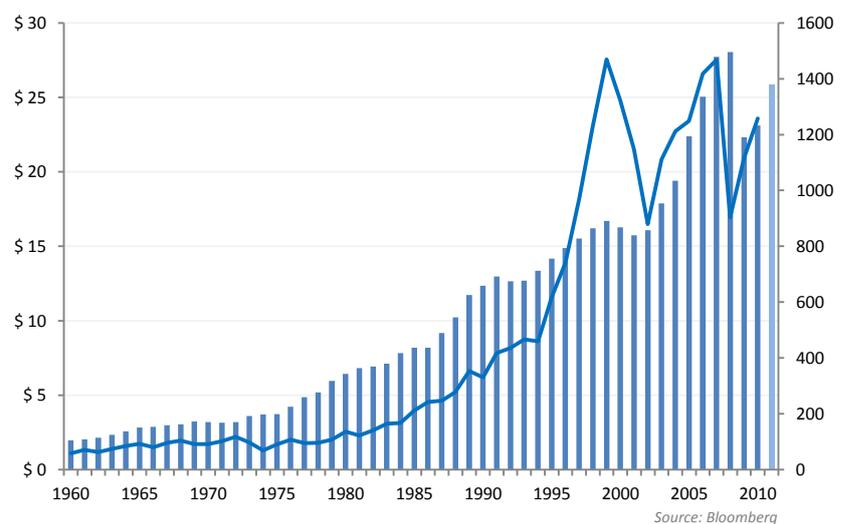
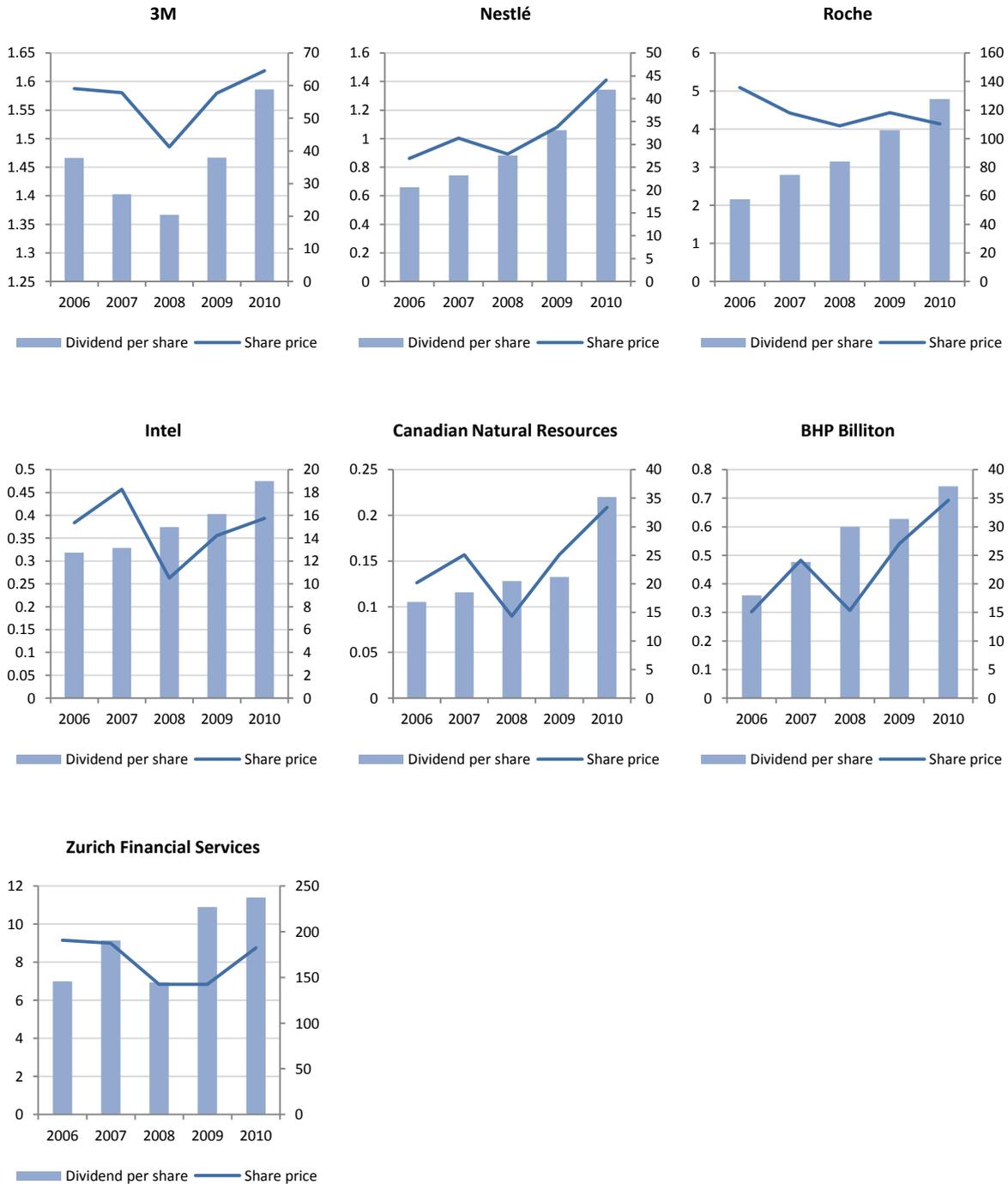


Figura 9: Dividendos por acción pagados por 3M, Nestlé, Roche, Intel, CNQ, BHP Billiton, Zurich Financial, en euros, en los últimos 5 años



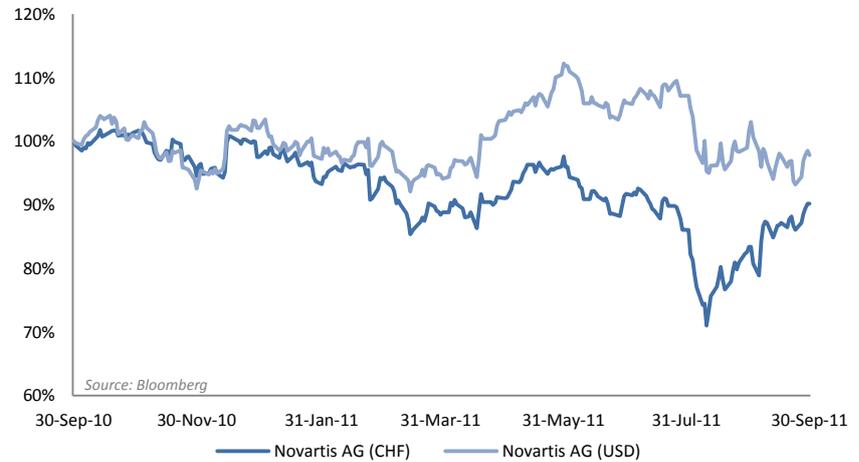
La consecuencia de esto para un inversor es importante: ***Una persona que tenga una buena cartera de acciones y gaste lo que recibe en dividendos terminará siendo más rica cada año en términos reales, con independencia de lo que hagan los precios de las acciones de su cartera y con independencia de la inflación.*** Si se han elegido y diversificado bien las acciones, se puede decir que esa cartera será una de las inversiones con menor riesgo del mundo a largo plazo. Esta combinación de visibilidad y seguridad debería ser muy atractiva en la actualidad dada la incertidumbre económica reinante. Y la rentabilidad a largo plazo de los dividendos son otra baza: alguien que hubiera invertido 1 millón de dólares en sociedades del S&P 500 hace 50 años habría recibido casi medio millón de dólares este año en dividendos, y habría recibido, en los 50 últimos años, casi 10 millones de dólares en efectivo, que podría haber gastado o reinvertido. Además, su inversión inicial valdría en la actualidad en torno a 15 millones de dólares en el mercado.

La clase de acciones LTIF Stability Fund Income Plus

Nuestro fondo LTIF Stability cuenta con una cartera similar a nuestros fondos Classic o Alpha, pero cubre los riesgos de mercado (como el Alpha), pone algo más de relieve las acciones menos volátiles, e invierte hasta el 15% de su fortuna en bonos de alto rendimiento (*high-yield*). Su rentabilidad ha sido muy satisfactoria, dado que ha alcanzado la primera posición en varios estudios por su rentabilidad a largo plazo entre los fondos registrados en Suiza.

Esta rentabilidad se ha visto en parte enmascarada por la fuerte revalorización del franco suizo: como cualquier activo cuya realidad económica subyacente no se encuentra puramente en Suiza, su precio en francos ha caído. En la figura 10 se muestra un ejemplo del precio de la acción de las acciones de Novartis en Zúrich y Nueva York. En ambos casos, la entidad económica es la misma (la misma fracción de Novartis), pero el precio y la rentabilidad parecen diferir bastante. Sin embargo, no lo son: sólo es la unidad con la que miramos a la misma realidad.

Figura 10: Precio de la acción de Novartis en CHF y Novartis en USD en los últimos 12 meses, indexados



Si observamos la evolución de nuestro fondo Stability en euros, la unidad de cuenta de la mayoría de nuestros clientes, vemos una rentabilidad anual del 7,7% en los últimos cinco años, que contrasta con el 2% alcanzado por el World Index, también en euros. La rentabilidad anual del Fondo en francos suizos es del 2%, frente al -3,5% del World Index, también en francos suizos.

Figura 11: LTIF Stability frente al MSCI World Index, en euros, desde su creación, indexada

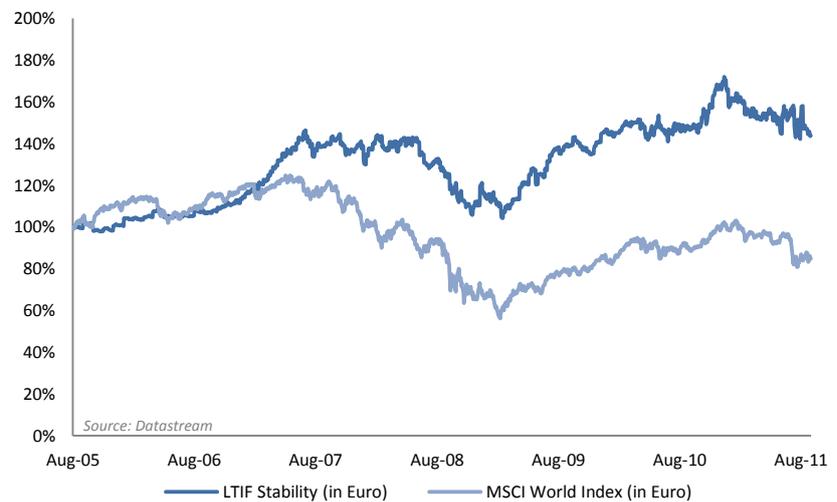
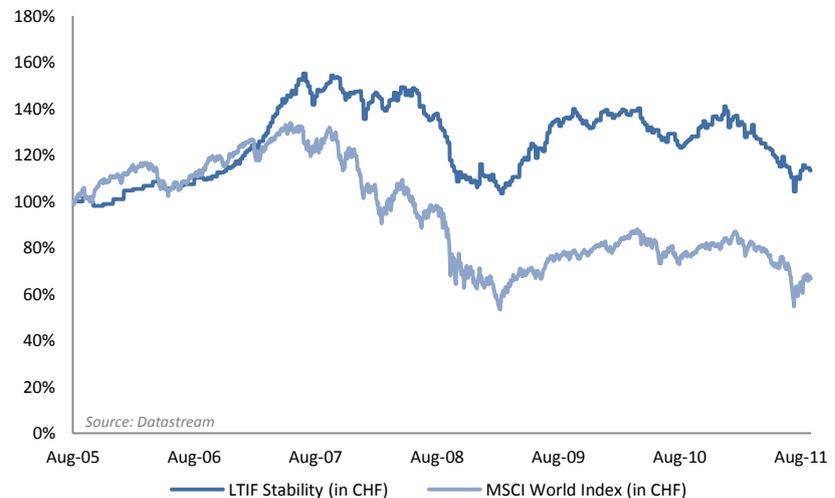


Figura 12: LTIF Stability frente al MSCI World Index, en CHF, desde su creación, indexada



La intención del Fondo, al igual que el resto de fondos de SIA, no era pagar dividendos, sino reinvertirlos directamente en más acciones. Esto era lo que preferían la mayoría de nuestros inversores. Sin embargo, con el fin de cumplir con el complejo reglamento suizo, tuvimos que repartir algunos dividendos durante los últimos ejercicios (2009, 2010 y 2011). Para ofrecer opciones a los inversores, actualmente estamos escindiendo el Fondo en dos clases de acciones: Growth e Income Plus. La clase de acciones Growth nunca repartirá dividendos; la clase de acciones Income Plus, los pagará una o dos veces al año (la frecuencia también dependerá del reglamento).

Nuestra intención es mantener nuestra política de inversión de comprar acciones infravaloradas, de manera que cubramos dinámicamente los mercados y monedas, y comprar estratégicamente bonos de alto rendimiento. Prevemos un primer dividendo de unos 8 CHF, lo que representa un 5% del precio actual del fondo. Más tarde, trataremos de incrementar ese importe al menos en un 3% o 4% anual. Esto debería proporcionar un rendimiento del 8% en efectivo a largo plazo, además de la revalorización de la acción. De ahí que llamemos a estas acciones "Income Plus", porque deberían proporcionar no sólo rendimientos corrientes, sino también crecimiento de los dividendos que se pagan y, en menor medida, del precio de la acción.

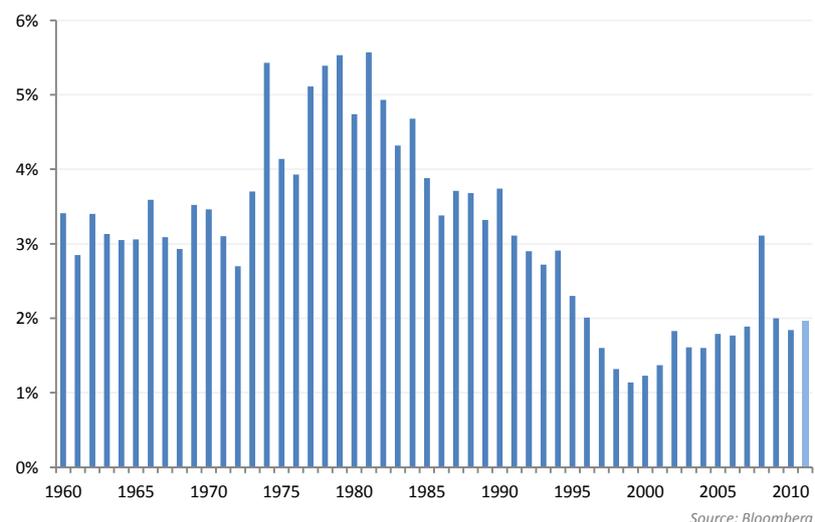
Los inversores actuales serán automáticamente asignados a la clase de acciones "Growth" (la cual no reparte dividendos), aunque pueden cambiarse a la clase "Income Plus" en cualquier momento. En tal caso, recibirán dividendos anuales o semestrales automáticamente.

Esperamos que sea un producto útil para los que inversores que busquen rendimientos seguros y constantes, que no se vean mermados por la in-

flación. Algo que también puede ayudar a todos los inversores: observando el constante aumento anual de los desembolsos en efectivo, pueden centrarse más en las sardinas y menos en los precios tan volátiles de las latas.

Pero el producto no es “atemporal.” El excelente rendimiento en dividendos que ofrece ahora se debe a que los precios de las acciones son bajos, no a que los dividendos sean elevados. Los dividendos no cambian tanto, sólo crecen uniformemente. Esto significa que, salvo por algunas sorpresas dignas de mención, el fondo Income pagará 8 CHF tanto si las acciones siguen bajando, como si suben vertiginosamente. Si suben vertiginosamente (pongamos por caso un 20%), esos 8 francos no representarán el 5% de la inversión, sino sólo un 4%. El momento para “asegurar” los buenos rendimientos es cuando bajen las acciones. Cuando suban, será demasiado tarde. Es como comprar un apartamento para alquilarlo cuando sabes que el alquiler es un importe relativamente fijo que se mantiene en el tiempo. Uno tiene que comprar cuando el precio del apartamento es bajo, no cuando “se recupera”. Los inversores deberían considerar las acciones como latas de sardinas, cuya utilidad son las sardinas, no las latas, y, por lo tanto, comprar las sardinas cuando están a buen precio. En la figura 13 se muestra cómo varía la rentabilidad que uno “asegura” en función del momento en que compra. Es evidente que los peores años fueron los de finales de la década de 1990 (cuando todo el mundo era optimista y hablaba de lo estupendo que era invertir en acciones) y el mejor fue, sin lugar a dudas, 2008, cuando se regalaban las acciones.

Figura 13: Rendimiento en dividendos del S&P 500 al cierre del ejercicio, 1960 – 2011e



Una última consideración: el fondo Stability es un producto regulado por la legislación suiza. Por motivos reglamentarios, algunos inversores europeos no pueden invertir en este fondo. Para estos inversores, dispone-

mos de un equivalente en Luxemburgo. Si estuviera interesado, póngase en contacto con nosotros.

Comentarios sobre nuestras carteras

En la figura 14 se muestra la evolución de los últimos 12 meses del Valor liquidativo de nuestro fondo Classic, en comparación con los principales índices. Esa evolución es, evidentemente, el conjunto de la evolución de las inversiones del Fondo. Por eso, será útil analizar estas inversiones detalladamente. Haremos este análisis en función de los sectores en que agrupamos nuestras posiciones, como se muestra en la figura 15.

Figura 14: LTIF Classic, MSCI World Index, S&P 500 Index y Euro Stoxx 50 Price Index, en euros, últimos 12 meses, indexado

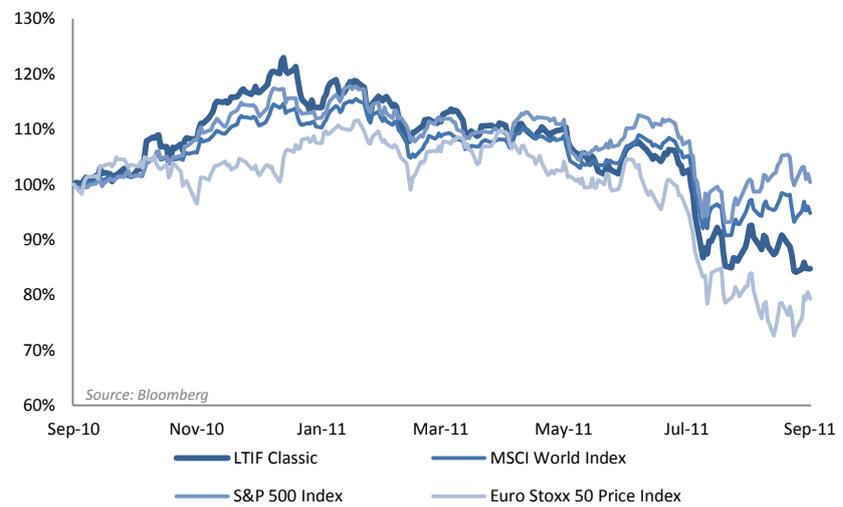
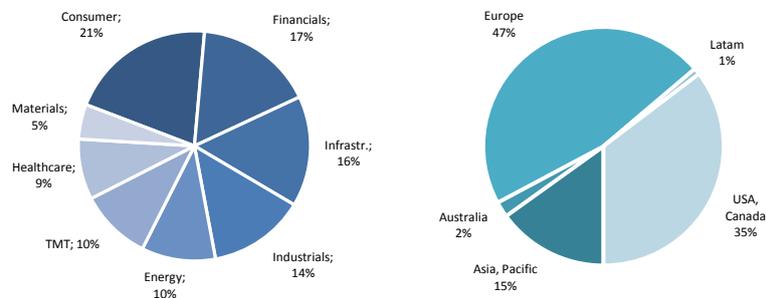


Figura 15: Desglose por sector y zona geográfica de LTIF Classic a 30 de septiembre de 2011



Comencemos con un sector con una gran posición, y que ha registrado una evolución muy mala en los últimos meses y, sobre todo, en las últimas semanas: los recursos naturales. A 30 de septiembre, representaba un 15% de la cartera, frente al 28% registrado al inicio del ejercicio. Dividimos esta posición en dos “subsectores”: energía y materiales.

En la figura 16 se muestra la evolución observada en 9 meses de las acciones de energía que poseemos, comparadas con el Actions World Index el propio fondo Classic. La figura 17 refleja la evolución de las acciones de materiales.

Figura 16: Evolución del precio de la acción de OXY, Hess, Bankers, Crew, CNQ, Suncor, Schlumberger, MSCI World Index y LTIF Classic, en euros, dividendos incluidos, ejercicio en curso, indexado

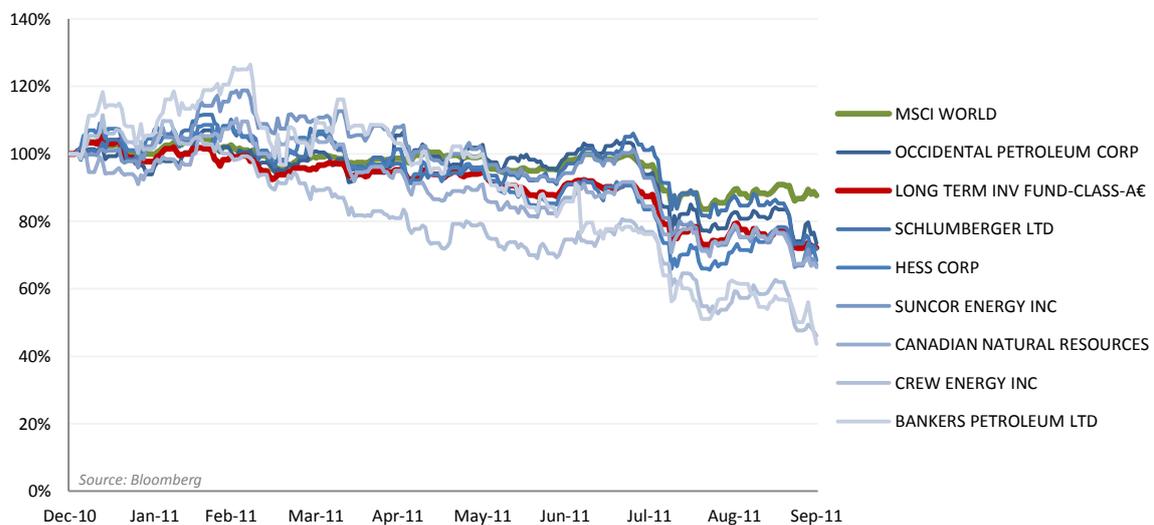


Figura 17: Evolución del precio de la acción de Quadra, Taseko, Freeport, Capstone, Kagara, MSCI World Index y LTIF Classic, en euros, dividendos incluidos, ejercicio en curso, indexado



En gran medida, esta gran caída de precios es la responsable de la “escasa rentabilidad” del fondo Classic durante los últimos trimestres.

Aunque sin duda es decepcionante para nuestros inversores ser testigos de una caída de esta índole en el Valor liquidativo, debemos analizar sus causas antes de considerarlo como una “pérdida”. ¿Han caído mucho los datos fundamentales de estas sociedades, es decir, su potencial para generar ingresos en el futuro, o están reaccionando los inversores a problemas a corto plazo... o quizá anticipándose a nuevos problemas?

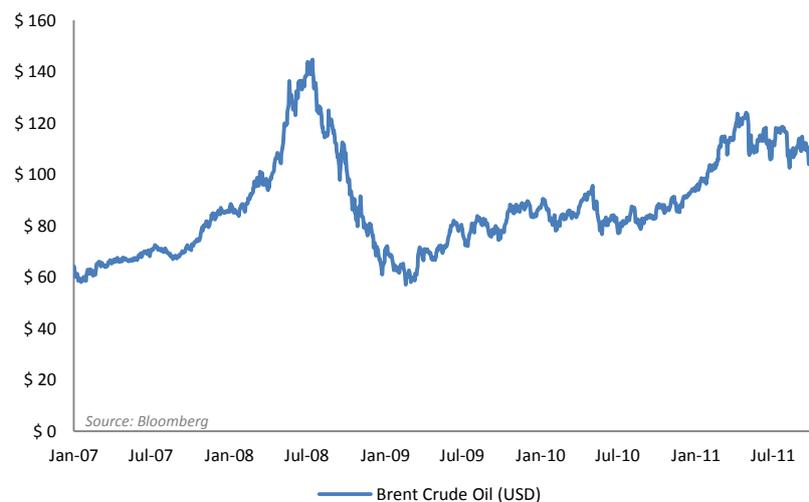
Tomemos una de nuestras sociedades como ejemplo: Canadian Natural Resources, una productora de gas natural y petróleo con sede en Canadá y operativa en tres continentes. Según nuestras estimaciones, la rentabilidad prevista para una inversión en la sociedad a los precios actuales es del 17,5%. Eso significa que, si nuestras cifras son correctas, los inversores recibirían el equivalente del 17,5% del precio actual de la acción al año a perpetuidad. En estos momentos, sólo recibimos cerca de un 3% en dividendos en efectivo, pero creemos que la lista de proyectos en espera, respaldada por la gran cantidad de reservas de Canadá, con el tiempo, dará los resultados esperados.

El principal componente de esta previsión es, por supuesto, el precio futuro del petróleo. Hemos hecho números partiendo de una hipótesis básica muy sencilla: el petróleo tendrá un precio de cerca de 100 \$. Es algo menos del precio actual y, sin duda, fluctuará. Pero es lo que esperamos, de media, a corto-medio plazo, y al menos a largo plazo.

Tomamos 100 \$ como precio “a largo plazo” porque es el precio mínimo requerido para que los nuevos proyectos sean rentables. Si el precio baja de este nivel durante un periodo de tiempo moderado (algunos meses),

las sociedades comenzarán a cancelar los proyectos de expansión y, dado que los yacimientos de petróleo actuales se agotan a una media de entre el 6% y el 10% anual, el mundo se quedaría muy pronto sin petróleo. De hecho, es lo que sucedió en la crisis tan aguda de 2008 cuando el precio del petróleo cayó precipitadamente al liquidar las existencias, sólo para recuperar con bastante rapidez su precio a largo plazo, como se observa en la figura 18.

Figura 18: Precio diario del petróleo crudo Brent, en USD, 2007 - actualidad



¿Qué pasaría si hubiera una recesión y los precios del petróleo cayeran por debajo de su precio de “equilibrio” a largo plazo durante un tiempo? Esto es claramente lo que teme el mercado. Hagamos un poco de análisis de sensibilidad.

Si cayera la demanda en un 1,4% (lo que sucedió en 2009, como se muestra en la figura 19), el precio podría ajustarse a 20 \$. Entonces se podría crear una nueva “plataforma de precio”, que se asemejaría a lo siguiente: el petróleo caería, de media, a 80 \$, en 2012, subiría a 90 \$, en 2013, y se estabilizaría en torno a 100 \$.

Figura 19: Demanda mundial de petróleo y variación porcentual interanual, en USD, 2000 - actualidad



Aplicando estos precios a la situación real y proyectos de CNQ, la rentabilidad anual prevista caería del 17,5% del “escenario básico” al 17%. En nuestra opinión, es claramente una inversión interesante y seguiría siéndolo aunque el precio de la acción fuera un 25% más alto.

Un punto de vista similar podría adoptarse con las sociedades de materias primas. Tomemos por caso Freeport-McMoRan Copper & Gold, el mayor productor independiente de cobre del mundo: su rentabilidad anual prevista, de nuevo según nuestras estimaciones, es del 17% a los precios actuales. Estas estimaciones se basan en la siguiente “plataforma de precios” para el cobre:

Tabla 2: Estimación de SIA, “plataforma de precios” del cobre, en USD, 2011 – 2017

Copper price	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
SIA base case	4,0	4,0	3,9	3,8	3,7	3,6	3,5

Si el mundo experimentara una recesión aguda, los precios se asemejarían a lo siguiente:

Tabla 3: de SIA, precio del cobre, escenario de recesión, en USD, 2011 – 2017

Cu Nominal	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Recession case	4,0	2,5	2,7	2,9	3,1	3,3	3,5

No parece lógico esperar precios inferiores a estos, a menos que la economía mundial dejara de crecer para siempre, porque las restricciones de oferta son incluso peores que en el caso del petróleo, y los costes de las nuevas actividades cada vez crecen más rápido. Con estos precios a corto

plazo tan reducidos, la rentabilidad prevista para las posiciones en acciones de Freeport a los precios actuales sería del 15%. Nuevamente, creemos que es una excelente inversión y lo sería, pese a una subida significativa del precio.

Si estas acciones son tan económicas, ¿por qué han caído tanto? Nos gustaría reproducir un conocidísimo texto de J. M. Keynes, publicado en 1936, que, en nuestra opinión, explica mucho de lo que está sucediendo.

“(...) la inversión profesional puede asemejarse a esas competiciones de periódicos en las que los competidores tienen que elegir las seis caras más bonitas de entre un centenar de fotografías, y en las que el premio es para el competidor que haya elegido la cara que más coincida con las preferencias medias de los competidores en su conjunto; de forma que cada competidor debe elegir, no las caras que él considera más bonitas, sino las que cree que tienen más probabilidades de llamar la atención del resto de competidores, los cuales se enfrentan al problema desde el mismo punto de vista. No se trata de elegir las que, a criterio de uno, sean las más bonitas, ni siquiera las que la opinión media verdaderamente consideraría más bonitas. Hemos alcanzado un tercer nivel en el que dedicamos nuestra perspicacia a prever lo que la opinión media espera que sea la opinión media. Y creo que hay quienes practican el cuarto, quinto y siguientes grados.”

J. M. Keynes, Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero, 1936.

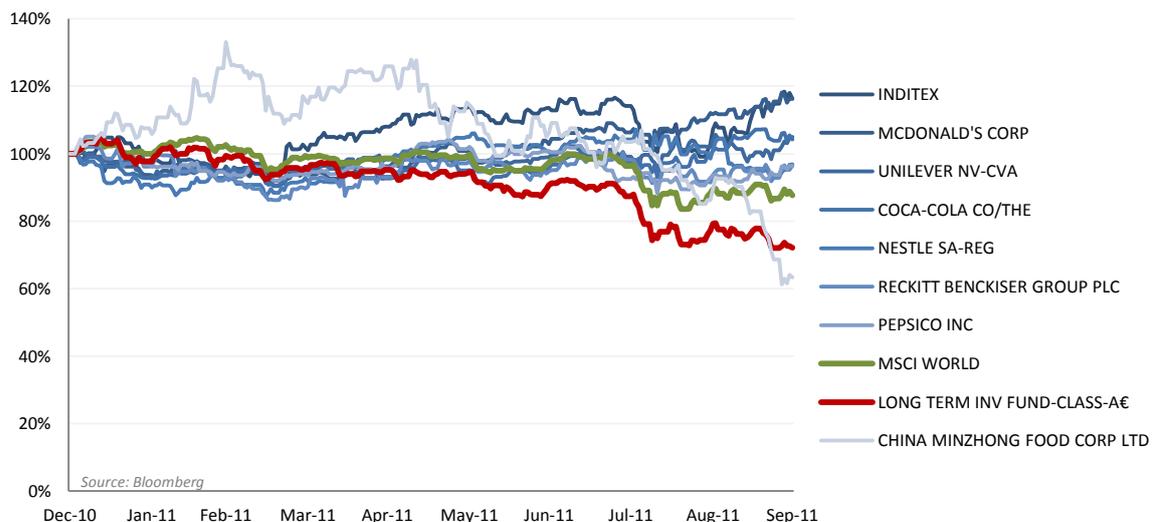
Todos los inversores tienen los horribles acontecimientos de 2008 muy frescos en la memoria y la mayoría está absolutamente decidida a no revivir otra vez esa experiencia. Así, al menor temor de recesión, o ante el temor de que otros inversores teman una recesión... venden. Como es habitual en los mercados financieros, las evoluciones abruptas son la pescadilla que se muerde la cola: muchos inversores que ven que las acciones de las productoras de cobre caen precipitadamente, llegan a la conclusión de que, sin duda, se avecina una recesión, por lo que hay que vender las acciones del cobre, no comprarlas. Esta dinámica hace que la decisión de venta sea correcta a corto plazo, como es natural, dado que los precios pueden ir y venir durante algún tiempo. Pero la rentabilidad fundamental de las sociedades no garantiza esto y, a menos que la decisión de venta no vaya unida a una “compra” en el momento oportuno, no producirá resultados a largo plazo. Si Keynes pensó, en 1936, que algunas personas estaban practicando el “juego de las adivinanzas” en el “cuarto, quinto y siguientes grados”, imaginen lo que debe estar sucediendo actualmente, con un inmenso sector financiero ganándose (bien) la vida con la negociación de acciones, con la ayuda de un ejército de agentes informatizados de alta frecuencia, inversiones algorítmicas, activos sintéticos, derivados, etc. Volveremos a este punto más adelante cuando comentemos cómo vemos los mercados de cara a los próximos meses y años.

Creemos que nuestras inversiones en el campo de los recursos naturales son sólidas. Ninguna de nuestras sociedades productoras de recursos tiene un nivel de deuda significativo, y todas ellas pueden capear una recesión sin perder ni un ápice de su potencial de generación de beneficios a largo plazo. De nuevo, el sector ha demostrado una alta volatilidad, que es “responsable” de nuestra escasa rentabilidad momentánea. Sin embargo, estamos convencidos de que las razones básicas que nos llevaron a invertir en ellas, sobre todo la incesante urbanización de 2.000 millones de personas en las próximas décadas, más la dificultad geológica que conlleva el aumento de la oferta de algunas materias primas esenciales, dará excelentes resultados a largo plazo para nuestros inversores.

Bienes básicos de consumo

El siguiente sector por volumen es el que denominamos “Consumo”, que representa casi un 20% de nuestra cartera. En la figura 20 se muestra la evolución de las acciones que tenemos, así como del World Index y del propio fondo Classic.

Figura 20: Precios de la acción de Nestlé, Unilever, Coke, Pepsi, Reckitt, Inditex, McDonald’s, China Minzhong, MSCI World Index y LTIF Classic, hasta la fecha, en euros, dividendos incluidos, indexados



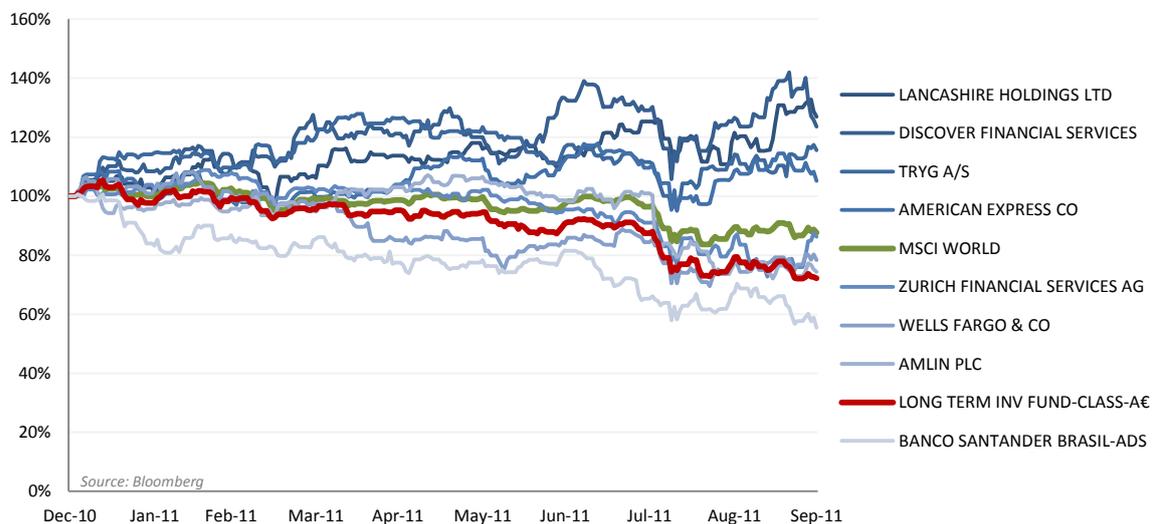
Creemos que nuestras inversiones en este sector han sido muy oportunas y las sociedades ofrecen un excelente equilibrio entre rentabilidad y estabilidad. Esperamos que todas nuestras inversiones ofrezcan un rendimiento superior al 10% anual y, como puede observarse en la figura 20, lo hacen de forma relativamente poco volátil.

De hecho, como hemos comentado en el análisis del fondo Stability, creemos que algunas de estas sociedades (Nestlé, Coca-Cola, McDonald’s...) ofrecen una oportunidad poco frecuente para crear una cartera con rentabilidad (baja) de dos dígitos y un riesgo extremadamente pequeño.

Sector financiero

Durante mucho tiempo hemos mantenido una posición en aseguradoras y reaseguradoras. Recientemente hemos añadido tres bancos (Wells Fargo en EE.UU.; Santander en Brasil, y DGB en Corea) y algunas "boutiques": American Express y Discover (una sociedad estadounidense de tarjetas de crédito). Seguimos creyendo que las aseguradoras ofrecen una inversión excelente que no guarda ninguna correlación con el ciclo económico. Por el contrario, los bancos están muy vinculados con el ciclo económico, pero pensamos que nuestras tres inversiones saldrán bien paradas, dado su reducidísimo precio y su excelente rentabilidad a largo plazo.

Figura 21: Precios de la acción de Amlin, Lancashire, Tryg, Zurich, Santander Brasil, Amex, Discover, Wells Fargo, MSCI World Index y LTIF Classic, hasta la fecha, en euros, dividendos incluidos, indexados

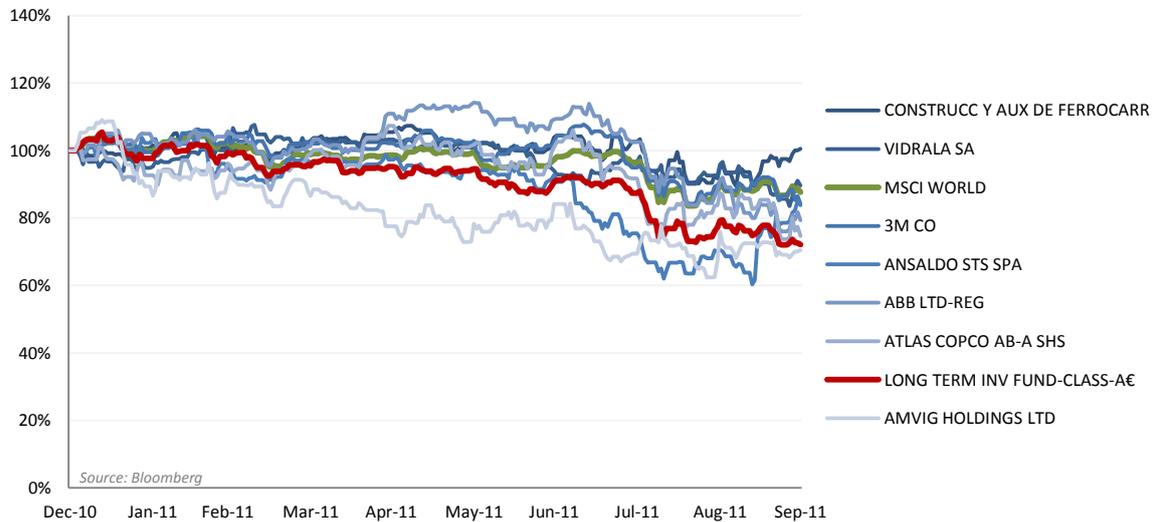


Durante la crisis financiera, hemos evitado los bancos europeos y nuestra intención es seguir con esta política. Hemos dedicado una importante parte de nuestros recursos analíticos a seguirlos y estamos bastante convencidos de que, con el tiempo, representarán una excelente oportunidad de inversión. Aunque, por el momento, no creemos que así sea.

Industria

Se trata de un grupo de sociedades muy heterogéneo, que abarca desde Amvig, uno de los mayores fabricantes y empaquetadores de cigarrillos de China (P/B 6, rentabilidad en dividendos del 5,8%), hasta ABB, líder mundial de transmisión eléctrica y automatización de fábrica (P/B 10, rentabilidad en dividendos del 4,5%). CAF y Ansaldo STS, fabricantes de ferrocarriles, siguen aumentando los beneficios y las listas de pedidos.

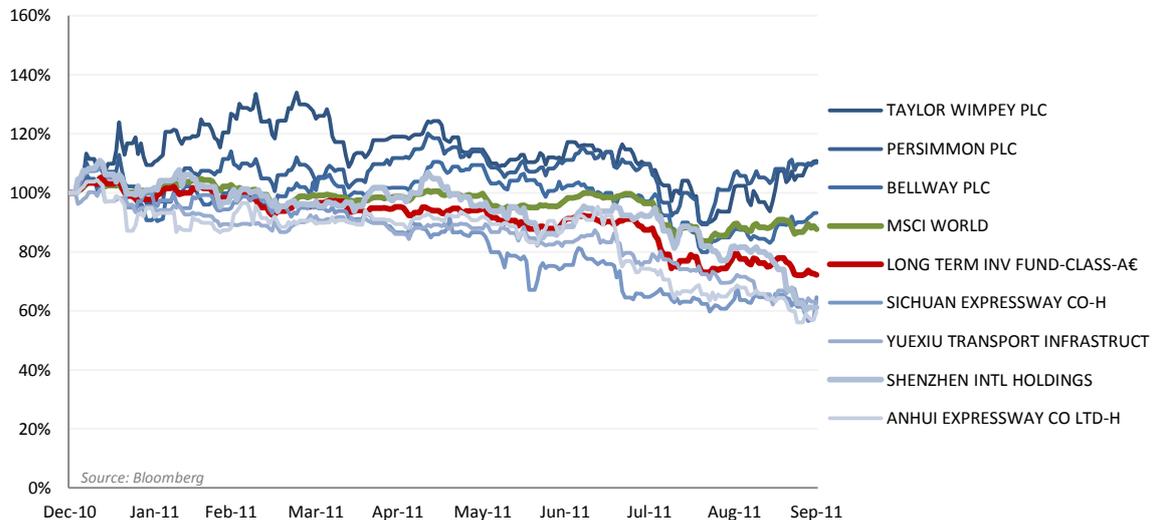
Figura 22: Precios de la acción de AMVIG, CAF, ABB, Ansaldo, Atlas Copco, Vidrala, 3M, MSCI World Index y LTIF Classic, hasta la fecha, en euros, dividendos incluidos, indexados



Infraestructuras

Este grupo fundamentalmente se compone de dos subgrupos muy diferentes: autopistas de peaje chinas y constructoras residenciales británicas. Los constructores están dando buen resultado, dado que, como mencionamos en el pasado, el Reino Unido difiere mucho de muchos mercados residenciales dado que la oferta es muy limitada. Por consiguiente, los precios de la vivienda realmente no han caído a pesar de la recesión que está experimentando el país. No obstante, la recesión y la expectativa de un mercado inmobiliario contaminado han ejercido presión sobre los precios de las acciones de las sociedades constructoras muy a la baja. Aunque subieran sustancialmente de precio, seguirían siendo económicas, cotizando por un 60% aproximado de lo que costaría, a los precios actuales, comprar el terreno que ya poseen.

Figura 23: Precios de la acción de Shenzhen International, Yuexiu, Anhui Expressway, Sichuan Expressway, Taylor Wimpey, Persimmon, Bellway, MSCI World Index y LTIF Classic, hasta la fecha, en euros, dividendos incluidos, indexados

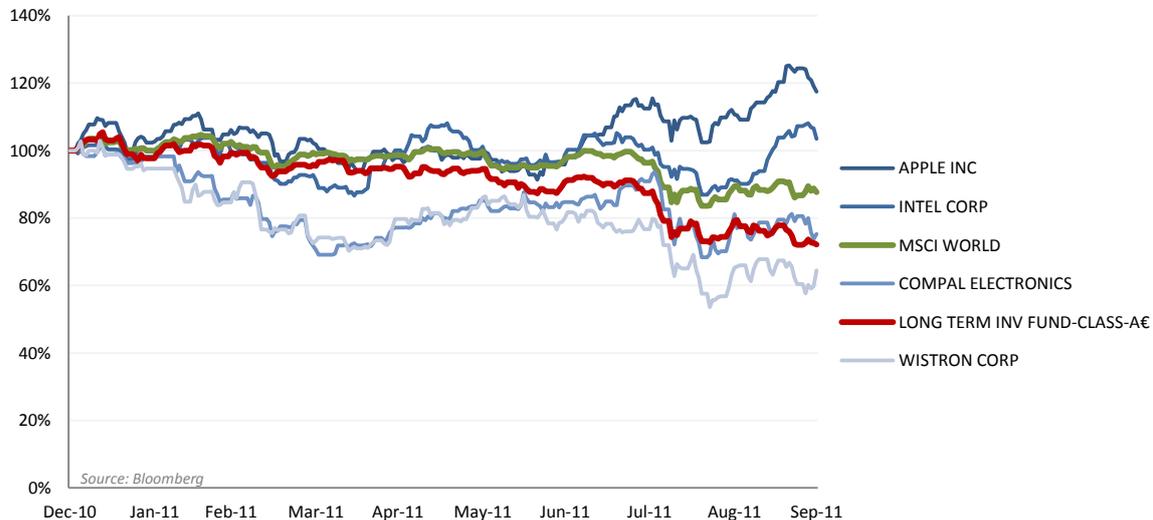


Las autopistas van bien, aunque el precio de las acciones ha caído mucho este año por dos motivos principales. En primer lugar, todas las acciones chinas han sufrido un año pésimo, dado que el gobierno ha endurecido las condiciones financieras del país para controlar la inflación. En segundo lugar, existen rumores de que el gobierno va a imponer una rebaja de las tarifas de peaje para suavizar esta inflación. Aunque no sabemos lo que hará el gobierno chino, no es algo que debería preocuparnos mucho. Primeramente, la determinación de los peajes no depende del gobierno central, sino de los gobiernos provinciales, que resulta que son los principales accionistas de las autopistas de peaje. En segundo lugar, las sociedades son muy rentables tal y como lo son actualmente, por lo que podrían hacer frente a una bajada de tarifas sin demasiados problemas: el tráfico está creciendo con tanta rapidez que los ingresos de las sociedades seguirán aumentando pasara lo que pasara. Hemos hablado con infinidad de gerentes, funcionarios y expertos independientes locales. Nuestra conclusión es que la caída del precio de la acción está completamente injustificada y que son grandes inversiones. En este momento están pagando dividendos que se sitúan entre el 5% y el 8%, y las tasas de tráfico de las sociedades están creciendo entre el 5% y el 15% anual.

TMT

Las acciones tecnológicas han sido pocas veces incluidas en las carteras de valor por dos razones muy contundentes: son difíciles de valorar, debido a la inevitable incertidumbre de su negocio, y tienden a ser caras. Estas dos razones podrían estar relacionadas dado que nadie puede estar del todo seguro de lo que nos depara el futuro y los inversores optimistas pueden justificar casi cualquier precio en su caso. Pero hay excepciones y lo cierto es que muchas sociedades de este sector, desde Microsoft hasta Oracle, son ahora inversiones muy interesantes.

Figura 24: Precios de la acción de Wistron, Compal, Intel, Apple, MSCI World Index y LTIF Classic, hasta la fecha, en euros, dividendos incluidos, indexados



Hemos elegido dos sociedades asiáticas y dos estadounidenses: Wistron y Compal (Taiwán), e Intel y Apple (Estados Unidos). Las dos primeras han obtenido malos resultados, arrastrados por la caída generalizada de las acciones asiáticas, así como por los temores a la desaceleración. Sin embargo, las sociedades son excelentes, líderes mundiales, las cuales impulsan el ROE por encima de entre el 15% y el 20% y actualmente cotizando a un P/B de 8.

Tanto Intel como Apple son bastante conocidas. La historia de Intel es sencilla: algunos inversores temen que los omnipresentes teléfonos inteligentes y tabletas, que no utilizan los chips de Intel, dañen su negocio. Por consiguiente, las acciones cotizan a un P/B de 9 y registran un rendimiento en dividendos de casi un 4%. Por varios motivos, no vemos mucho problema. En primer lugar, los teléfonos inteligentes y las tabletas, en su gran mayoría, no sustituyen a los ordenadores, sino que son un complemento de los mismos. Y todavía existe un tremendo crecimiento de los ordenadores tradicionales en los mercados emergentes. ¡No pueden llevar las cuentas de sus empresas en una tableta! En segundo lugar, los dispositivos móviles requieren centros de datos de gran envergadura que atiendan a todos los datos que ofrecen. Además, Intel tiene una cuota de mercado del 90% en servidores de centros de datos, un producto con mejores márgenes que aquellos de “simples” procesadores. Por último, Intel está trabajando duro para desarrollar procesadores con un consumo energético suficientemente reducido como para ser utilizado en dispositivos móviles. Si se tiene en cuenta su dominio tecnológico, es difícil imaginar que sencillamente pueda “caer y morir”.

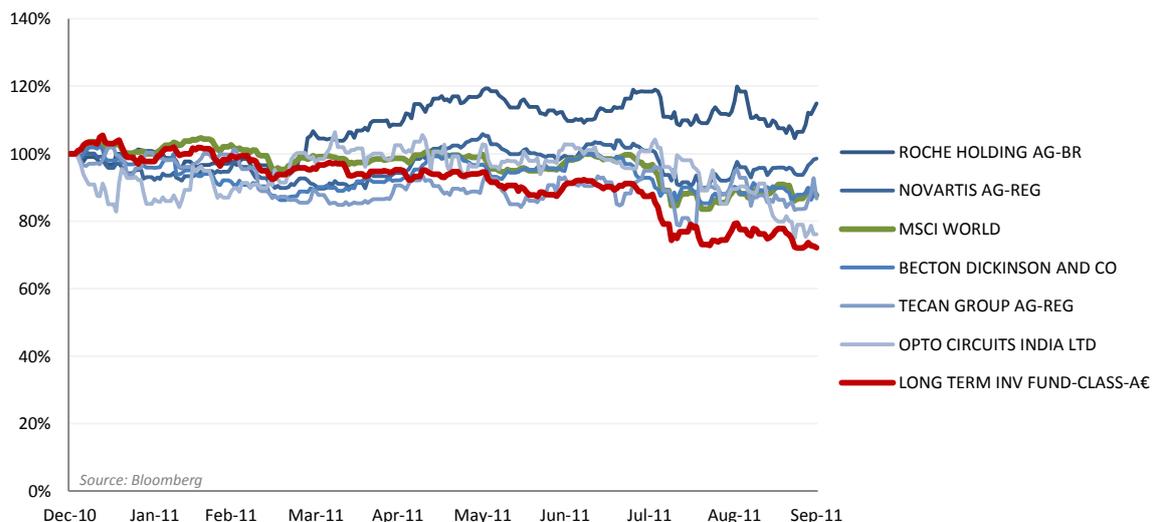
Apple es una sociedad asombrosa y, actualmente, la más valiosa del mundo en capitalización bursátil. Siempre es arriesgado seguir una estre-

lla como Apple, pero su P/B de es de 11, tiene más de 70.000 millones de dólares en efectivo en el banco y su cuota de mercado crece vertiginosamente en muchas áreas. Como es lógico, el crecimiento de cualquier empresa tiene un límite, pero no creemos que Apple lo haya alcanzado por el momento. En cualquier caso, no necesita mucho para justificar su precio actual.

Sanidad

Tenemos un grupo de sociedades del sector sanitario: Roche, Novartis, Tecan, Becton Dickinson y Opto Circuits. Ya hemos vendido algunas de nuestras posiciones en este sector, como Medtronic de Baxter International, puesto que las acciones habían subido hasta lo que consideramos “precios razonables”. Vendimos Teva, fabricante de genéricos, incurriendo en una pequeña pérdida dado que perdimos la confianza en su prometedora trayectoria de crecimiento. Aunque fue relativamente barata, pensamos que conseguiríamos mejores resultados con otra inversión. De todos modos, ha sido un sector rentable y muy estable para nosotros.

Figura 25: Precios de la acción de Roche, Novartis, Tecan, Becton Dickinson, Opto Circuits, MSCI World Index y LTIF Classic, hasta la fecha, en euros, dividendos incluidos, indexados



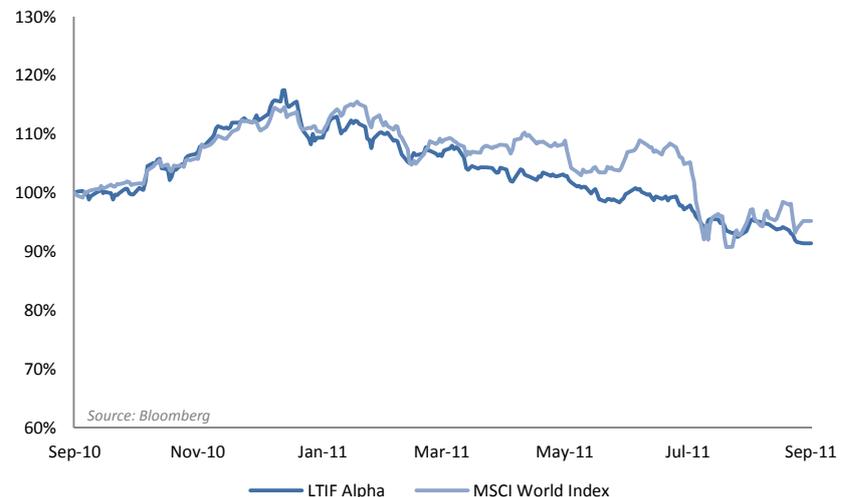
Además de estas sociedades, tenemos otras cuyos precios han registrado pésimos resultados (caídas del 50%, que representan una reducción del 2% para el Fondo). Estas sociedades son: Enterprise Inns, propietaria/operadora de varios miles de pubs en el Reino Unido; Sare, una constructora residencial mexicana; y Supramax, un fabricante malayo de guantes de goma. En estos tres casos, el mercado tiene dudas de su negocio. Aunque con perspectiva han sido inversiones más arriesgadas de lo que esperábamos en un principio, creemos que se recuperarán y consideramos que nuestros inversores terminarán obteniendo un rendimiento decente.

También hemos vendido una serie de sociedades durante el ejercicio (hemos mencionado Teva, Medtronic y Baxter, pero podríamos añadir IBM y Catlin). En su conjunto, estas operaciones han sido positivas para el Fondo.

El fondo Alpha

Como ya es bien conocido, nuestro fondo Alpha tiene exactamente las mismas inversiones que nuestro fondo Classic, aunque incorpora una "cobertura" por medio de la venta de futuros de mercado. Por eso, si los mercados caen, el fondo conseguirá mejores resultados que el fondo Classic; si los mercados suben, quedará por detrás de él. En la figura 26 se muestra su Valor liquidativo durante los últimos 12 meses, en comparación con el del World Index.

Figura 26: LTIF Alpha y MSCI World Index, en euros, últimos 12 meses, indexados



Su evolución es mejor que la del fondo Classic, mostrando la utilidad de nuestras técnicas de cobertura. Pero todavía está un 8% por debajo en esos doce meses, mayoritariamente como consecuencia de los pésimos resultados de las acciones de recursos naturales que se han comentado anteriormente.

El fondo Natural Resources

Ya hemos comentado cómo las acciones de las sociedades mineras y petroleras han presentado debilidad la mayor parte de este año, pero sobre todo en los últimos meses, cuando los inversores se percatado de que podría darse una recesión. Los inversores recuerdan con nitidez que, en 2008, estas fueron las acciones que más cayeron, por lo que han decidido venderlas las primeras. Como hemos mostrado en nuestros ejemplos anteriores, no creemos que una recesión, por mucho que fuera tan grave como la de 2008, garantizara una importante caída del valor. En la figura

27 se muestran los beneficios por acción de varias sociedades durante los últimos 5 años, lo que muestra que la recesión de 2008-2009 no fue tan devastadora, y que se recuperaron muy rápido. En la figura 28 se muestran los dividendos que se han estado pagando y en la figura 29 se muestran sus posiciones netas de tesorería.

Figura 27: Beneficio por acción de las sociedades petroleras y del cobre, en euros, 2006-2011e

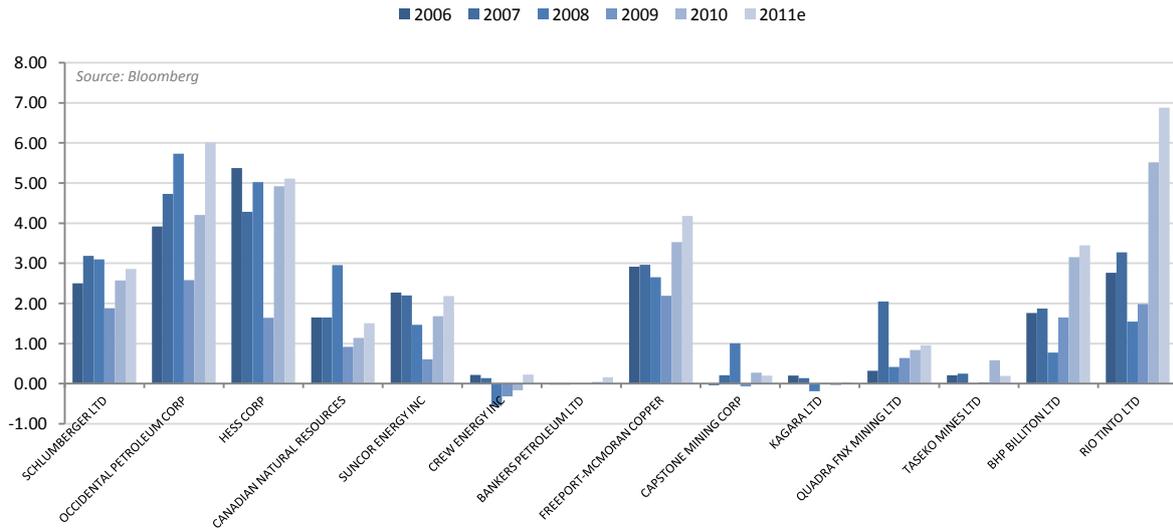


Figura 28: Dividendos pagados por las sociedades petroleras y del cobre, en euros, 2006-2011e

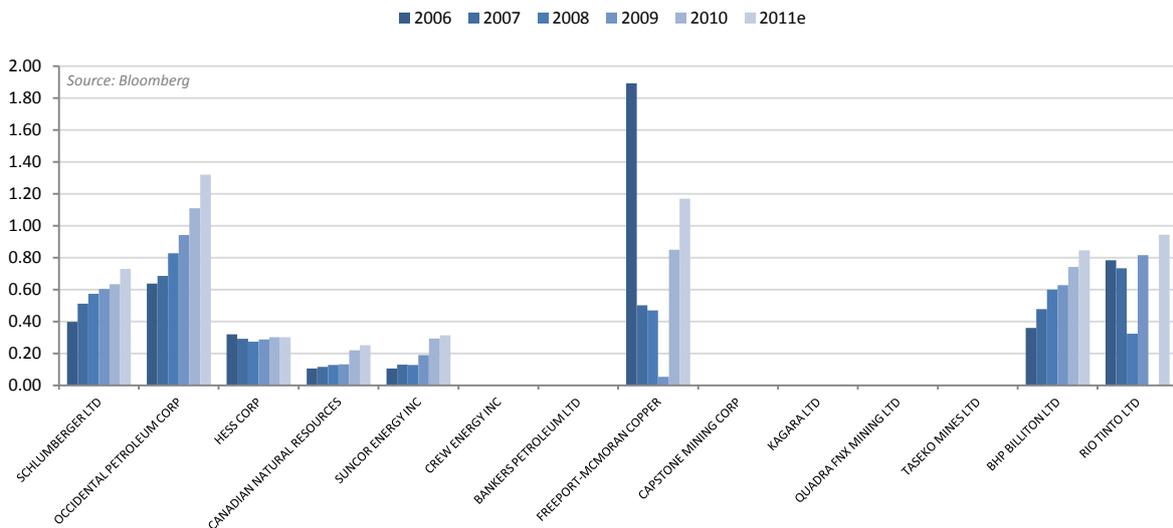
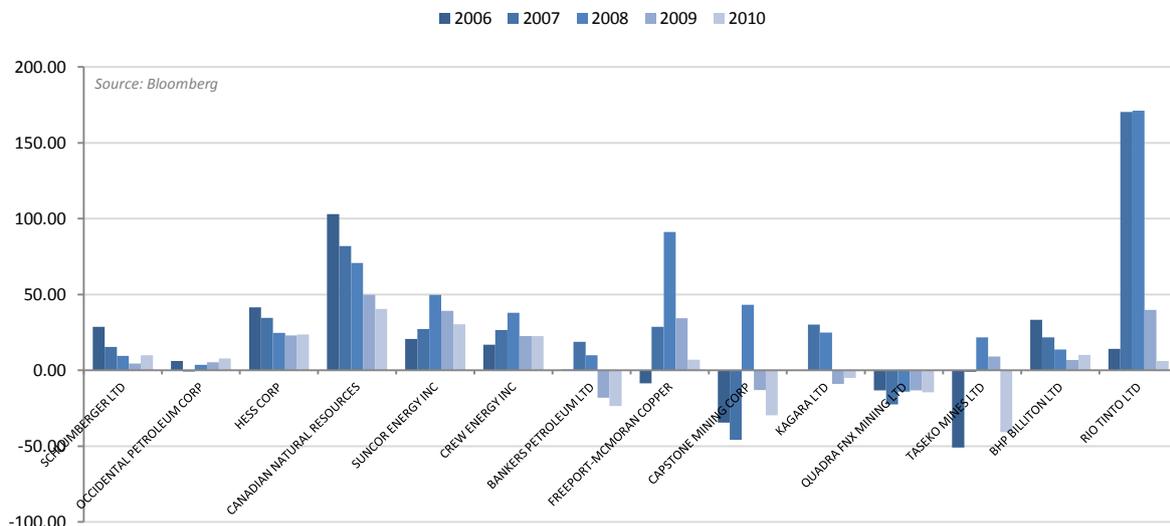


Figura 29: Deuda neta en porcentaje del patrimonio de las sociedades petroleras y del cobre, en euros, 2006 – 2010

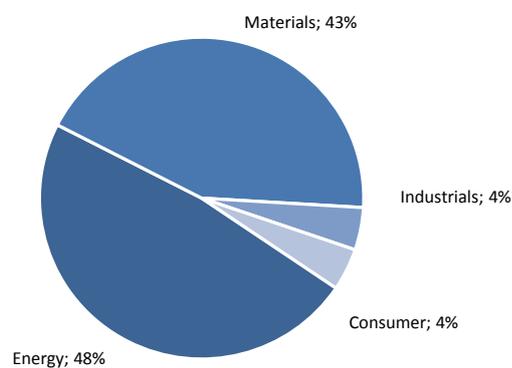


Este último punto es importante: los inversores tienen una idea general de que, cuando vienen tiempos difíciles, uno debe invertir en sociedades “defensivas” y evitar las “cíclicas”. Esto podría ser razonable si se pudiera hacer antes de que cambiaran los precios, dado que para cuando la mayoría temiera la recesión, los precios de las acciones ya habrían reflejado este temor... o quizá lo habrían reflejado de forma desmesurada, haciendo el supuesto giro a la defensiva muy caro.

Sin embargo, uno tiene que tener cuidado con las definiciones. Los suministros, por ejemplo, eran considerados con acierto muy estables y, por tanto, defensivos. Pero su estabilidad les permitió endeudarse mucho y comprar sociedades fuera de sus mercados tradicionales durante la última década. El resultado es que, en la actualidad, no son en absoluto defensivos, dado que su solidez está estrechamente vinculada con la actividad económica a corto plazo para seguir financiando sus apalancados balances. Al mismo tiempo, las sociedades mineras se han convertido en el grupo con la máxima capitalización y solidez financiera del mercado. Tal y como nos comentó hace un par de años el Consejero Delegado de una de las sociedades en las que invertimos: “Tenemos un balance muy sólido, sin deuda, porque nadie nos presta dinero”. Creemos que las sociedades muy bien capitalizadas que producen bienes imprescindibles son una inversión bastante defensiva para el futuro. De algún modo, puede considerarse que están todo lo lejos posible de los problemas actuales derivados de la crisis financiera de todos los mercados desarrollados. Para un inversor a largo plazo, poseer recursos reales y escasos necesarios para el desarrollo de la humanidad es una buena apuesta, sobre todo a estos precios. Como ya hemos mostrado anteriormente, el valor a largo plazo de las sociedades ricas en reservas sólo se ve marginalmente afectado por el hecho de que el año que viene haya o no recesión.

La mayoría de nuestras inversiones en el fondo Natural Resources giran en torno a dos bienes básicos clave: el cobre y el petróleo, como puede observarse en la figura 30. Creemos que estos dos productos guardan un equilibrio oferta/demanda especialmente atractivo. Pero también existen otros valores interesantes, en particular el carbón metalúrgico y el mineral de hierro.

Figura 30: LTIF Natural Resources, desglose por sector, a 30 de septiembre de 2011



Seguimos buscando áreas que nos permitan diversificar nuestra cartera. En los últimos meses, hemos añadido una posición en fertilizantes y en criadores de salmón. Los fertilizantes son obviamente un área con gran futuro: pase lo que pase, el número de habitantes del planeta sigue creciendo y la gente tiene que comer. Como con muchas otras inversiones obvias, el problema es que las acciones de las sociedades suelen ser caras. Sin embargo, hemos encontrado actualmente algunas que creemos que tienen un precio lo suficientemente bajo como para garantizar excelentes rentabilidades a largo plazo.

El salmón es un bien muy interesante. Bien es sabido que el crecimiento económico mundial está experimentando un impacto desproporcionado en el consumo del cereal dado que, a medida que la gente sale de la pobreza, quiere comer más proteínas animales. Pero los animales requieren más alimento para proporcionar a los humanos las calorías requeridas en comparación con aquél que se necesitaría para la población que ingiere el cereal directamente. En este sentido, el "ratio de conversión" es muy importante: criar ganado vacuno requiere diez veces más de grano frente a lo que la población necesitaría si comiera el grano directamente. El cerdo es menos caro, y las aves todavía menos. Pero el salmón es el "conversor" más eficiente de alimento animal en proteína animal de alta calidad para consumo humano. Tradicionalmente era muy caro, pero ahora es asequible gracias a la producción comercial. La demanda es fuerte y crece con rapidez.

Eso sí, el salmón no puede criarse en cualquier sitio, requiere agua salada a unos 8º, costas protegidas y una buena infraestructura terrestre. En la práctica, sólo un puñado de países del mundo pueden criar salmón en cantidades razonables: Escocia, Irlanda, Canadá y, sobre todo, Chile y Noruega. Como muchos bienes “agrícolas”, el salmón es muy cíclico. Los granjeros cultivan mucho sólo para que los precios bajen. Cuando paran, los precios suben. El ciclo dura casi dos años, porque el salmón tarda varios años en madurar.

En este momento, el precio se encuentra en su nivel más bajo, dado que la sobreproducción precedió a una catastrófica enfermedad que sufrió el salmón en Chile. Esta enfermedad acabó con la mayoría de este pescado, lo que provocó una subida de precios en la que se alcanzó su máximo histórico. A los precios actuales de las acciones, algunas de estas sociedades deberían ofrecernos un rendimiento del 100% en los próximos 3 años. Cermaq, la más importante, no es sólo un líder del mercado del salmón, sino también uno de los mayores productores de alimento para salmón; alimento que el resto de los criadores compran. Como se puede observar en la figura 31, los beneficios por acción de Cermaq muestran el carácter cíclico que acabamos de describir, al igual que el precio de la acción.

Actualmente la sociedad cotiza con un mejorable P/B de 5. Sus beneficios deberían caer algo el año que viene, y empezar a recuperarse después.

Figura 31: Beneficios por acción y precio de la acción de Cermaq, en NOK, 2006 – 2011e

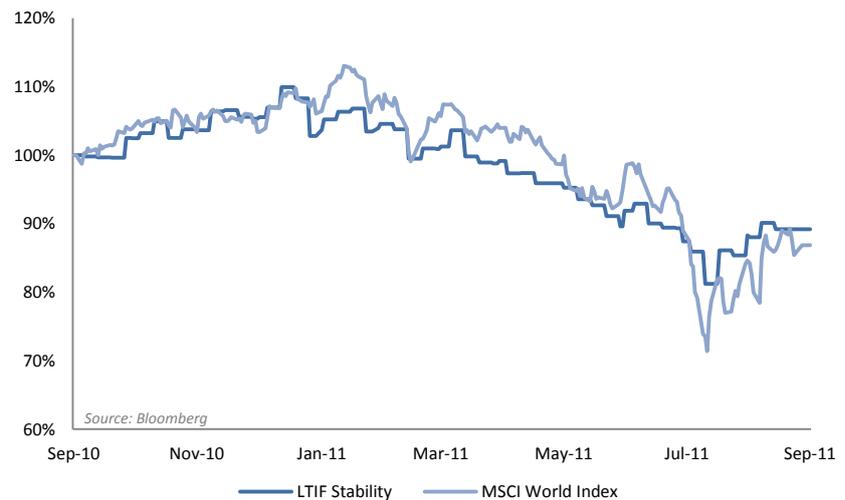


El fondo Stability

En la figura 32 se muestra la evolución del Valor liquidativo del Fondo en los últimos doce meses en comparación con el del World Index. Como ya hemos comentado, la brusca caída en las sociedades de recursos ha afectado a su precio, pero el valor actual, así como su relativa escasa volatili-

dad, hacen la inversión interesante. Esperamos repartir un dividendo de 8 CHF el próximo año, que, a los precios actuales, representa un rendimiento en efectivo del 5%. Los inversores que no estén interesados en el rendimiento en efectivo, por supuesto, siguen en la clase de acciones "Growth", y reinvertimos sus dividendos de forma eficiente.

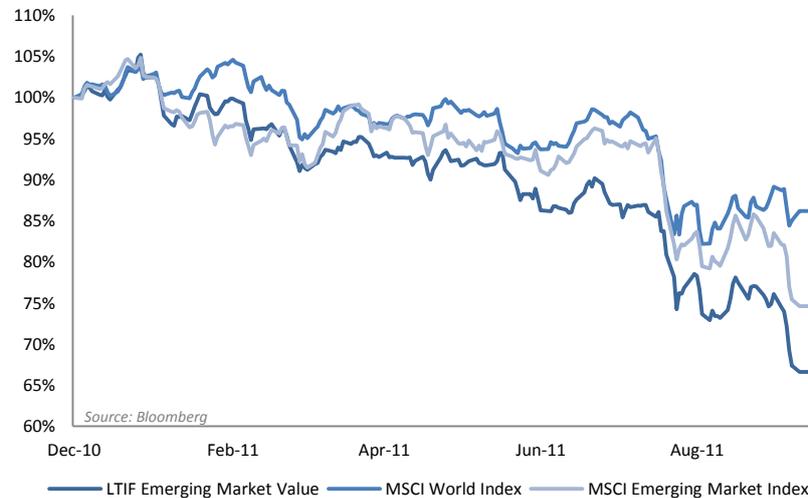
Figura 32: LTIF Stability y MSCI World Index, en CHF, últimos 12 meses, indexado



El Fondo Emerging Markets Value

En la figura 33 se muestra la evolución del Valor liquidativo del Fondo desde su creación en comparación con el del World Index y el del Emerging Market Index. Este fondo ha operado en las dos áreas del mercado con peor rendimiento: mercados emergentes y recursos naturales, como se muestra en las figuras 16 y 17. Creemos que estas dos áreas lo están haciendo bien desde un punto de vista fundamental y estamos seguros de que los precios de las acciones rebotarán con fuerza.

Figura 33: LTIF Emerging Market Value, MSCI World Index y Emerging Markets Index, en euros, desde su creación, indexado



¿Qué cabe esperar de nuestros Fondos y los mercados?

Tres factores han hechizado los mercados durante este año: la posibilidad de una ralentización en los mercados emergentes, la debilidad de la economía estadounidense y la crisis de endeudamiento europea. Como es natural, cada uno sirve de apoyo al resto. Comentemos estos factores brevemente para ver cómo afectan a nuestras perspectivas de inversión.

Los mercados emergentes han tenido un problema de inflación durante los dos últimos años. Aunque este problema no es inmenso, ha instado a los gobiernos, sobre todo al de China, a endurecer las condiciones monetarias. Creemos que gran parte del problema ya es agua pasada, y que las condiciones monetarias deberían suavizarse en los próximos meses. Aunque es muy probable que China no crezca más del 10% el próximo año, crecerá por encima del 8%, que es casi lo mismo que el año pasado en términos absolutos. Como hemos mencionado anteriormente, la trepidante ola de urbanización no parará, lo que implica una importante inversión y consumo de materias primas. La “historia de los mercados emergentes” estará con nosotros, con altibajos, durante los próximos veinte años. Países como Turquía, Brasil e Indonesia están sumándose a China e India a la hora de aportar al mundo una tasas de crecimiento económico estable. Es interesante recalcar que, en el caso de Brasil, por ejemplo, las exportaciones representan menos del 15% del PIB; y los bienes básicos representan menos del 15% de las exportaciones. El crecimiento en estos países se debe, en una grandísima medida, a la demanda interna, no a la demanda de los Mercados Desarrollados. No se encuentran muchos productos turcos en las tiendas europeas, pero Turquía está creciendo a más del 6%.

La economía estadounidense está claramente debilitada. Como ya llevamos diciendo varios años, va a seguir siendo débil durante bastante tiempo. El motivo es que las “recesiones de balance” tardan mucho tiempo en ser digeridas. Si el problema es que las familias están demasiado endeudadas, la solución debe ser comenzar a pagar esa deuda. Pero eso ocurre por el ahorro, y no todos pueden ahorrar al mismo tiempo: mi gasto es el ingreso de mi vecino. Por consiguiente, el proceso es lento, dado que cualquier reducción brusca del gasto provoca una contracción económica, que obliga a las familias a ralentizar su reducción de la deuda, aumenta el paro, etc. En las figuras 34 y 35, preparadas por la Oficina de Análisis Económico de Oregon, se muestra por qué ésta es una “mala” recesión. En la figura 34 se observa el tiempo que lleva la recuperación del empleo a los niveles anteriores a la recesión en las recesiones de ciclo “normal” de negocio en Estados Unidos. En la figura 35 se indica la misma variable, pero analizada en función de las “recesiones de deuda” de distintos países. Como puede verse claramente, pueden pasar entre 3 y 5 años hasta que Estados Unidos realmente salga de su recesión. El crecimiento será lento (quizá del 1,5% al 2% anual, de media) e irregular: en algunas ocasiones, se superarán estos porcentajes, en otras no se alcanzarán. En el primer caso, los mercados se emocionarán, pensando que la crisis ha terminado. En el segundo, se desesperarán, temiendo una segunda (o tercera, o cuarta...) caída.

Figura 34: Recuperación del empleo al pico, pérdida de empleo en recesión en Estados Unidos

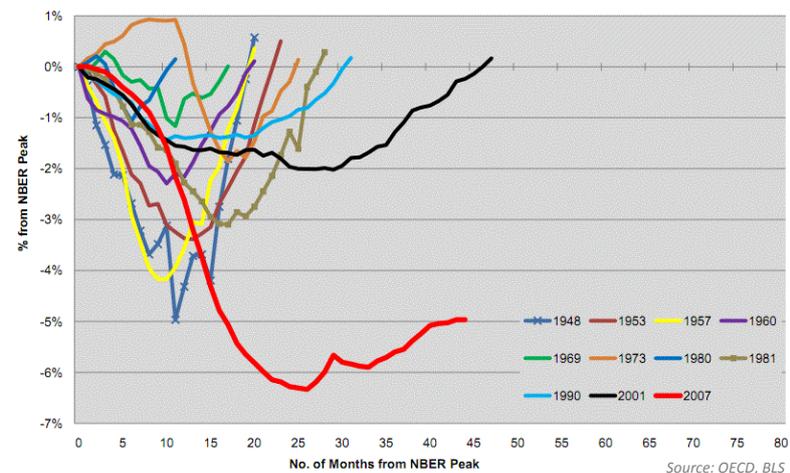
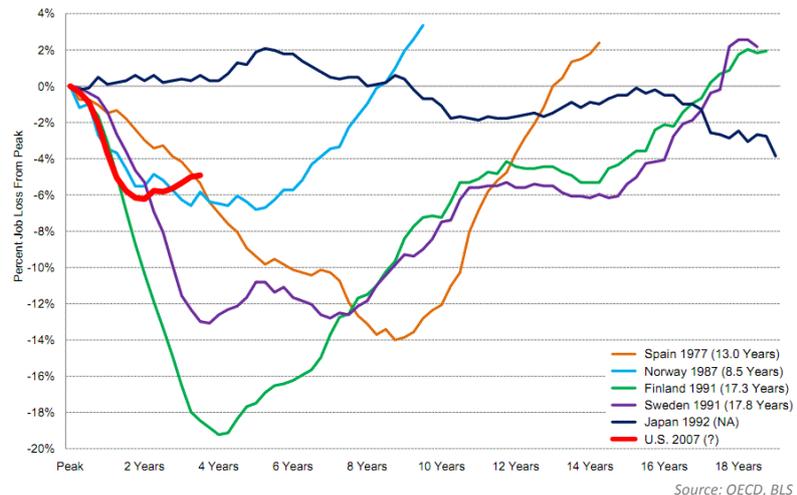


Figura 35: Recuperación del empleo al pico, pérdida de empleo en crisis financiera



Estos episodios de alegría y tristeza afectarán a los mercados, por lo que esperamos ver más altibajos de los que venimos viendo desde hace ya cuatro años.

Sin embargo, el “problema del día” es la crisis de deuda pública en Europa. Se trata de una crisis interesante porque es prácticamente una réplica de la crisis de las *subprime* estadounidense: los bancos compraron demasiados activos supuestamente inseguros a un precio muy bajo. Por consiguiente, mucha gente recibió un crédito que no merecía; y muchos prestamistas están esencialmente en quiebra, dado que no recuperarán su dinero. Karl Marx dijo que la historia se repite, primero como tragedia y luego como farsa. La situación actual tiene dos grandes ventajas con respecto a la de 2008, y una desventaja. Las dos grandes ventajas son que ya hemos visto la película: sabemos que no se permite que los bancos se declaren en quiebra y sabemos que la solución reside en reconocer las pérdidas crediticias y recapitalizar los bancos para sostenerlos. La desventaja, con respecto a la crisis estadounidense, es que Estados Unidos sólo tiene un gobierno, un Banco Central y un poder legislativo para acordar cualquier medida. Europa tiene 17 (los miembros de la zona euro) y, para determinadas cuestiones clave, 27 (todos los miembros de la UE).

Básicamente sólo existen tres vías para resolver la situación actual. La primera: la unión fiscal total. Los problemas financieros desaparecerían en un gran espacio europeo, dado que la zona euro en total no está muy endeudada, y tiene unos niveles de déficit relativamente gestionables. Aunque esta solución es imposible desde un punto de vista político, resolvería el problema.

La segunda opción sería dividir la zona euro librándose de los países menos competitivos (o, si queremos ser más imaginativos, de los más competitivos). Esto resolvería el problema pero, de igual modo que una

eutanasia también mata gérmenes, el remedio es peor que la enfermedad. Un análisis riguroso de lo que implica escindir la zona euro (un cambio de convenio aprobado por todos los países de la UE; cierta quiebra de la mayoría de los sistemas financieros y sectores de importación/exportación; el abandono de un mercado único de bienes y servicios, que ha sido el motor del crecimiento europeo durante los últimos 25 años) nos lleva a la conclusión de que esto no va a suceder.

Entonces nos quedaría la tercera solución: simplemente, seguir hacia adelante. En este escenario, los políticos sólo se mueven cuando no les queda otra; aplican soluciones a corto plazo; y esencialmente juegan a ganar tiempo (no menos que hasta la siguiente elección). Podemos esperar grandes “recortes” en la deuda griega, quizá algunos en la deuda portuguesa e irlandesa; la recapitalización de los bancos europeos; y el apoyo a los mercados de bonos español e italiano. La idea de que estos países son de algún modo fichas de “dominó” esperando caer una inevitablemente detrás de otra, es absurda. Es difícil encontrar economías más diferentes que estas cinco. Grecia es un caso perdido completamente, no es viable como país es su estado actual; Portugal sólo está sobreendeudado; Irlanda está comenzando a recuperarse; España tiene una de las menores deudas públicas de Europa, aunque su deuda privada es muy elevada; e Italia tiene uno de los menores déficit públicos de Europa, pero con un nivel elevado de deuda pública y muy baja deuda privada. No existe un motivo económico por el que Europa no pueda luchar contra estos problemas, y vencerá. Pero será un asunto complejo y duradero dada la falta de instituciones eficientes. Además, Alemania, como contribuyente final, quiere asegurarse de que los países “descarriados” no se libren con demasiada facilidad: el único modo de obligar a los políticos de Portugal, España e Italia a reestructurar sus economías es obligarles a enfrentarse a un escenario que sea todavía menos agradable. Las dificultades que está experimentando Grecia serán llevadas al extremo, aunque sólo sea para “animar al resto”, como Voltaire satíricamente explicó después de la ejecución del Almirante John Byng de la Marina Británica por “no hacer todo lo posible” y perder la batalla de Menorca.

Por lo tanto, deberíamos esperar ver más volatilidad en la ola de altibajos del proceso político: algunos días las acciones repuntarán, porque se avista una solución (teniendo en cuenta que estas acciones son muy baratas dado que están valoradas teniendo en mente un escenario de catástrofe); otros días se hundirán cuando el escenario catastrófico parezca real. Pero, pase lo que pase, la Tierra seguirá dando vueltas.

¿Cómo afecta esto a nuestra inversión? En primer lugar, debemos decir que nos sentimos muy decepcionados por el hecho de que las acciones que hemos elegido hayan registrado un “rendimiento” tan escaso. No es algo que agrade a nuestros inversores. Pero en estos tiempos de alta correlación, de contrataciones con riesgo, sin riesgo, el único modo de conseguir un “rendimiento” realmente rentable consiste en entrar y salir del mercado. Y esto es algo que no sabemos hacer. Lo que hacemos es analizar las sociedades como inversiones a largo plazo, y comprarlas cuando

están a buen precio. Por desgracia, es difícil valorar el futuro. Pero creemos que nuestras valoraciones son mucho mejores de lo que indica la volatilidad actual. Los inversores deben recordar que el precio que pagan por las acciones es más importante que la perspectiva económica del mundo. Que Nestlé sea una inversión excelente o pésima en los próximos 10 años no depende de la resolución de la crisis de deuda europea. Depende de lo que usted pague por las acciones. Comprar un apartamento de lujo a 30.000 € el metro cuadrado en una ciudad europea cuando la economía era boyante hace unos años estaba abocado a ser una mala inversión. Comprar ese mismo apartamento hoy, con una perspectiva económica desastrosa para los próximos 5 años, a 1.000 € el metro cuadrado (si estuviera disponible), sin duda sería una excelente inversión. Presentimos que nuestras acciones cotizan en estos momentos a precios que podrían verse duplicados en los próximos años, pese a tener en cuenta la situación económica mundial.

Cifras de las clases en USD

Tabla 4: Valor liquidativo – Activos gestionados en USD

Septiembre 2011	VL	Δ hasta la fecha	Δ 12 meses	Rentab. anualizada desde la creación	Activos gestionados (en millones)
LTIF Classic [USD]	255.81	-27.83%	-17.28%	11.38%	332.8 *
LTIF Classic II [USD]	134.59	-27.81%	-18.04%	-2.14%	* Classic y Classic II combinados
LTIF Alpha [USD]	175.03	-19.21%	-10.68%	4.52%	52.6 **
LTIF Alpha II [USD]	130.00	-19.19%	-11.52%	-3.59%	** Alpha y Alpha II combinados
LTIF Natural Resources [USD] (previamente Global Energy Value Fund)	114.43	-43.08%	-28.06%	-2.23%	67.60
LTIF Emerging Market Value [USD]	91.03	-31.97%	-	-	4.23
MSCI World Index TR [USD] (Bloomberg GDDUWI)	3'782.76	-11.82%	-3.84%	3.44% ***	*** fecha de creación de Classic

Figura 36
LTIF – Classic USD

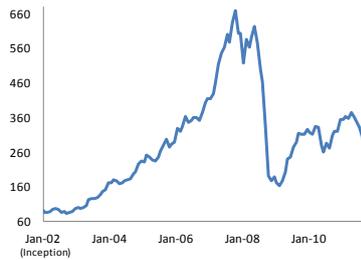


Figura 37
LTIF – Classic II USD

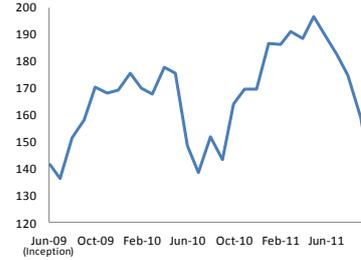


Figura 38
LTIF – Alpha USD

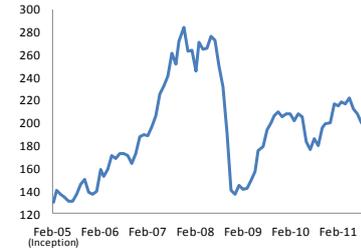


Figura 39
LTIF – Alpha II USD

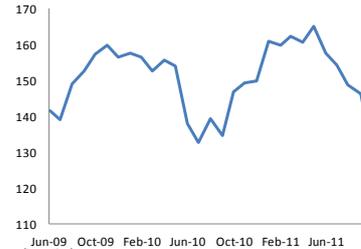
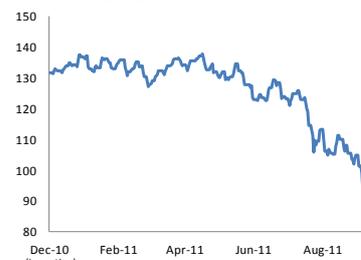


Figura 40
LTIF – Natural Resources USD



Figura 41
LTIF – Emerging Market Value USD



Cifras de las clases en CHF

Tabla 5: Net Valor liquidativo – Activos gestionados en CHF

Septiembre 2011	VL	Δ hasta la fecha	Δ 12 meses	Rentab. anualizada desde la creación	Activos gestionados (en millones)
LTIF Classic [CHF]	232.35	-29.67%	-23.09%	4.73%	302.28 *
LTIF Classic II [CHF]	122.24	-29.66%	-23.80%	-8.85%	* Classic y Classic II combinados
LTIF Alpha [CHF]	158.98	-21.27%	-16.95%	0.39%	47.77 **
LTIF Alpha II [CHF]	118.08	-21.26%	-17.74%	-10.19%	** Alpha y Alpha II combinados
LTIF Natural Resources [CHF] (previamente Global Energy Value Fund)	103.94	-44.53%	-33.12%	-5.85%	61.40
LTIF Emerging Market Value [CHF]	82.69	-33.70%	-	-	3.84
LTIF Stability Series [CHF] ***	176.30	-15.93%	-11.27%	2.16%	24.30
*** Rentabilidad total (incl. dividendo)	4.89	-13.92%			
MSCI World Index TR [CHF] (Bloomberg GDDUWI)	3'420.37	-14.63%	-11.35%	-2.76% ***	**** fecha de creación de Classic

Figura 42
LTIF – Classic CHF

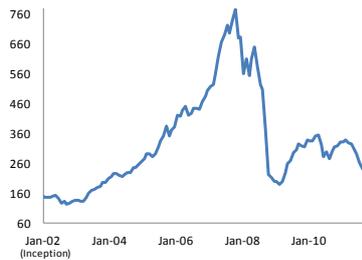


Figura 43
LTIF – Classic II CHF

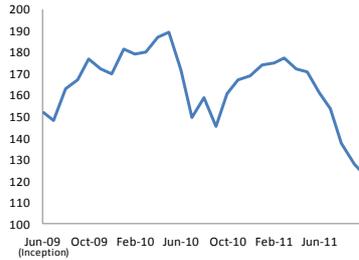


Figura 44
LTIF – Alpha CHF

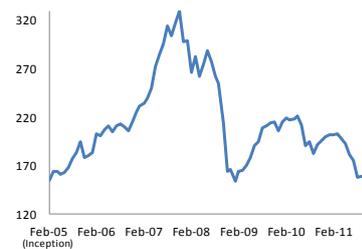


Figura 45
LTIF – Alpha II CHF

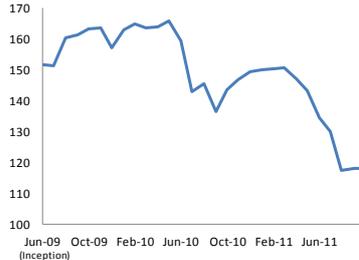


Figura 46
LTIF – Natural Resources CHF



Figura 47
LTIF – Emerging Market Value CHF

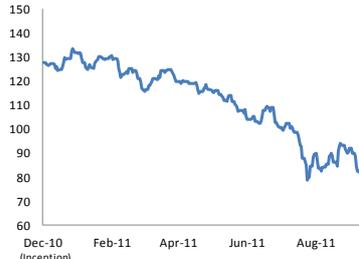
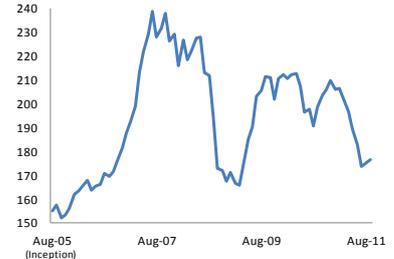


Figura 48
LTIF – Stability CHF (without dividends)



Cifras de las clases en GBP

Tabla 6: Valor liquidativo – Activos gestionados en GBP *

Septiembre 2011	VL	Δ hasta la fecha	Δ 12 meses	Rentab. anualizada desde la creación	Activos gestionados (en millones)
LTIF Classic II [GBP]	86.40	-27.45%	-17.09%	0.11%	213.63 (Classic & Classic II combinato)
LTIF Alpha II [GBP]	83.45	-18.79%	-10.50%	-1.37%	33.76 (Alpha & Alpha II combinato)
LTIF Natural Resources [GBP] (previamente Global Energy Value Fund)	73.46	-42.79%	-27.23%	0.97%	43.39
LTIF Emerging Market Value [GBP]	58.44	-31.62%	-	-	2.71
MSCI World Index TR [GBP] (Bloomberg GDDUWI)	2'417.41	-12.15%	-3.35%	9.27% *	* fecha de creación de Classic II

* Performance up to 05.11.2009 is converted on a simulation basis from EUR into GBP. NAVs from 01.06.2009 to 04.11.2009 are not official.

Figura 49
LTIF – Classic II GBP

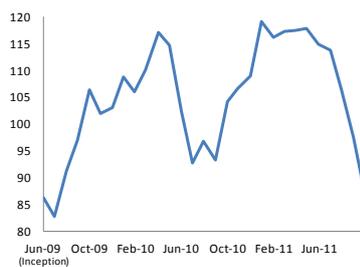


Figura 50
LTIF – Alpha II GBP

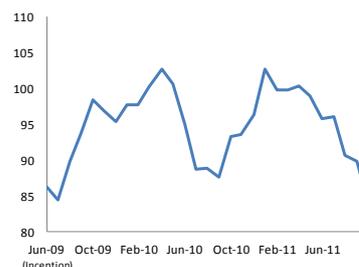
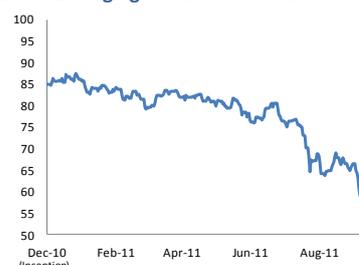


Figura 51
LTIF – Natural Resources GBP



Figura 52
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 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 three active compartments, called "Classic," "Alpha," and "Energy," which fully resemble both the Long-Term Investment Fund in BVI (classes "Classic" and "Alpha") and the Global Energy Value Fund 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 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: LTI FGEV LX

LTIF – Natural Resources USD

ISIN: LU0301247234
Telekurs: 3'101'839
Bloomberg: LTI FGEU LX

LTIF – Natural Resources CHF

ISIN: LU0301246939
Telekurs: 3'101'836
Bloomberg: LTI FGE C LX

LTIF – Natural Resources GBP

ISIN: LU0457696077
Telekurs: 10'638'983
Bloomberg: LTI FGE G LX

LTIF – Emerging Market Value EUR

ISIN: LU0553294868
Telekurs: 11'901'448
Bloomberg: LTI FEME LX

LTIF – Emerging Market Value USD

ISIN: LU0553295592
Telekurs: 11'901'450
Bloomberg: LTI FEMU LX

LTIF – Emerging Market Value CHF

ISIN: LU0553294785
Telekurs: 11'901'447
Bloomberg: LTI FEM C LX

LTIF – Emerging Market Value GBP

ISIN: LU0553296053
Telekurs: 11'901'451
Bloomberg: LTI FEM G 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: LTI FSTA SW

LTIF – Stability Income Plus

ISIN: CH0135996012
Telekurs: 13'599'601
Bloomberg: LTI FSI P 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