

Figura 1
LTIF – Classic EUR

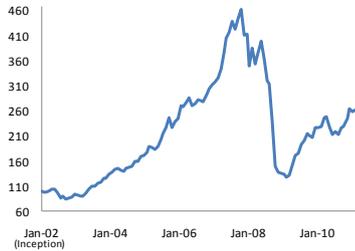


Figura 2
LTIF – Classic II EUR

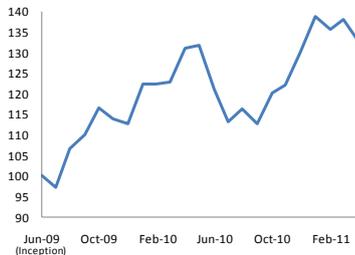
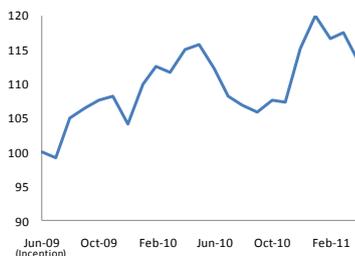


Figura 3
LTIF – Alpha EUR



Figura 4
LTIF – Alpha II EUR



Long Term Investment Fund

Las Figuras 1 a 7 y la tabla 1 muestran la evolución del Valor liquidativo de nuestros fondos. Como trataremos más adelante en esta *newsletter*, los resultados de la mayoría de nuestras inversiones son excelentes y los precios de las acciones siguen bajos, así que prevemos interesantes resultados en los próximos trimestres. La evolución del Valor liquidativo se ve lógicamente afectada por la evolución del euro frente a las divisas en que tenemos inversiones. El euro se apreció, por ejemplo, un 6,16%, 4,11%, y 3,03% frente al dólar, al franco suizo y a la libra esterlina entre el comienzo del año y el 31 de marzo. A la larga estas fluctuaciones se compensan, pero afectan a los resultados a corto plazo (para quien invierta con dólares, los fondos ofrecen resultados positivos en lo que va de año, como se puede observar en el Apéndice anexo al final de la *newsletter*).

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

Marzo 2011	VL	Δ hasta la fecha	Δ 12 meses	Rentab. anualizada desde la creación	Activos gestionados (en millones)
LTIF Classic [EUR]	252.22	-4.54%	2.07%	10.52%	463.39 *
LTIF Classic II [EUR]	132.70	-4.52%	1.12%	16.69%	* Classic y Classic II combinados
LTIF Alpha [EUR]	152.53	-5.55%	-0.62%	7.09%	69.44 **
LTIF Alpha II [EUR]	113.29	-5.53%	-1.56%	7.04%	** Alpha y Alpha II combinados
LTIF Natural Resources [EUR] (previamente Global Energy Value Fund)	144.15	-3.80%	7.60%	6.20%	117.11
LTIF Emerging Market Value [EUR]	93.63	-6.13%	-	-17.92%	6.40
LTIF Stability Series [CHF] ***	201.20	-4.05%	-5.14%	4.81%	31.05
*** Rentabilidad total (incl. dividendo)	4.89	-1.77%			
MSCI World Index TR [EUR] (Bloomberg GDDUWI)	3'171.83	-1.18%	8.75%	0.43% ****	**** fecha de creación de Classic

En nuestra *newsletter* anterior preveíamos que los resultados serían buenos, lo que finalmente está ocurriendo, e indicábamos que era probable que la volatilidad permaneciera alta, y sí, ha permanecido alta, como se muestra en la Figura 8.

Figura 5
LTIF – Natural Resources EUR



Figura 6
LTIF – Emerging Market Value

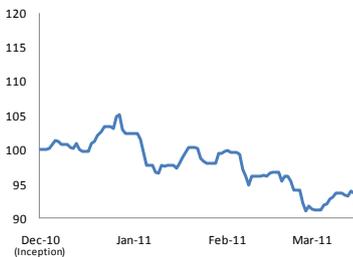


Figura 7
LTIF – Stability CHF

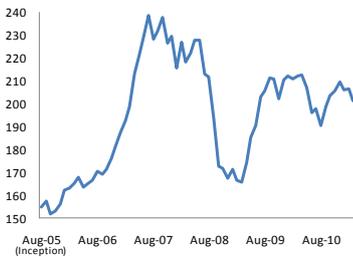
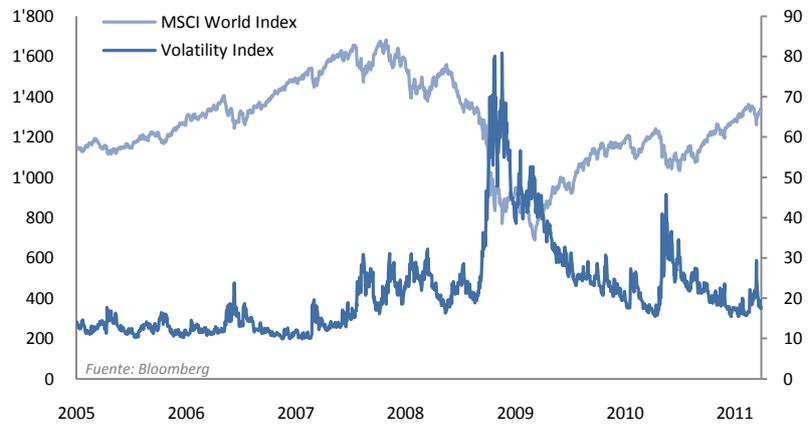
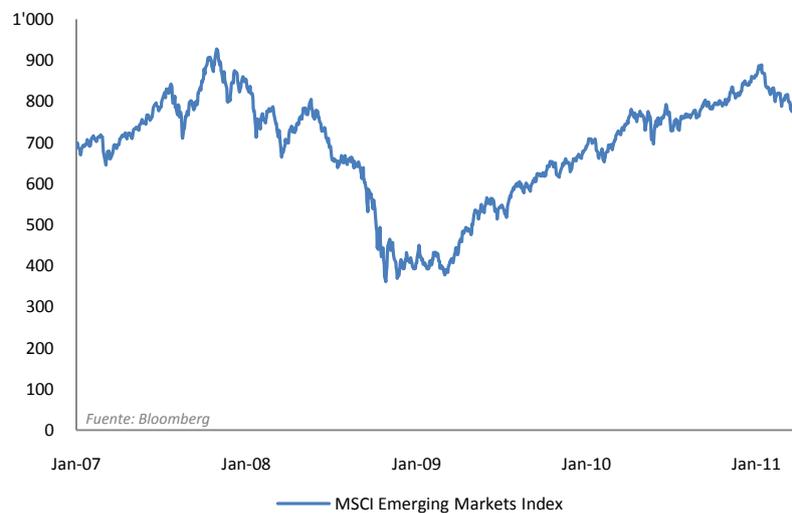


Figura 8: MSCI World e Índice de Volatilidad (en USD, 2005 – 2011)



Incluso anticipamos dos causas de volatilidad para 2011: la desaceleración de las principales economías asiáticas y las dificultades en la Eurozona. Ambos aspectos han afectado de forma negativa a los valores y probablemente continúen haciéndolo, aunque los problemas se centran ahora más bien «en el precio».

Figura 9: MSCI Emerging Market desde 2007 (en euros)



Pero, como ocurre siempre, algunos acontecimientos inesperados han aumentado aún más la volatilidad: el terremoto de Japón y las revueltas en varios países árabes. En cuanto al primero, aun siendo terrible para los afectados, su impacto en una cartera de valores diversificada es mínimo, incluidos los problemas con los reactores nucleares. Incluso para una cartera como la nuestra, con una considerable participación (casi un 15%) en reaseguradoras, el impacto es muy pequeño, como veremos a continua-

ción. El segundo «acontecimiento», las revueltas árabes, es mucho más importante: acelerará el aumento del precio del petróleo que ya se estaba registrando debido a la dinámica de la oferta y la demanda, y podría adelantar la llegada del día en que la oferta tenga un verdadero problema para cubrir la demanda y los precios suban de manera importante. Esto afectaría sin duda a muchos otros sectores. Hablemos más en detalle sobre estas cuestiones.

Comentarios sobre nuestras carteras

Los seguros y reaseguros de propiedad (en especial los reaseguros, que al final corren con las pérdidas) es un negocio muy especial. La demanda es más o menos estable y la oferta queda determinada por los fondos del sector: cuanto más capital tienen las reaseguradoras, más reaseguros pueden suscribir. Tras algunos años sin grandes desastres ocurren dos cosas: a las compañías aseguradoras les gusta menos reasegurar sus riesgos (porque hay menos demanda primaria de seguros) y las compañías reaseguradoras andan bien de efectivo, así que lo que suelen hacer es mover ese dinero reasegurando más. Como la demanda es fija (o incluso débil, como hemos comentado), la única forma en que las reaseguradoras pueden aumentar sus operaciones es bajando los precios. Se trata del ya conocido «ciclo de los reaseguros».

No obstante, el ciclo cambia cuando hay un gran accidente (o varios en un breve periodo de tiempo). Las reaseguradoras tienen que pagar, así que tienen menos fondos. Esto reduce su rendimiento y las fuerza a aumentar los precios justo cuando las aseguradoras muestran más interés en reasegurarse. Tras un año malo, los siguientes suelen ser buenos. Es un ciclo que se regula a sí mismo. La Tabla 2 muestra varias catástrofes y el impacto que tuvieron en los precios del sector y en los precios de las acciones de dos compañías que poseemos:

Tabla 2: Efecto de las catástrofes en EE.UU. sobre: tasas de reaseguros, retorno sobre el capital, ratios combinados, precios de los valores

Company: Amlin		AML LN Equity		GLCRPCR Index						
Catastrophe	Loss (in \$ mio)	Date	Event Year		One year after the event			Stock price changes after the event		
			FY0 Combined Ratio	FY0 ROE	Reinsurance Rates % 1y	FY1 Combined Ratio	FY1 ROE	Stock % 2m	Stock % 6m	Stock % 1y
Hurricane Katrina	41'100	23-ago-05	80%	23%	37%	64%	31%	9.4%	45.5%	52.9%
Hurricane Andrew	15'500	18-ago-92			65%					
World Trade Center Sep 2001	18'778	11-sep-01	112%	-39%	24%	86%	20%	-21.7%	-33.3%	-7.4%
Hurricane Ike	12'500	4-sep-08	76%	7%	8%	63%	32%	10.8%	28.5%	36.5%
Hurricane Charley & Ivan	14'585	13-ago-04	75%	22%	-8%	80%	23%	0.3%	7.7%	22.4%

Company: Renaissance Re		RNR US Equity		GLCRPCR Index						
Catastrophe	Loss (in \$ mio)	Date	Event Year		One year after the event			Stock price changes after the event		
			FY0 Combined Ratio	FY0 ROE	Reinsurance Rates % 1y	FY1 Combined Ratio	FY1 ROE	Stock % 2m	Stock % 6m	Stock % 1y
Hurricane Katrina	41'100	23-ago-05	116%	-14%	37%	55%	36%	-10.6%	-2.3%	9.0%
Hurricane Andrew	15'500	18-ago-92			65%					
World Trade Center Sep 2001	18'778	11-sep-01	70%	19%	24%	57%	28%	32.5%	42.6%	48.8%
Hurricane Ike	12'500	4-sep-08	79%	-1%	8%	21%	30%	-12.5%	-13.6%	9.5%
Hurricane Charley & Ivan	14'585	13-ago-04	90%	6%	-8%	116%	-14%	-1.4%	-0.9%	-9.7%

Tabla 3: Las pérdidas de las catástrofes con mayores costes en EE.UU. (en millones de USD)

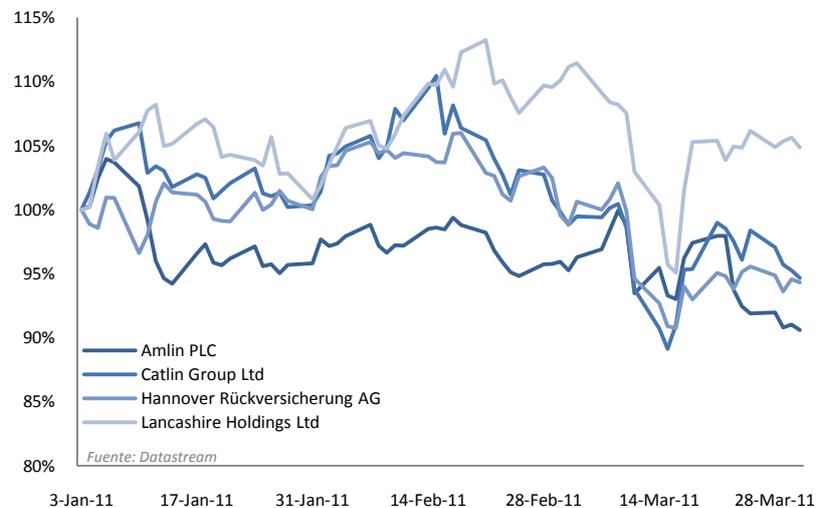
Rank	Date	Peril	Insured Loss when Occurred	In 2008 Dollars (1)
1	Aug. 2005	Hurricane Katrina	\$41,100	\$45,310
2	Aug. 1992	Hurricane Andrew	15,500	23,786
3	Sep. 2001	World Trade Center, Pentagon terrorist attacks	18,778	22,829
4	Jan. 1994	Northridge, CA earthquake	12,500	18,160
5	Sep. 2008	Hurricane Ike	12,500	12,500
6	Oct. 2005	Hurricane Wilma	10,300	11,355
7	Aug. 2004	Hurricane Charley	7,475	8,520
8	Sep. 2004	Hurricane Ivan	7,110	8,104
9	Sep. 1989	Hurricane Hugo	4,195	7,284
10	Sep. 2005	Hurricane Rita	\$5,627	\$6,204

Source: Insurance Information Institute and Insurance Services Office (ISO) and Property Claim Services unit. Data as of September 2009.

(1) Adjusted to 2008 dollars by the Insurance Information Institute. Note: Property coverage only. Does not include flood damage covered by the federally administered National Flood Insurance Program.

De hecho, la Figura 10 muestra el cambio en el precio de las acciones de algunas de las reaseguradoras que poseemos provocado por el terremoto de Japón desde principios de año.

Figura 10: Precio de las acciones de Amlin, Catlin, Hannover RE y Lancashire (en euros, año hasta la fecha)



Por supuesto, no nos interesan los cambios de los precios a corto plazo, sino a largo plazo. Y como muestra la Tabla 2, las catástrofes son la realidad sobre la cual las reaseguradoras fundamentan su negocio. No hay duda de que la pérdida de vidas humanas es irreparable, pero al menos queda atenuada por un sector extremadamente eficiente que puede realmente redistribuir a nivel mundial las pérdidas materiales a la vez que logra beneficios bastante decentes para sus inversores.

Una de nuestras grandes posiciones la ocupan las **empresas de producción de cobre**, en las que tenemos invertido otro 15% del fondo Classic. En *newsletters* anteriores ya hemos explicado en detalle por qué creemos que se trata de una buena inversión. Nada cambia nuestro punto de vista, sino más bien al contrario. En febrero de este año, el cobre alcanzó su precio más alto de la historia (4,6375 dólares por libra) y se ha estabilizado en 4,3075 \$ al final del trimestre. Prevemos un largo periodo con precios muy altos, quizá algo superiores a los actuales, con las típicas subidas y bajadas. Con estos precios, las empresas que poseemos logran enormes beneficios: los ratios PER son inferiores a 10 (algunos de ellos con una cifra muy baja) y la mayoría tiene grandes planes de ampliación de minas que se materializarán en los próximos años. La demanda se mantiene fuerte, empujada por la urbanización y el desarrollo de la red eléctrica en los mercados emergentes. Por su parte, es difícil ampliar la oferta: las mejores minas ya han pasado sus mejores años de producción, y los mejores depósitos sin explotar se encuentran en países como la República Democrática del Congo, Afganistán, Pakistán o Mongolia, donde invertir es complicado y arriesgado.

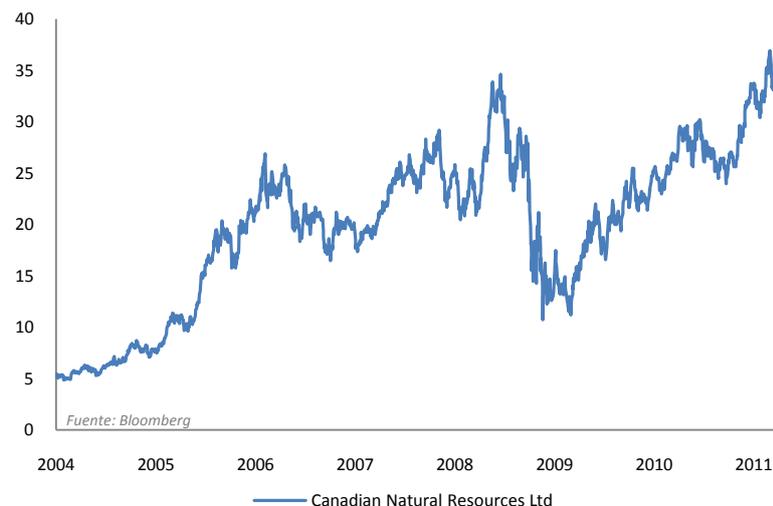
Otra gran posición de nuestros fondos (algo menos del 20%) la representa el **petróleo y sus servicios derivados**. La inestabilidad política en los países productores de petróleo suele hacer que los precios del crudo aumenten, primero por las especulaciones sobre si se puede ver afectado el suministro y, después, cuando se materializan dichas dificultades de abastecimiento. Libia no ha sido ninguna excepción: produce alrededor del 1,5% del petróleo que se consume en el mundo. En vista del ajustado equilibrio entre oferta y demanda, dicha cantidad es suficiente para hacer que el precio del petróleo aumente un 15%. La producción libia acabará volviendo al mercado, por supuesto, pero puede que no lo haga hasta dentro de unos cuantos trimestres. Mientras tanto, la demanda sigue aumentando y la oferta tiene las habituales dificultades para responderle. Por lo tanto, podemos prever unos precios del crudo muy altos en un futuro cercano, igualmente con sus típicos altibajos, exacerbados por la práctica especulativa de comprar al alza y vender a la baja. Eso será beneficioso para nuestras empresas petroleras y los servicios derivados, cuya labor es absolutamente necesaria para aumentar la producción de crudo. Los precios altos continuarán empujando al mundo en la dirección que tomó hace años: reducir el consumo en los países desarrollados para «dejar» ese petróleo a los mercados emergentes, quienes lo necesitan mucho más. Esto no es de gran importancia si vemos la economía mundial en su conjunto, pero no hay duda de que tiene un efecto negativo en aquellos sectores de los países desarrollados que dependen del precio del petróleo, como las líneas aéreas, la automoción, etc.

La mayor parte de nuestro fondo Natural Resources está invertido en petróleo y cobre: las empresas que producen estas materias primas acaparan el 70% de la cartera. El resto está muy diversificado (carbón, minerales de hierro, cinc y, últimamente, pasta de celulosa). Hemos añadido a nuestra cartera Suzano Papel e Celulose, el mayor productor mundial de pasta de celulosa para la exportación. La empresa presenta los menores

costes en el mundo gracias a la productividad extremadamente alta de sus bosques en Brasil. Además de la pasta de celulosa, también participa en la fabricación de papel para el mercado brasileño y ha comenzado a vender lignograno (*pellets* de madera) de producción sostenible como combustible.

Un punto importante: a algunos de nuestros inversores les ha sorprendido que el fuerte incremento de los precios de las materias primas del que hablan los periódicos no se haya trasladado al precio de nuestro fondo Natural Resources. La razón es, claro está, que nuestro fondo no invierte en las propias materias primas, sino en empresas que las producen, y los precios de las acciones de dichas empresas suelen verse afectados por las tendencias generales de los mercados y no van a la par con los precios de las materias primas con las que trabajan. No obstante, los precios altos de las materias primas sí que se traducen en grandes beneficios para las empresas productoras de materias primas, que a su vez se traducen en un aumento del precio de las acciones..., en algún momento. Recuerden también el crecimiento del euro; en dólares, que es la divisa en que se fijan los precios de la mayoría de los fondos de materias primas y de recursos, nuestro fondo «se ve mejor» —como se ve en el Apéndice— y el aumento de los precios de las materias primas parece mucho menor. Vemos sin duda una parte positiva a estos valores. Utilicemos como ejemplo la posición de materias primas más antigua de nuestra cartera: Canadian Natural Resources. Como se muestra en la Figura 11, su precio es siete veces mayor que cuando compramos las acciones, pero ha sufrido grandes oscilaciones. Prevemos que a nuestro fondo le ocurrirá algo similar en el futuro: beneficios a largo plazo por encima de la media y alta volatilidad.

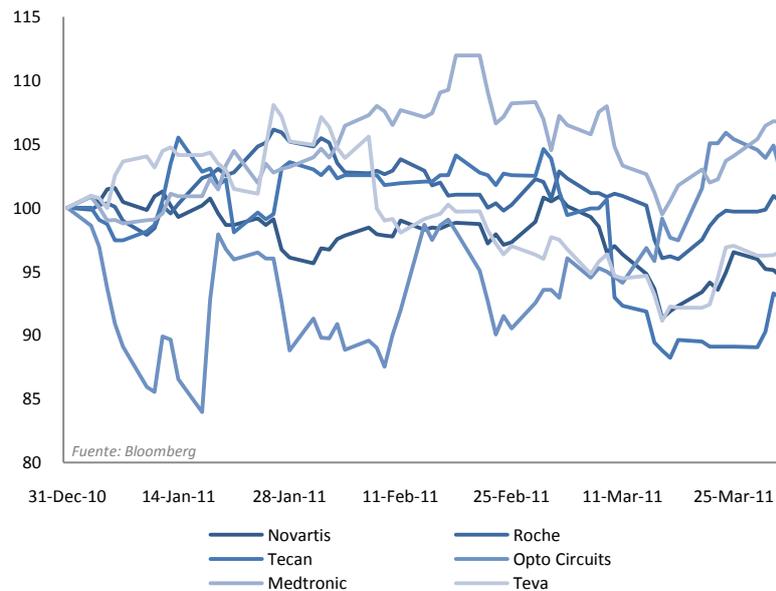
Figura 11: Precio de las acciones de Canadian Natural Resources Ltd (CAD, 2004 – 2011)



Algo más del 12% de nuestros fondos generalistas está invertido en **empresas sanitarias**. Es el único sector que poseemos (junto con las produc-

toras de cobre y las empresas en mercados emergentes) en el que los precios de las acciones están en su mayor parte más bajos que a principios de año. Invertir en valor implica muy a menudo ir contra corriente: si algo está barato es porque tiene el viento de cara, pero el inversor en valor cree que los precios de las acciones han caído demasiado y que finalmente se recuperarán una vez que el mercado se haya dado cuenta de su valor. Incluso aunque dicho inversor esté en lo cierto, es altamente improbable que se realice la inversión en la parte más baja del ciclo, justo antes de que las acciones vuelvan a subir. Uno ha de estar dispuesto a esperar un poco. Nosotros creemos que nuestras empresas son muy sólidas y que nos proporcionarán grandes beneficios, incluso independientemente en gran medida del ciclo económico. Pero hemos de esperar (la caída general, teniendo en cuenta los dividendos recibidos, es de un 5% en lo que va de año), como podemos ver en la Figura 12.

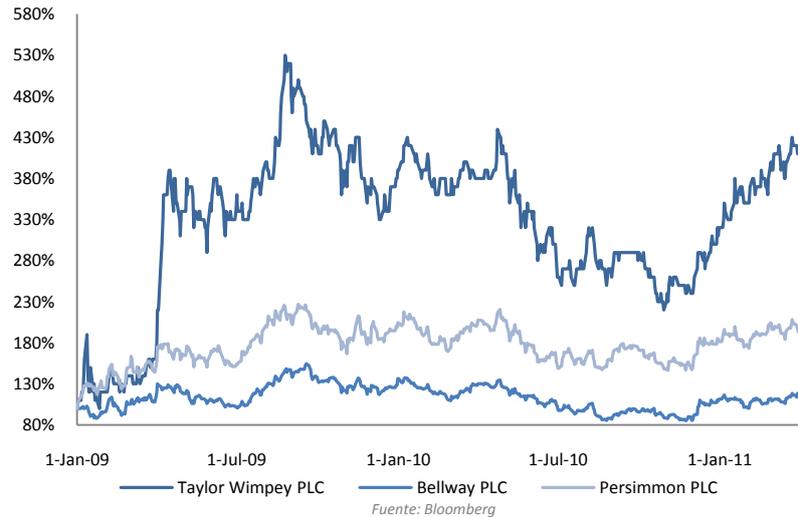
Figura 12: Rendimiento en lo que va de año (dividendos incluidos) de Roche, Novartis, Medtronic, Teva, Tecan, Optocircuits



Tenemos invertido alrededor de un 7% de nuestros activos en tres **constructoras británicas**. Ha sido sin duda una inversión no consensuada: todo el mundo sabe que no le va bien al consumidor británico y que ha sido complicado lograr financiación. Pero los precios (y los beneficios) no dependen sólo de la demanda, sino también de la oferta. En 2010 se construyeron 129.000 viviendas en el Reino Unido, la cifra más baja desde 1923 y menos de la mitad de lo que el Gobierno estima que es la oferta mínima para satisfacer la demanda y evitar aumentos de los precios. A nuestras empresas les va muy bien y sus acciones son, todavía, muy baratas. Han aprovechado las circunstancias actuales para comprar terrenos a precios muy bajos, y las acciones de las empresas tasan dichos activos

con un descuento del 20%. Creemos que es una buena inversión a largo plazo, ya que tradicionalmente el mercado ha otorgado a dichos activos una prima media del 20%. La Figura 13 muestra cómo los precios de las acciones comienzan a reflejar esta realidad:

Figura 13: Precio de las acciones de TW, Bellway y Persimmon (en GBP, 2009 - 2011)



La siguiente inversión en importancia son las **carreteras de peaje chinas**, en las que tenemos invertido más de un 5% de nuestra cartera de los fondos Classic, Alpha y Stability. Las empresas están logrando resultados increíblemente buenos, con aumentos en los ingresos de más de un 15% el pasado año. Pagan buenos dividendos, de entre el 5% y el 7%.

Por último, hemos estado creando posiciones en algunas empresas, principalmente en el **sector de los productos de consumo**, pero también en otros, que se podrían considerar empresas estrella, como Nestlé, Unilever, McDonald's, Coca-Cola, Inditex, 3M, IBM, etc. Son empresas en las que no habíamos participado anteriormente, no porque pensásemos que pasase algo malo con ellas (de hecho son todas excelentes), sino porque estaban en niveles de valor muy altos. Como ya hemos dicho en muchas ocasiones, los grandes beneficios dependen en gran medida de si se compra con descuento y dichas empresas han cotizado normalmente con prima.

Pero ese ya no es el caso. Como expondremos a continuación de forma detallada, por primera vez desde que empezamos a gestionar nuestros fondos, muchas de esas empresas estrella representan una oportunidad para los inversores en valor. Así pues, estamos incluyéndolas poco a poco en nuestras carteras según adquirimos un entendimiento más profundo de cada una de ellas.

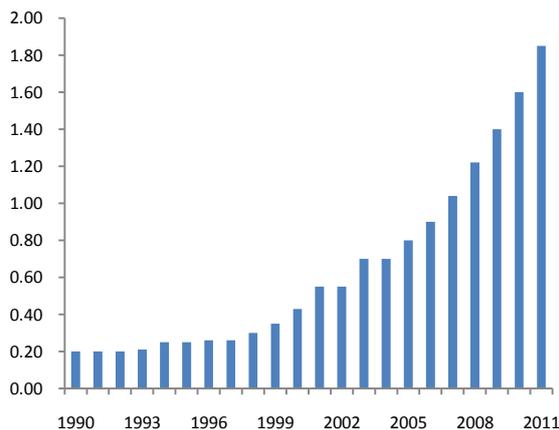
El caso de las empresas estrella

«Mi inversión preferida es el sector inmobiliario. Poseo varios apartamentos en diferentes ciudades. Por supuesto sé que el precio del metro cuadrado sube y baja, pero no me importa en absoluto: todo lo que sé es que cada trimestre recibo el pago de mis alquileres. Duermo tranquilo por la noche sin prestar atención a todas las malas noticias que se leen cada día en los periódicos: no me afectan».

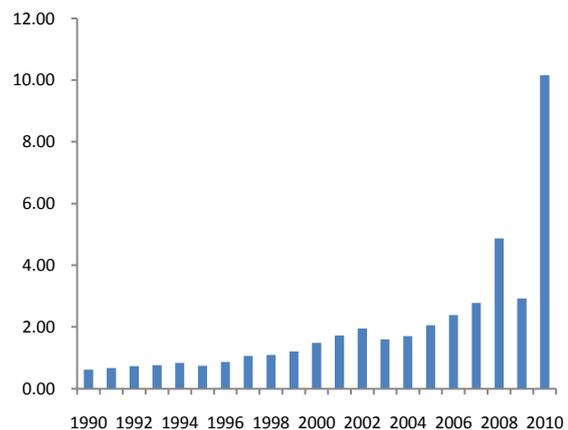
Uno de nuestros inversores nos hizo estas declaraciones hace algunas semanas. De hecho añadió que, cuando el precio de los apartamentos descendía de forma significativa en cualquier ciudad, aprovechaba para comprar más, sabiendo que tendría asegurado el pago de los alquileres y que, a largo plazo, incluso aumentaría el precio de los apartamentos.

En nuestra opinión no hay nada que contradiga este argumento. Pero nuestra pregunta era: «¿En qué se diferencia esto de invertir en, digamos, acciones de Nestlé?» La Figura 14 muestra los dividendos en metálico pagados por cada acción de Nestlé en los últimos veinte años. Son extremadamente estables, creciendo a una media del 8,22% anual, en francos suizos, una divisa de baja inflación. Y lo mismo se podría decir de muchas otras acciones. La Figura 15 muestra los beneficios por acción de Nestlé desde 1990. De hecho, la Figura 16 muestra los dividendos pagados por todas las empresas del mundo, según el índice MSCI World: en este caso podemos apreciar la crisis de 2008-2009, pero el «alquiler» sigue llegando cada trimestre y ya ha recuperado su tasa de crecimiento (que, por cierto, es mucho mejor que la de los ingresos por alquiler de inmuebles).

Figuras 14 and 15: Dividendos y beneficios por acción de Nestlé SA (en CHF, desde 1990)

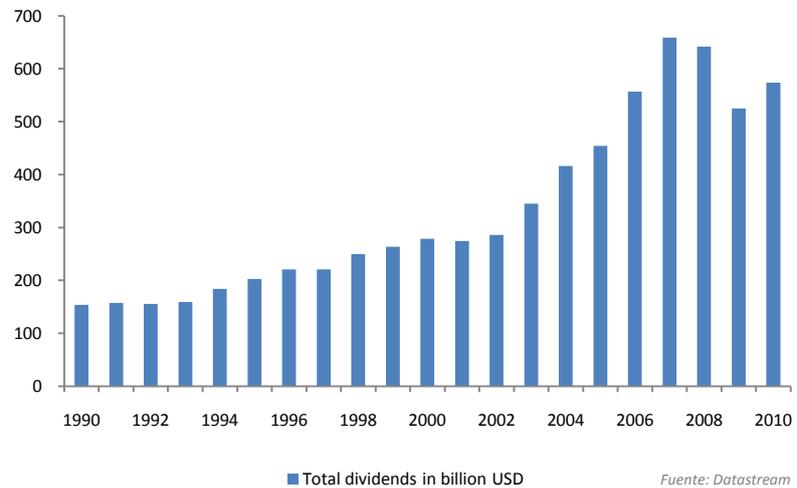


■ Nestlé SA - Dividends per Share
Fuente: Datastream



■ Nestlé SA - Earnings per Share
Fuente: Datastream

Figura 16: Dividendos pagados por todas las empresas del mundo (según el Índice MSCI World, en miles de millones USD, últimos 20 años)



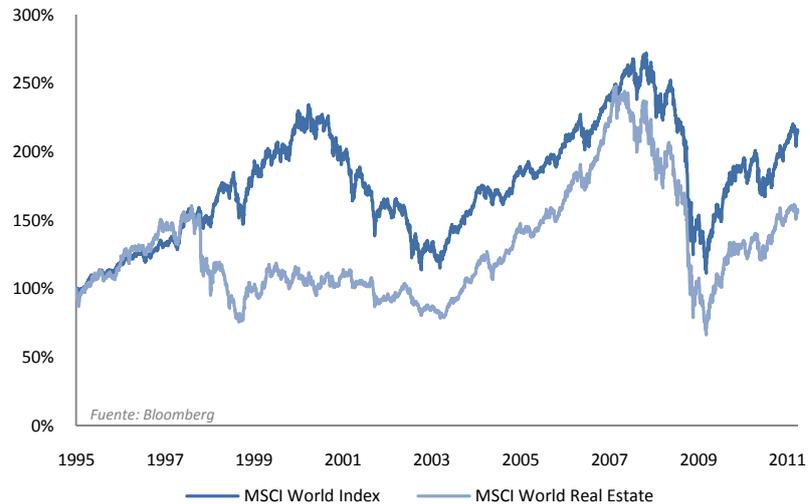
Entonces, ¿por qué se considera al sector inmobiliario una inversión segura, mientras que la gente insiste en que los inversores deberían invertir en valores el dinero que pueden permitirse perder? La principal diferencia, por supuesto, es la definición de riesgo. En el caso de un apartamento, el riesgo se definiría como una pérdida permanente de la capacidad del mismo de generar ingresos: bien si se destruye el apartamento o si se expropia, si los arrendatarios no pagan en un contexto en el que el arrendador no puede hacer mucho por evitarlo, o si la zona en la que se encuentra el apartamento se deteriora de forma significativa. Es raro que pase eso, sobre todo si el inversor tiene cuidado. Consecuentemente, la inversión se considera de forma acertada como «de bajo riesgo», porque lo que importa es el pago del alquiler y ése no deja de llegar, pase (casi) lo que pase. En el caso de las acciones, por su parte, los inversores definen la rentabilidad no como el dinero que produzcan (los dividendos, o «alquiler»), sino como el cambio del precio de un día para otro. Hasta que los inversores no dejen de hacer esto, seguirán perdiendo dinero en la bolsa. La gente se muestra reacia a vender sus propiedades inmobiliarias cuando los precios están bajos, sino que prefieren esperar tiempos mejores mientras siguen cobrando el alquiler. Sin embargo, venden de forma sistemática sus acciones cuando éstas bajan.

Invertir en valores es probablemente mejor que invertir en inmuebles, por muchas razones:

1. En primer lugar, y lo más importante, las acciones tienen un rendimiento mucho mejor. Con el tiempo, las propiedades inmobiliarias tienen un beneficio total —inflación incluida— de menos del 5%. Las acciones han tenido normalmente un margen entre el 8% y el 10%. Hoy en día, como veremos después, se pueden comprar acciones que dan una rentabilidad del 12%. Con

el tiempo, esas diferencias son enormes, como se muestra en la Figura 17.

Figura 17: Índice MSCI World frente al Índice MSCI World Real Estate (indexado, desde 1995)



2. En segundo lugar, es mucho más fácil diversificar con acciones. Pocos inversores tienen dinero para comprar edificios de diferentes tamaños y calidades en varios países. Para un inversor en valores es fácil lograr esa diversificación, porque puede literalmente comprar acciones en *todas* las empresas de cierto tamaño en un índice mundial. Y la diversificación es importante. Claro que algunas empresas quiebran, lo que es malo para el inversor de valores, pero algunos apartamentos también acaban siendo malas inversiones, porque se necesitan más reparaciones de las que se esperaban, o empeora la zona en la que se encuentran, o un mal arrendatario se niega a pagar el alquiler durante un periodo largo.
3. Es difícil encontrar gangas de verdad en el mercado inmobiliario: los vendedores saben lo que venden y, aunque se estén viendo forzados por el banco a vender, siempre pueden encontrar un comprador con un pequeño descuento. Y sí, a veces explotan burbujas inmobiliarias (lo que demuestra, por cierto, que esos activos no son tan seguros como se suele pensar), pero no son frecuentes y cada vez ocurre en un país diferente. Sin embargo, casi todos los días se pueden encontrar acciones a precios muy interesantes. La razón es simple: nadie vende una casa sin saber lo que vale, pero la gente vende acciones todo el rato sin la más mínima idea de cuál es su valor intrínseco. Cada vez que los inversores entran en pánico y venden sus fondos, por ejemplo, venden participaciones en empresas (acciones) que ni siquiera

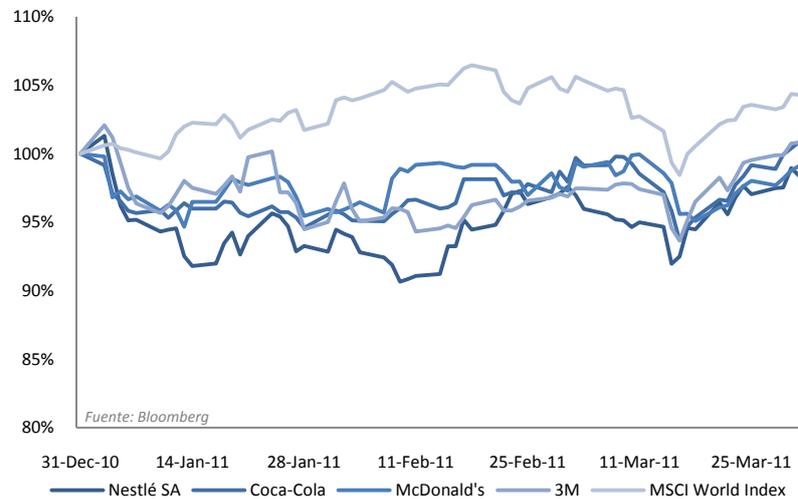
sabían que tenían, y mucho menos cuánto valen en realidad. Es más fácil ganar dinero siendo la otra parte del negocio.

4. Por último, y esto es lo más irónico de todo, las acciones son también una mejor inversión por su liquidez: uno siempre puede vender, en un momento, si es necesario. Y uno puede vender una pequeña parte o la totalidad. Con las viviendas es difícil vender sólo un poco (a menos que se tengan muchas casas) y los costes de transacción son altos. En igualdad de condiciones, una inversión con una liquidez relativamente baja, como los inmuebles, debería tener mayor rentabilidad que una con una liquidez más alta. Sin embargo ocurre lo contrario: a largo plazo, las casas son mucho menos rentables que las acciones. Pero es precisamente la liquidez de las acciones lo que empuja a los inversores a venderlas en el momento equivocado, acabando así con todas las esperanzas de lograr rentabilidad a largo plazo.

¿Encontramos ahora atractivas las acciones, tras haberse duplicado los índices desde el bache de principios de 2009 y todas las incertidumbres a las que nos enfrentamos? ¿Dónde encontramos ahora el valor? Obviamente las acciones tienen menos valor ahora que cuando valían la mitad. Pero los índices son medias y nosotros compramos empresas concretas. En nuestra opinión, un ámbito muy interesante en la actualidad es lo que llamamos *blue chips* o empresas estrella. Lo hemos mencionado en *newsletters* anteriores, pero las oportunidades son cada vez más interesantes.

Hoy es posible comprar acciones en algunas de las mejores empresas del mundo a precios que sugieren claramente que el rendimiento a largo plazo superará con creces el 10%, con un riesgo extremadamente bajo. En esta categoría se incluirían empresas como Nestlé, Coca-Cola, McDonald's, 3M, Medtronic, Inditex, Unilever y un largo etcétera. Son empresas que nunca podíamos comprar para nuestros fondos (excepto por un breve periodo durante la crisis, cuando todo era comprar) con la esperanza de una rentabilidad fuerte. Por supuesto, el bajo riesgo y el crecimiento a largo plazo ya estaban ahí, pero estaban incluidos en el precio. Pero ya no. La Figura 18 muestra la evolución de los precios de las acciones de algunas empresas en comparación con un índice general:

Figura 18: Precio de las acciones de Nestlé, Coca Cola, McDonald's, 3M y Unilever frente al índice MSCI World (en USD, año hasta la fecha)

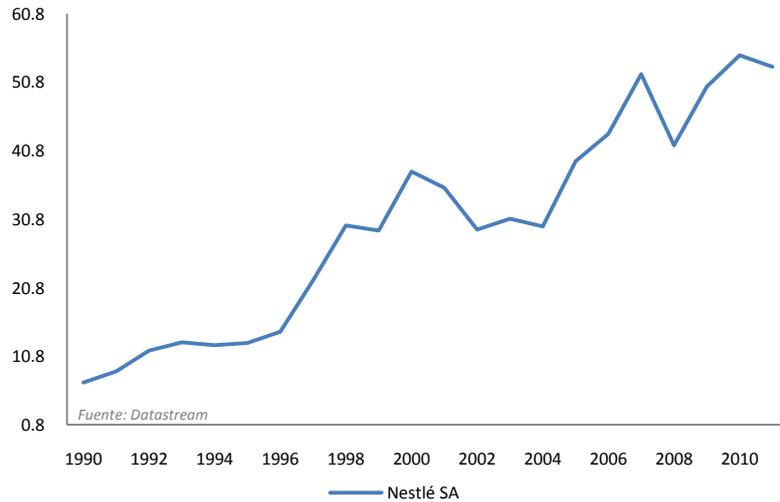


Poco a poco estamos creando una cartera con estas empresas que ya supone más o menos el 25% de nuestras inversiones en general. El pasado año empezamos a desarrollar un profundo entendimiento de algunas áreas del sector de la atención sanitaria, y ahora nos movemos hacia el sector de productos de consumo básico. Proporcionan a nuestra cartera una estabilidad que agradecemos mucho, sin tener que sacrificar el valor que siempre perseguimos.

Simultáneamente, vemos que muchas empresas «cíclicas» están más que sobrevaloradas. Es como si el mercado estuviese interesado sólo en aquellas empresas que mejorarán mucho en los próximos dos años —si todo va bien—, sin preocuparse mucho por el largo plazo. Una comparación de dos acciones puede ilustrarlo mejor.

Tomemos primero un ejemplo que ya hemos tomado en el pasado: Nestlé. La empresa ofrece un rendimiento del capital 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: las Figuras 14 y 15 muestran los beneficios y dividendos por acción de Nestlé desde 1990. 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, como muestra la Figura 19.

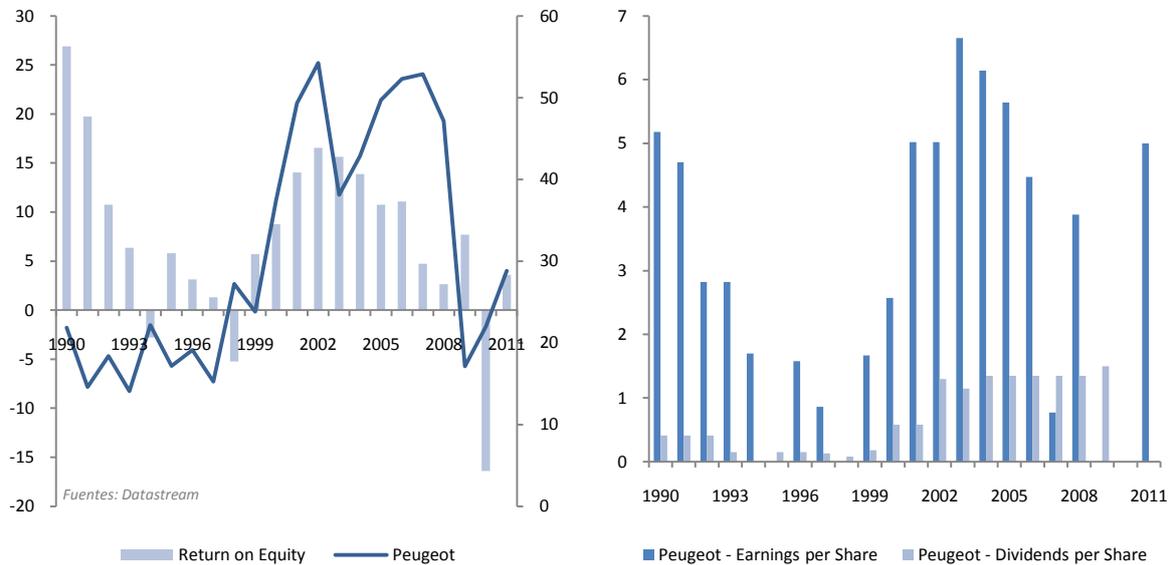
Figura 19: Precio de las acciones de Nestlé (en CHF, desde 1990)



Por supuesto, eso es el pasado. ¿Será igual en los próximos veinte años? No lo sabemos, pero no vemos grandes cambios en el negocio de Nestlé o en la posición que ocupa la empresa. Mucha gente está muy preocupada por si hay inflación de costes y Nestlé no logra hacerle frente, volviéndose así menos rentable. Pero pensar eso es de tontos: en el periodo que hemos mencionado anteriormente, la inflación del franco suizo ha sido del 1,60%, y la rentabilidad de Nestlé ha sido la misma. Es lógico pensar entonces que han repercutido dichos costes. Pensar que la inflación es un problema para una empresa que se ha mantenido activa con buenos resultados durante más de cien años significa que no se entiende bien cómo funcionan los negocios. Si los resultados económicos de Nestlé se mantienen similares a los del pasado, comprar acciones suyas debería ofrecer una rentabilidad de aproximadamente un 11,5% a largo plazo en francos suizos, lo que creemos que es un buen beneficio por una inversión de muy bajo riesgo. Y eso que tiene un PER de 15.

Echemos un vistazo ahora al fabricante francés de automóviles Peugeot. Las Figuras 20 y 21 muestran el rendimiento del capital registrado por la empresa en los últimos 20 años, así como sus ganancias y dividendos por acción.

Figura 20 and 21: Precio de las acciones y rendimiento del capital de Peugeot, beneficios y dividendos por acción de Peugeot (en euros, desde 1990)



Tiene un PER de 5 y los analistas prevén que pague dividendos de 9 centavos en 2011, ofreciendo una rentabilidad de aproximadamente el 3,5% sobre el precio de la acción, algo menos que Nestlé. Pero la gran diferencia es que esos 9 centavos representan menos del 20% de los beneficios de Peugeot, mientras que el resto lo reinvierte en el negocio. Reinvierte, ¿pero a qué tipo? ¿Cuál será la rentabilidad del capital de Peugeot en el futuro? La media de los últimos veinte años ha sido del 7%. Quizá les vaya mejor, pero sería difícil decir por qué: la competencia no cede, los datos demográficos no ayudan, el consumo de gasolina se verá afectado por cuestiones de precio y de emisiones de CO₂. Si partimos del principio de que el futuro no será muy diferente del pasado, tendríamos unas acciones que ofrecen un 3,5% en efectivo, reinvertiendo el resto de los beneficios (80%) al 7%, lo que conllevaría un rendimiento a largo plazo del 9%. Francamente, no es muy atractivo para una empresa que ni siquiera puede pagar dividendos la mayoría de los años, aunque tenga un PER actual de 5.

Esto no significa que las acciones de Peugeot no puedan tener mejores resultados que las de Nestlé. Por desgracia no lo sabemos, pero como inversores a largo plazo lo que sí sabemos es dónde se encuentra el valor. Y, como muestra este ejemplo, no es necesariamente siempre donde haya un PER bajo. Sí, es posible que los beneficios por acción crezcan más en Peugeot que en Nestlé en los próximos dos años, pero cuando se compran acciones se compran para siempre, aunque se vendan después: cuando se venden, su precio probablemente reflejará los beneficios de los próximos años. Saber captar los tiempos del mercado puede reportar

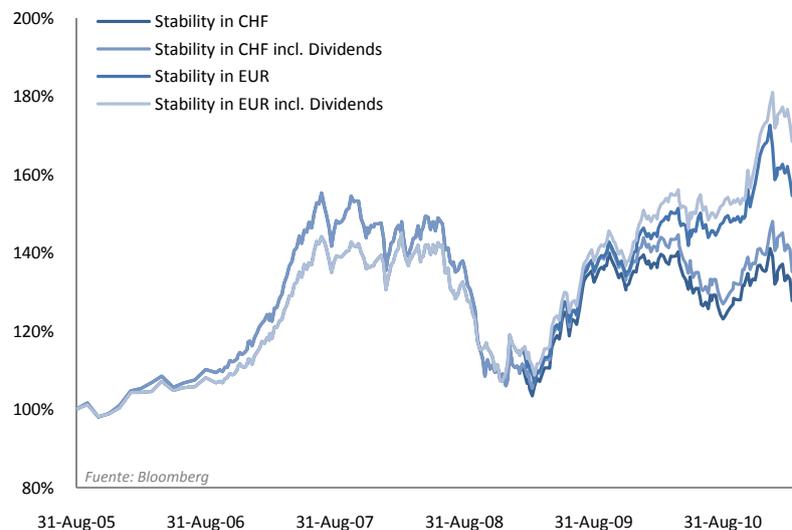
importantes beneficios, pero no es una estrategia que se pueda seguir de forma coherente fácilmente. Y no es eso lo que intentamos hacer en SIA.

Sí, estos análisis son algo simplistas: hay que tomar en consideración muchas otras cosas, desde el nivel de deuda de la empresa hasta su administración, pasando por los cambios tecnológicos y regulatorios... Pero al menos da una idea de cómo vemos a estas empresas.

Fondo LTIF Stability; clase de acciones con ingresos

En 2005 lanzamos el fondo Stability. Como todos nuestros primeros fondos (Classic, Alpha y Energy), se creó en un primer momento como un fondo de las Islas Vírgenes Británicas para pasar a Suiza en 2006 (el resto de fondos pasaron a Luxemburgo). Empezó en euros y pasó al franco suizo con el traslado. Por supuesto, la divisa no es tan importante. Lo que importa es la evolución de los activos subyacentes, aunque hacemos alguna cobertura de tipos de cambio. La Figura 22 muestra los registros desde que se creó el fondo, tanto en euros como en francos suizos. La diferencia entre las líneas es la diferencia de evolución de las dos divisas.

Figura 22: Fondo Stability en francos suizos y euros sin dividendos (desde su creación)



La Figura 22 también incluye los dividendos: aunque la estrategia del fondo era reinvertir todos los dividendos, la legislación suiza nos obliga a pagar algunos dividendos cuando no se cobran comisiones de rentabilidad, como es nuestro caso desde 2008, ya que el fondo no ha alcanzado en francos suizos su máximo (lo hizo en euros, pero las comisiones se calculan sobre la rentabilidad en francos suizos). En cualquier caso esos dividendos no han sido muy grandes y sólo se han pagado los últimos dos

años. Nuestra estrategia es seguir pagando lo menos posible o nada, si así lo permite la legislación. Ésta es la solución que prefiere la mayoría de nuestros inversores, solución que aplicamos al resto de nuestros fondos.

No obstante, a un cierto grupo de inversores sí le gustan los dividendos. Para ellos estamos lanzamos una nueva clase de acciones en el fondo Stability denominada clase *Growth Income*. Se pagará un dividendo anual de entre un 3% y un 4%, en francos suizos. No obstante —y ésta es la parte atractiva— ese dividendo irá creciendo con el tiempo. En un principio nos marcamos un objetivo de crecimiento anual de entre un 4% y un 5% del dividendo, dependiendo por supuesto de cómo les vaya a nuestras empresas. Esto representaría un ingreso en metálico de alrededor de un 8% anual (en francos suizos) a largo plazo, con posibilidad de que sea superior. Los inversores de esta clase verán, al igual que nuestro amigo que invertía en inmuebles, cómo los ingresos en efectivo no dejan de llegar, o incluso de crecer todos los años, pase lo que pase en el mundo o en los mercados de valores.

Una última cosa: hay algunas incertidumbres en el mundo. Siempre las ha habido y siempre las habrá. No obstante, los principales componentes de nuestra cartera (los productos de consumo básico de empresas estrella, empresas de atención sanitaria, aseguradoras, productores de materias primas, etc.) también seguirán ahí. Si el precio de entrada es el correcto, como intentamos asegurarnos de que así sea siempre, la rentabilidad a largo plazo está casi asegurada. Creemos firmemente que es muy razonable esperar una cifra en torno al 12% anual que hemos logrado desde que empezamos (del 10% al 15%).

Noticias SIA

Vamos a realizar presentaciones en Zúrich y en Ginebra los días 5 y 6 de mayo. A continuación encontrarán la invitación con el formulario web para que confirmen su asistencia.

Presentación en Zúrich el jueves, 5 de mayo de 2011, a las 17.00 horas

1. Introducción: Situación de los mercados y oportunidades de inversión – J. Carlos Jarillo, socio gerente, SIA Ginebra.
2. El sector de los seguros de vida – Walter Scherk, socio gerente, SIA Barcelona.
3. Comentarios generales sobre nuestros fondos y nuestros proyectos de fondos – Alex Rauchenstein, Director General de SIA Funds AG.

Lugar de celebración: **Hotel Baur au Lac**. Se ofrecerá un aperitivo tras la presentación.

Presentación en Ginebra el viernes, 6 de mayo de 2011, a las 11.45 horas

1. Introducción: Situación de los mercados y oportunidades de inversión – J. Carlos Jarillo, socio gerente, SIA Ginebra.
2. El sector de los seguros de vida – Walter Scherk, socio gerente, SIA Barcelona.
3. Comentarios generales sobre nuestros fondos y nuestros proyectos de fondos – Alex Rauchenstein, Director General de SIA Funds AG.

Lugar de celebración: **Swissôtel Métropole**. Se ofrecerá un almuerzo buffet tras la presentación.

Después de cada presentación se abrirá un debate sobre las ideas expuestas. Los ponentes estarán disponibles tras la presentación para analizar los asuntos en más profundidad.

Les rogamos que confirmen su asistencia a través de [este formulario web](#).

Cifras de las clases en USD

Tabla 4: Valor liquidativo – Activos gestionados en USD

Marzo 2011	VL	Δ hasta la fecha	Δ 12 meses	Rentab. anualizada desde la creación	Activos gestionados (en millones)
LTIF Classic [USD]	357.92	0.98%	7.04%	16.17%	657.6 *
LTIF Classic II [USD]	188.31	1.00%	6.05%	16.84%	* Classic y Classic II combinados
LTIF Alpha [USD]	216.45	-0.09%	4.23%	8.57%	98.54 **
LTIF Alpha II [USD]	160.77	-0.07%	3.24%	7.18%	** Alpha y Alpha II combinados
LTIF Natural Resources [USD] (previamente Global Energy Value Fund)	204.56	1.76%	12.84%	7.37%	166.19
LTIF Emerging Market Value [USD]	132.87	-0.70%	-	3.16%	9.08
MSCI World Index TR [USD] (Bloomberg GDDUWI)	4'500.83	4.91%	14.03%	5.57% ***	*** fecha de creación de Classic

Figura 23
LTIF – Classic USD

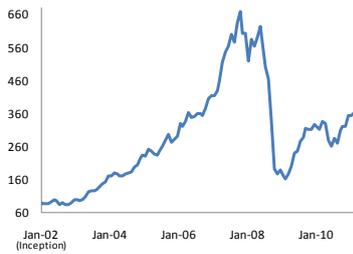


Figura 24
LTIF – Classic II USD

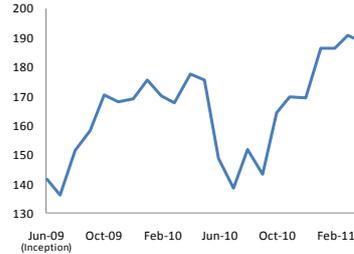


Figura 25
LTIF – Alpha USD

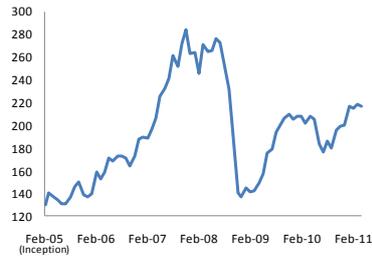


Figura 26
LTIF – Alpha II USD

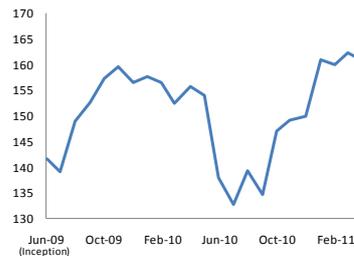


Figura 27
LTIF – Natural Resources USD

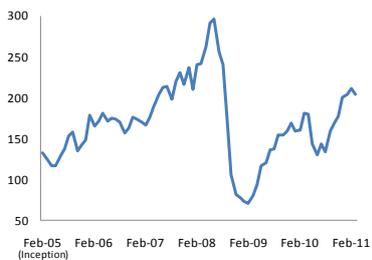
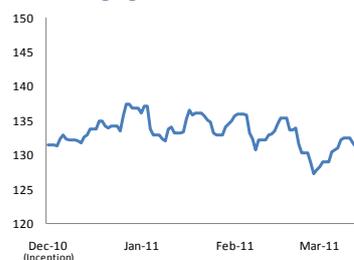


Figura 28
LTIF – Emerging Market Value USD



Cifras de las clases en CHF

Tabla 5: Valor liquidativo – Activos gestionados en CHF

Marzo 2011	VL	Δ hasta la fecha	Δ 12 meses	Rentab. anualizada desde la creación	Activos gestionados (en millones)
LTIF Classic [CHF]	327.45	-0.89%	-6.96%	8.96%	601.6 *
LTIF Classic II [CHF]	172.28	-0.87%	-7.82%	7.17%	* Classic y Classic II combinados
LTIF Alpha [CHF]	198.02	-1.94%	-9.41%	4.06%	90.15 **
LTIF Alpha II [CHF]	147.08	-1.92%	-10.27%	-1.69%	** Alpha y Alpha II combinados
LTIF Natural Resources [CHF] (previamente Global Energy Value Fund)	187.14	-0.13%	-1.92%	3.20%	152.04
LTIF Emerging Market Value [CHF]	121.56	-2.53%	-	-13.78%	8.30
LTIF Stability Series [CHF] ***	201.20	-4.05%	-5.14%	4.81%	31.05
*** Rentabilidad total (incl. dividendo)	4.89	-1.77%			
MSCI World Index TR [CHF] (Bloomberg GDDUWI)	4'121.86	2.88%	-0.66%	-0.95% ***	**** fecha de creación de Classic

Figura 29
LTIF – Classic CHF

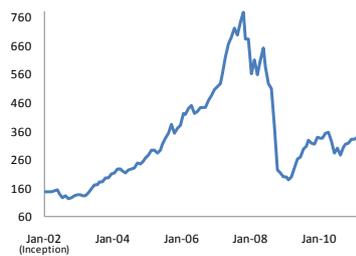


Figura 30
LTIF – Classic II CHF

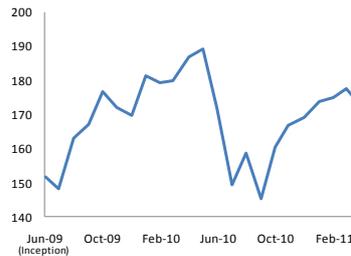


Figura 31
LTIF – Alpha CHF

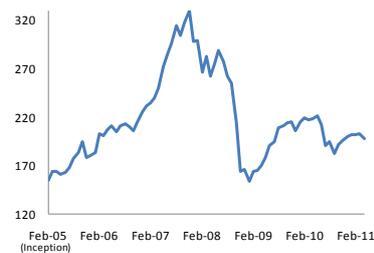


Figura 32
LTIF – Alpha II CHF

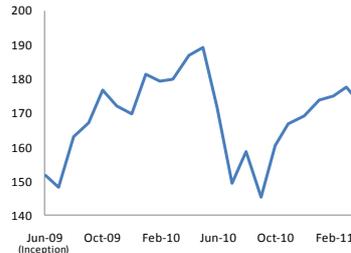


Figura 33
LTIF – Natural Resources CHF

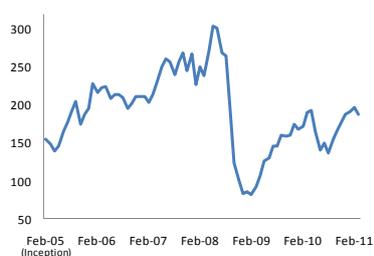


Figura 34
LTIF – Emerging Market Value CHF

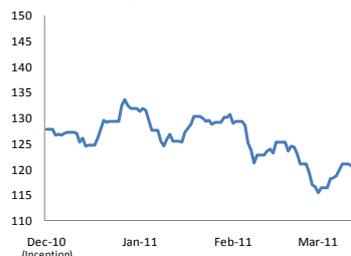
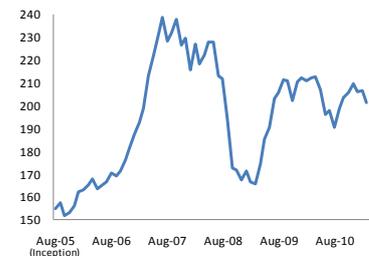


Figura 35
LTIF – Stability CHF



Cifras de las clases en GBP

Tabla 6: Valor liquidativo – Activos gestionados en GBP *

Marzo 2011	VL	Δ hasta la fecha	Δ 12 meses	Rentab. anualizada desde la creación	Activos gestionados (en millones)
LTIF Classic II [GBP]	117.48	-1.35%	0.36%	18.41%	410.24 (Classic & Classic II combinato)
LTIF Alpha II [GBP]	100.30	-2.39%	-2.30%	8.63%	61.47 (Alpha & Alpha II combinato)
LTIF Natural Resources [GBP] (previamente Global Energy Value Fund)	127.62	-0.61%	6.79%	10.66%	103.68
LTIF Emerging Market Value [GBP]	82.89	-3.01%	-	-7.30%	5.66
MSCI World Index TR [GBP] (Bloomberg GDDUWI)	2'801.81	1.82%	7.84%	20.77% *	* 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 36
LTIF – Classic II GBP

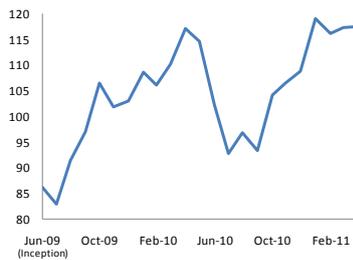


Figura 37
LTIF – Alpha II GBP

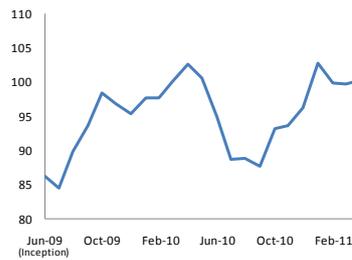
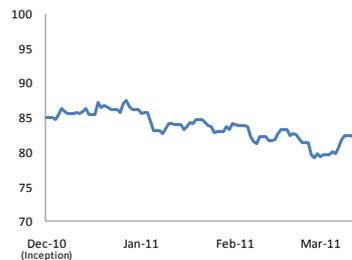


Figura 38
LTIF – Natural Resources GBP



Figura 39
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: 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

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

ISIN: CH0026389202
Telekurs: 2'638'920
Bloomberg: LTI FSTA 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