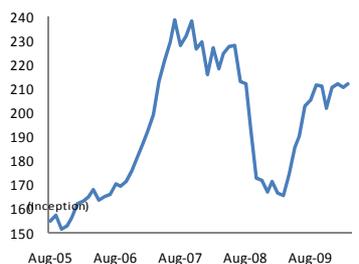
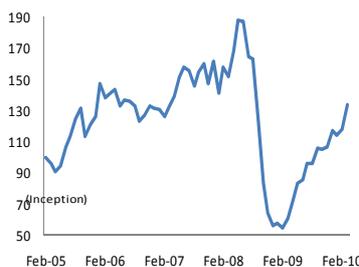
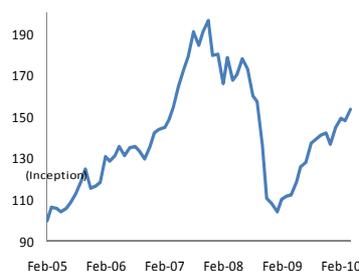
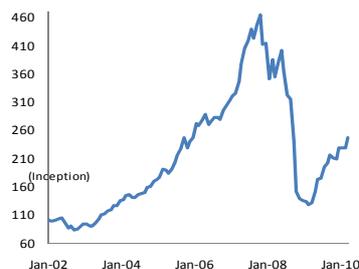


Long Term Investment Fund

Figura 1
LTIF – Classic I EUR



La Tabla 1 y las figuras 1 a 7 muestran la evolución del Valor liquidativo de nuestros fondos durante el primer trimestre de 2010.

Tabla 1: Valor liquidativo – Activos gestionados en EUR

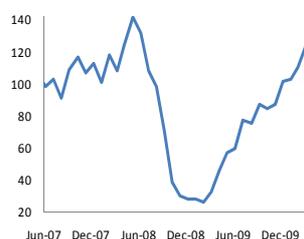
Marzo 2010	VL	Δ hasta la fecha	Δ 12 meses	Rentabilidad anualizada desde la creación	Activos gestionados (en millones)
LTIF Classic I [EUR]	247,11	8,51%	87,18%	11,59%	652,71 *
LTIF Classic II [EUR]	131,23	7,27%	No disponible	No disponible	* Classic I y II combinados
LTIF Alpha I [EUR]	153,48	5,89%	36,33%	8,65%	111,45 **
LTIF Alpha II [EUR]	115,09	4,72%	No disponible	No disponible	** Alpha I y II combinados
LTIF Natural Resources [EUR] (previamente, Global Energy Value Fund)	133,97	14,04%	120,49%	5,92%	58,82
LTIF Stability Series [CHF] ***	212,10	0,66%	28,00%	7,12%	42,41
*** Rentabilidad total (incl. Dividendo)	3,69	2,39%			
Global Mining Value Fund [EUR]	124,98	23,35%	280,92%	8,19%	59,16
MSCI World Index TR (GDDUWI) [EUR]	2.916,87	9,58%	50,35%	-0,52% ****	****fecha de creación de LTIF Classic I

Esta tasa de apreciación está por encima de nuestra media histórica (que es aproximadamente del 1% al 1,5% al mes), y hasta cierto punto puede considerarse la continuación de la “recuperación” de nuestras acciones tras la caída injustificada de finales de 2008.

A consecuencia de esta apreciación de los fondos dos de nuestros fondos, el fondo Mining y el fondo Stability, están básicamente al mismo nivel que antes de la crisis, habiendo alcanzado sus denominadas “*high-water marks*.” Como comentamos más adelante de forma más detallada, la volatilidad observada en los mercados y en nuestros fondos durante los dos últimos años ha tenido poco efecto sobre los inversores a largo plazo, con la excepción de que les brinda la oportunidad única de comprar excelentes activos a menos de la mitad de su valor real.

Sin embargo, como insistimos prácticamente en todas las *Newsletters*, mucho más importante que la evolución del precio de las acciones durante uno o unos cuantos trimestres, es la evolución de los beneficios de las empresas. A este respecto, estamos muy satisfechos: con respecto a los distintos sectores, de las aseguradoras a las compañías mineras, de las industrias a las empresas de autopistas, hemos tenido más sorpresas positivas que negativas. Nuestras empresas de autopistas chinas han arrojado unos resultados especialmente buenos. Por ejemplo, Anhui Expressway ha registrado un crecimiento del 5% en las ventas frente al 2% previsto por nosotros. Este crecimiento debería continuar: según la empresa, en 2009 el número total de vehículos en uso aumentó a 1,67 millones de unidades en la provincia de Anhui, lo que supone un incremento del 24%, mientras que los vehículos turismos aumentaron durante el mismo periodo a 0,65 millones, lo que

Figura 5
Global Mining Value Fund EUR



(Inception)

Figura 6
LTIF – Classic II EUR



(Inception)

Figura 7
LTIF – Alpha II EUR



(Inception)

supone un aumento del 35% interanual. Como es bien sabido, actualmente China se ha convertido en el mercado automovilístico más grande del mundo, lo que ha tenido un efecto muy positivo en Xingda, una de nuestras inversiones especializada en el cableado interno de llantas radiales. Las acciones en la empresa se han duplicado con creces desde que las adquirimos hace menos de un año. Las inversiones en recursos naturales también se están comportando bien: los precios del petróleo, cobre, carbón y mineral de hierro, que son los productos básicos que generan las compañías en las que invertimos, están subiendo, y obviamente eso tiene un efecto positivo en los beneficios y el flujo de caja. En general, tenemos una rentabilidad media prevista para nuestras acciones (la rentabilidad anualizada que obtendríamos si las mantuviésemos para siempre) de más del 15%.

El riesgo en los activos de riesgo

Durante los últimos meses hemos visto extenderse un nuevo cliché lingüístico: todos los activos de inversión que no sean bonos del estado de alta categoría se denominan “activos de riesgo” (ni siquiera “activos arriesgados”, lo que al menos sería gramaticalmente correcto). Esto, obviamente, suscita la cuestión: ¿un riesgo de qué? Esta es una cuestión que hemos planteado en reiteradas ocasiones en nuestras *Newsletters*.

Una definición bastante estándar de riesgo, con la que estarían de acuerdo la mayoría de las personas, es “la posibilidad de perder permanentemente una parte importante del capital”. Si aceptamos esta definición, muchos activos denominados arriesgados pueden no serlo tanto después de todo..., y viceversa: algunos activos sin riesgo aparente tienen una gran probabilidad de generar pérdidas permanentes de capital a su propietario.

Pensemos en una empresa, en la que se puede invertir, que paga dividendos en efectivo razonables en el primer año (por ejemplo, del 2% al 4% del capital inicial invertido) y de ahí en adelante cada año los dividendos aumentan en un 5% bastante constante, creciendo de esa forma durante más de 50 años, sin que se vislumbre un final en esta tendencia. El efectivo continúa entrando periódicamente porque la empresa está muy diversificada, se gestiona de forma razonable y, con los años, ha encontrado nuevos productos y servicios que sustituyen a los que se han hecho obsoletos. La empresa es muy grande y tiene una posición de liquidez impresionante. ¿Debería considerarse un activo arriesgado?

Dicha empresa, por ejemplo, está integrada en el índice Standard & Poor's de las 500 empresas más sólidas de Estados Unidos. Los inversores pueden comprar un fondo de índice que reúna las acciones de esas 500 empresas y recibir los dividendos anuales. Echemos un vistazo a los pagos reales en efectivo recibidos por los inversores durante los últimos 50 años. Dado que estamos viviendo “tiempos interesantes” (¿habrá una recaída en la recesión? ¿Incumplirá Grecia el pago de su deuda? ¿Se mantendrá firme el euro? ¿Puede Estados Unidos soportar su ingente deuda? etc., etc., etc.), en la tabla 2 mostramos los principales acontecimientos

económicos y políticos que se produjeron desde 1960 (año que elegimos de forma arbitraria como nuestro punto de partida) así como el efectivo real percibido por los inversores en cada año.

Tabla 2: Principales acontecimientos políticos y económicos, y dividendos en efectivo pagados en \$

Año	Principales acontecimientos	Dividendos en efectivo por acción [\$]
1960	Un avión espía U-2 pilotado por Francis Gary Powers es derribado cuando sobrevolaba Sverdlovsk, Rusia, lo que abortó una reunión en la cumbre prevista entre el Primer Ministro soviético Nikita Khrushchev y el Presidente Dwight Eisenhower.	1,98
1961	1.500 refugiados cubanos, formados en una base secreta de la CIA en Guatemala, aterrizan en Bahía de Cochinos en Cuba. El intento de derrocar al régimen de Castro fracasa. En navidades de 1962, Castro liberó a 1.113 invasores capturados y 922 de sus familiares a cambio de medicina y alimentos por valor de 53 millones de dólares.	2,04
1962	La Crisis de los Misiles en Cuba. EE.UU. y la URSS estuvieron a punto de iniciar una guerra nuclear cuando EE.UU. se entera de que la Unión Soviética está instalando armas nucleares ofensivas en Cuba. La crisis concluyó cuando Moscú desmantela las rampas de lanzamiento de misiles a cambio de la promesa del Presidente Kennedy de no volver a invadir Cuba.	2,15
1963	Diem, Presidente de Vietnam del Sur, es asesinado en un golpe de estado. El Presidente John Kennedy es asesinado en Dallas, Texas. Dos días después, su presunto asesino fue fusilado en una cárcel de Dallas.	2,35
1964	Estados Unidos anuncia que unas lanchas torpederas de Vietnam del Norte atacaron a un destructor naval estadounidense en el Golfo de Tonkin en aguas internacionales, a 30 millas de la costa norvietnamita. Mediante una votación de 502 frente a 2, el Congreso aprobó la Resolución del Golfo de Tonkin, que autorizaba al presidente a "tomar todas las medidas necesarias para repeler cualquier ataque armado contra las fuerzas de Estados Unidos y prevenir otras agresiones".	2,58
1965	Estados Unidos bombardea Vietnam del Norte en represalia por el ataque del Frente Nacional de Liberación a las tropas estadounidenses en Vietnam del Sur. La policía del estado de Alabama ataca con porras y gases a manifestantes en favor de los derechos civiles cuando se disponen a emprender la marcha desde Selma hacia la capital de Montgomery. Estallido de saqueos e incendios provocados en el distrito de Watts de Los Angeles, que da lugar a 34 muertes y 3.900 arrestos.	2,83
1966		2,88
1967	Estalla la Guerra en Oriente Medio. Israel vence a Egipto, Jordania, Siria y la República Árabe Unida en la "Guerra de los Seis Días", con la consiguiente ocupación israelí de territorios que le permiten multiplicar por cinco el tamaño que tenía el país antes de la guerra. Un motín en Newark, N.J., se cobra 26 muertos y más de 1.500 heridos. Un motín en Detroit, desencadenado por una redada policial en un club nocturno, se cobra 43 muertos y más de 2.000 heridos.	2,98
1968	Lanchas cañoneras norcoreanas capturan al buque espía estadounidense Pueblo. Los norvietnamitas y el Viet Cong lanzan la Ofensiva del Tet contra las principales ciudades de Vietnam del Sur, lo que echa por tierra la confianza en que Estados Unidos estaba a punto de conseguir la victoria militar. El reverendo Martin Luther King es asesinado en Memphis, Tenn., en donde estaba apoyando una huelga de trabajadores de recogida de basuras.	3,04

	<p>Los tanques soviéticos reprimen las reformas liberales en Checoslovaquia.</p> <p>El candidato demócrata a la presidencia Robert F. Kennedy es asesinado.</p>	
1969		3,24
1970	Las tropas estadounidenses emprenden una incursión en Camboya.	3,19
1971	El sistema monetario de Bretton Woods se derrumba. Francia se niega a aceptar dólares y demanda oro. Nixon suspende unilateralmente la convertibilidad del dólar. Los sueldos y precios se congelan por ley en Estados Unidos.	3,16
1972	<p>El candidato demócrata a la presidencia George Wallace es tiroteado en Laurel, Md.</p> <p>Cinco ladrones son sorprendidos mientras instalaban equipos de interceptación y escucha en las oficinas del Comité Nacional Demócrata del complejo de oficinas Watergate en Washington, D.C.</p> <p>En los Juegos Olímpicos de Munich, ocho guerrilleros palestinos armados irrumpieron en el dormitorio de atletas israelíes, mataron a un atleta israelí y tomaron a nueve como rehenes. Durante un tiroteo, murieron los nueve rehenes israelíes y cinco de los ocho palestinos.</p> <p>El Bombardeo Navideño. El Presidente Nixon ordena el bombardeo de Hanoi y Haiphong, aparentemente para obtener el consentimiento a un acuerdo de paz por parte del Presidente Thieu de Vietnam del Sur.</p>	3,19
1973	<p>El inculpado por el allanamiento de Watergate, James McCord, informa al juez de la causa que se había cometido perjurio en el juicio y que altos cargos del gobierno habían presionado a los inculpados para que mantuvieran silencio y se declararan culpables.</p> <p>El Presidente chileno Salvador Allende es asesinado en un golpe de estado. Una junta militar dirigida por el General Augusto se hace con el poder.</p> <p>El Vicepresidente Spiro Agnew dimite y declara <i>nolo contendere</i> con respecto a un cargo de defraudación fiscal. Agnew había sido objeto de sobornos y cohecho durante un periodo de diez años mientras ejercía como gobernador y ejecutivo de condado en Maryland. El líder republicano en la Cámara de los Representantes Gerald Ford sustituyó a Agnew como Vicepresidente.</p> <p>El día de Yom Kippur, países árabes coordinados invaden a Israel. Los países árabes imponen un embargo de petróleo a Estados Unidos para aumentar los precios del petróleo y tomar represalias por el apoyo de Estados Unidos a Israel. Los precios aumentan de 18 dólares a 42 dólares (en dólares de 2008) en dos semanas. Pocos años después alcanzarían los 80 dólares.</p>	3,61
1974	<p>Richard Nixon llega a ser el primer presidente que dimite de su cargo.</p> <p>A consecuencia de la crisis del petróleo, el PIB de Estados Unidos se reduce en más del 4%.</p> <p>El índice S&P 500 sufre una caída de más del 25%.</p>	3,72
1975	Camboya secuestra un buque mercante estadounidense, el Mayagüez, y a los 39 miembros de la tripulación en el Golfo de Siam. Las tropas estadounidenses recuperan el barco y la tripulación, pero sufren 38 bajas.	3,73
1976		4,22
1977		4,86
1978	Comienza la revolución iraní.	5,18
1979	<p>El Ayatollah Khomeini regresa de su exilio de 15 años y toma el poder en Irán.</p> <p>Los guardias revolucionarios irrumpen en la embajada estadounidense en Teherán y toman</p>	5,97

	<p>55 ciudadanos estadounidenses como rehenes. Los retendrán durante más de 400 días.</p> <p>El peor accidente nuclear de Estados Unidos tiene lugar en la central nuclear de la Isla de las Tres Millas, cerca de Harrisburg, Pensilvania.</p> <p>La Unión Soviética invade Afganistán.</p>	
1980	<p>Comienza el escándalo de las "Instituciones de Ahorro y Crédito". Al final, 1.600 bancos se irán a la quiebra, lo que supone al contribuyente un coste de más de 500.000 millones de dólares.</p> <p>La inflación alcanza el 13,5%</p>	6,44
1981	<p>Las quiebras de empresas estadounidenses aumentan un 50% con respecto al año anterior.</p> <p>François Mitterrand gana las elecciones presidenciales en Francia y anuncia la nacionalización de todos los grandes bancos y corporaciones industriales en Francia.</p>	6,83
1982	<p>Las fuerzas armadas argentinas aterrizan en las Islas Malvinas, lo que hizo estallar la Guerra de las Malvinas con Gran Bretaña.</p> <p>Los tipos de interés a largo plazo alcanzan el 13%.</p>	6,93
1983	<p>El Vuelo Korean Air KAL-007, un avión comercial, es derribado por un avión caza soviético, lo que provocó la muerte de 269 personas.</p>	7,12
1984	<p>Los tipos de interés a largo plazo permanecen bastante por encima del 10%.</p>	7,83
1985		8,2
1986	<p>Explota un reactor soviético en la central nuclear de Chernobyl de Ucrania</p> <p>La administración Reagan anuncia que se desviaron a la contra nicaragüense beneficios derivados de la venta de armas ilegales iraníes.</p>	8,19
1987	<p>19 de Octubre: el mercado de valores sufre un desplome de 508 puntos en una única sesión, la peor caída de la historia de Wall Street</p>	9,17
1988	<p>Osam Bin Laden funda Al-Qaeda</p> <p>Agentes libanes explosionan el vuelo 103 de Pan Am cuando sobrevolaba Lockerbie, Escocia, lo que causó la muerte de 259 personas</p>	10,22
1989	<p>El petrolero Exxon Valdez derrama más de 40 millones de litros de crudo en Prince William Sound, Alaska</p> <p>Manifestantes en favor de la democracia erigen una estatua de 10 metros denominada la "Diosa de la Democracia", que se descubre en la Plaza de Tiananmen de Pekín, China.</p> <p>Las manifestaciones en favor de la democracia en la Plaza de Tiananmen son reprimidas. El ejército mata a tiros a cientos de manifestantes.</p> <p>Estados Unidos invade Panamá y derroca al hombre fuerte, General Manuel Noriega.</p> <p>Caída de los regímenes comunistas en Europa del Este.</p>	11,73
1990	<p>Tropas iraquíes invaden y ocupan Kuwait. Amenazan a Arabia Saudita. Los precios del petróleo se duplican en dos semanas.</p>	12,35
1991	<p>Los partidarios de la línea dura soviéticos ponen al Presidente Mikhail Gorbachov bajo arresto domiciliario. El fracaso del golpe de estado da lugar a un giro en el poder en las Repúblicas Soviéticas.</p> <p>La Unión Soviética se disuelve; termina la Guerra Fría.</p>	12,97

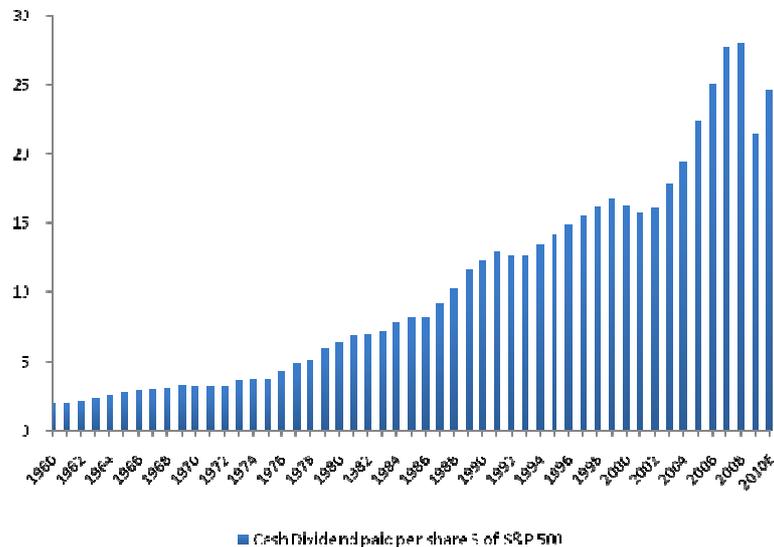
1992	<p>Eslovenia y Croacia declaran su independencia de Yugoslavia. Estalla la guerra abierta en Europa por primera vez desde 1945.</p> <p>Se produce la crisis del Sistema Monetario Europeo.</p>	12,64
1993	Terroristas bombardean el World Trade Center de Nueva York y mueren 6 personas	12,69
1994	Estalla la "crisis de Tequila": la moneda de México se desploma y tiene que ser rescatada con un plan de ayuda de 50.000 millones de dólares.	13,36
1995	<p>Bombardeo del Edificio Federal Murrah en Oklahoma City. La onda expansiva mató a 167 hombres, mujeres y niños e hirió a otros 853.</p> <p>El Primer Ministro de Israel Yitzhak Rabin es asesinado por un israelí que se oponía al proceso de paz.</p>	14,17
1996		14,89
1997	La crisis asiática: se invierte la tendencia de la gran afluencia de capital extranjero y las monedas locales se devalúan en más del 50%. La mayor parte de las economías sufren una caída del 30%.	15,52
1998	<p>Mueren 224 personas debido a los bombardeos en las embajadas estadounidenses de Nairobi, Kenia y Dar el Salam, Tanzania.</p> <p>La Cámara de los Representantes aprueba dos escritos de formulación de cargos contra el Presidente Bill Clinton, en los que le acusan de prestar falso juramento a un gran jurado federal y de obstruir la justicia en el caso Monica Lewinsky.</p> <p>Rusia incumple el pago de su deuda pública en dólares y rublos.</p> <p>Long Term Capital Management, un <i>hedge fund</i> gestionado por los mejores agentes bursátiles de Salomon Brothers y dos economistas ganadores del premio Nobel, tiene que ser rescatado por el Banco de la Reserva Federal de Nueva York a un coste de 3.500 millones de dólares estadounidenses para impedir que su pérdida de posiciones se contagie a todos los bancos de inversión estadounidenses.</p>	16,2
1999	La OTAN lanza una campaña de bombardeo sobre Yugoslavia.	16,71
2000	<p>Una sentencia del tribunal supremo, tras una votación de 5 a 4, marca el final de los recuentos manuales de votos en las elecciones presidenciales de Florida. A consecuencia de ello, el candidato republicano George W. Bush se convierte en el cuadragésimo quinto presidente al recibir la mayoría de los votos electorales pese a perder el voto popular.</p> <p>Estalla la "burbuja del Nasdaq" y los mercados de valores sufren una caída de más del 20%</p>	16,27
2001	<p>11 de septiembre: los ataques terroristas matan a miles de civiles y destroran las torres del World Trade Center de Nueva York y parte del Pentágono de Washington, D.C. Estados Unidos toma represalias por los ataques de septiembre derrocando el gobierno talibán de Afganistán.</p> <p>Se detectan en Estados Unidos los primeros de los 22 casos de infección por carbunco. Las infecciones por carbunco ocasionarán cinco muertes.</p> <p>Los mercados de valores continúan cayendo, en más del 20%.</p>	15,74
2002	<p>Argentina incumple el pago de su deuda externa, que alcanza las máximas cotas hasta la fecha: 93.000 millones de dólares estadounidenses.</p> <p>Los mercados de valores caen por tercer año consecutivo sin precedentes, en más del 25%.</p>	16,08
2003	Estados Unidos invade Irak sin la autorización de Naciones Unidas.	17,88
2004		19,41

2005		22.38
2006	Comienzan a subir los precios del petróleo y los productos básicos.	25.05
2007	Quiebran dos <i>hedge funds</i> de Bear Stearns especializados en valores con garantía hipotecaria.	27.73
2008	<p>Bear Stearns quiebra y es adquirido por JP Morgan, con la ayuda del gobierno estadounidense.</p> <p>Lehman Brothers, el quinto banco más grande del mundo, va a la quiebra.</p> <p>Merrill Lynch es absorbida por el Bank of America.</p> <p>El gobierno estadounidense nacionaliza a Freddie Mac y Fannie Mae, a un coste de varios cientos de miles de millones de dólares.</p> <p>El gobierno estadounidense rescata a AIG, la mayor aseguradora del mundo, a un coste de más de 180.000 millones de dólares.</p> <p>El sistema financiero mundial deja de funcionar durante una semana. Los Bancos Centrales de Europa y Estados Unidos inyectan cantidades "ilimitadas" de dinero en la economía.</p> <p>El gobierno estadounidense proporciona a Citigroup inyecciones de capital directas y garantías de préstamos por valor de varios cientos de miles de millones de dólares.</p> <p>El Lloyd's Bank, HBOS, y Royal Bank of Scotland son nacionalizados de facto.</p> <p>Los mercados de valores se desploman de forma más rápida y profunda que en 1929. Los precios del petróleo pasan de 148 dólares por barril a 34 dólares por barril.</p>	28.05
2009	La recesión más profunda desde 1929 domina en gran parte del mundo. El comercio mundial se derrumba.	21.43
2010	Grecia está al borde de la insolvencia, lo que plantea una amenaza a la viabilidad del euro como moneda común para Europa.	24.6E

De esta tabla se desprenden dos cuestiones interesantes.

Primera, la notable regularidad de los dividendos anuales. Fue necesario que se produjera la cuasi quiebra de todo el sistema financieros estadounidense y, junto con ella, la recesión más profunda en dos generaciones, para que se recortaran los dividendos en efectivo en un importe significativo (aunque el efectivo siguió entrando incluso en ese nefasto año y, es más, el recorte de los dividendos en efectivo ya se está recuperando). Ésta no parece una inversión muy arriesgada sino más bien lo contrario: una inversión sumamente regular y resistente. Por término medio, las liquidaciones de dividendos en efectivo han duplicado cada año con creces el nivel de la inflación desde hace 50 años. Esto se puede ver gráficamente en la figura 8.

Figura 8: Dividendos en efectivo pagados por acción, S&P 500, 1960-2010

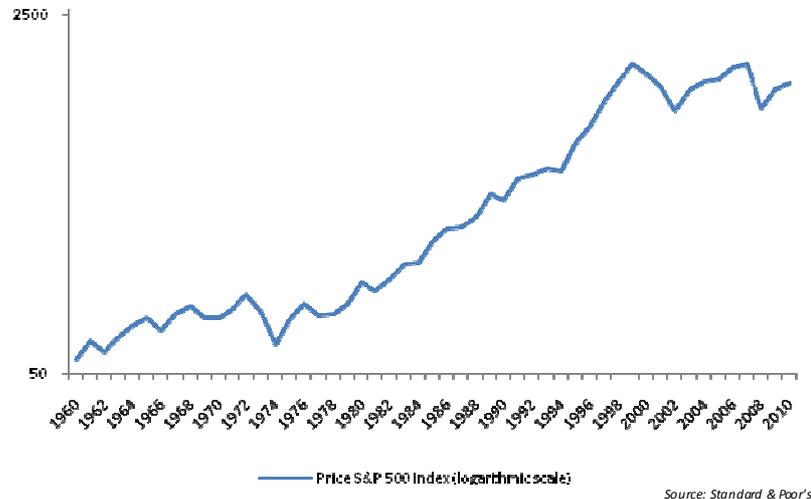


Source: Standard & Poor's

Segunda, durante estos 50 años se han producido acontecimientos realmente malos. Es cierto que la crisis de 2008 fue la peor en dos generaciones y que sigue habiendo muchas incertidumbres políticas y económicas. Pero si los lectores de mayor edad hacen un esfuerzo podrán recordar cómo se sentían cuando la Unión Soviética instaló misiles nucleares a 100 kilómetros de Miami, cuando fue asesinado un presidente de Estados Unidos, cuando los tanques del Pacto de Varsovia invadieron Checoslovaquia, cuando los árabes y los israelíes se enzarzaron reiteradamente en una guerra total, cuando las gasolineras tuvieron que cerrar debido a la falta de carburante, cuando Estados Unidos incumplió su promesa de canjear dólares por oro, cuando el sistema monetario europeo se derrumbó varias veces, cuando las huelgas paralizaron al Reino Unido, cuando la inflación alcanzó dobles dígitos, cuando Francia nacionalizó a todos sus bancos y grandes empresas, etc., etc. Durante todos estos episodios verdaderamente terroríficos, las empresas del índice S&P 500 siguieron aumentando sus dividendos.

Obviamente, los precios de las acciones reflejaron la confusión de esos momentos, como se indica en la figura 9. Bajaron acusadamente cuando las cosas iban mal y se recuperaron cuando el mundo siguió girando después de todo.

Figura 9: Precio de las acciones del índice S&P 500, 1960-2009



Por consiguiente, tenemos una inversión (el índice S&P 500) con dos vertientes: si consideramos el efectivo que paga a sus propietarios cada año, es sumamente fiable; si consideramos el precio al que se vende la inversión en un mercado de liquidación, es muy volátil. ¿Es una inversión arriesgada o no?

Bien, si consideramos la inversión desde un punto de vista de la “liquidación” (el dinero que podemos conseguir en cualquier momento si la vendemos), es arriesgada: varía muchísimo, y podemos decidir vender (o comprar) en el momento equivocado. Si la consideramos como una inversión a largo plazo que debería recompensarnos con rentabilidades en efectivo estables, realmente es la inversión más segura posible: tras ella subyace esencialmente toda la economía estadounidense. Y dado que las empresas se van globalizando paulatinamente, toda la economía mundial genera los beneficios a partir de los que se pagan esos dividendos. Además, como ya hemos repetido constantemente, la economía mundial es muy estable: el año 2009 presenció la caída más grande de los ingresos mundiales en una generación, y tan sólo fue del 1,5%.

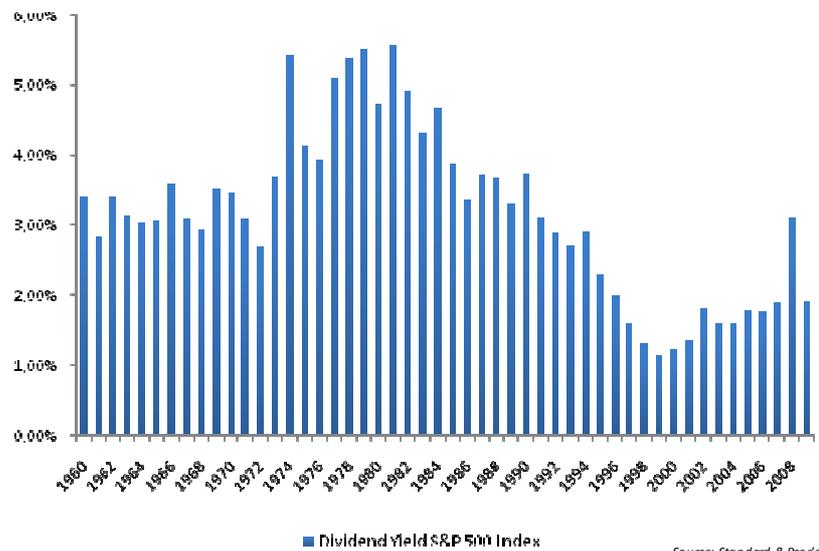
Por lo tanto, la volatilidad aparente en los precios de las acciones no se correlaciona con la volatilidad en el valor de las acciones: como inversiones generadoras de rentas, son notablemente estables. Por consiguiente, podríamos decir que la volatilidad de los precios es irrelevante para el inversor a largo plazo. Pero no lo es: y esto es realmente muy positivo porque permite a los inversores comprar “futuras afluencias de efectivo (dividendos) a muy bajo precio.

Pongamos un ejemplo numérico: una persona que haya comprado acciones del Índice S&P en 1960 por valor de 1 millón de dólares recibirá 423.333 dólares en efectivo en 2010 (y en este momento habría recibido una asombrosa cifra acumulativa de 9 millones de

dólares). Y, obviamente, el inversor seguiría poseyendo las acciones, con un valor de “mercado/liquidación” de más de 17 millones de dólares, en el momento en que escribimos la presente. Esto equivale a una rentabilidad del 8% anualizada. Pero una persona que hubiera invertido el mismo importe de 1 millón de dólares justo dos años después habría tenido una rentabilidad mejor. ¿Por qué? Porque las acciones eran mucho más baratas en 1962 que en 1960 mientras que, obviamente, los dividendos *a posteriori* habrían sido los mismos.

En la Figura 10 se indica la rentabilidad por dividendo que ofrecen las empresas del índice S&P 500 al cierre de cada ejercicio: el dividendo pagado dividido entre el precio de las acciones. Como cabe esperar, varía mucho porque el dividendo permanece constante (más su crecimiento periódico) pero el precio de las acciones es volátil. La experiencia (y el sentido común) nos dice que los futuros beneficios que han de recibirse de una inversión en las empresas del índice S&P 500 equivaldrán aproximadamente a la rentabilidad por dividendo que obtengamos en ese momento, más el 5%, que es la tasa de crecimiento a largo plazo de los dividendos, porque es la tasa de crecimiento nominal a largo plazo de la economía. Cualquier otra consideración sobra prácticamente.

Figura 10: Rentabilidad por dividendo de S&P 500 al cierre del ejercicio, 1960-2009



Por eso, comprar cuando la rentabilidad por dividendo es alta (es decir, cuando las acciones son baratas) garantiza rentabilidades a largo plazo muy atractivas. Obviamente, esos son precisamente los momentos en los que parece que todo va mal: la prensa está llena de noticias y comentarios negativos, y toda la gente parece estar vendiendo y aconsejando a los demás que hagan lo mismo. Pero mientras el mundo gire, éstas son las rentabilidades en efectivo a largo plazo que obtendrá el inversor: rentabilidad por dividendo más el 5%, abunden las malas noticias o no. En los últimos 50

años, han oscilado entre más del 10% en 1981 y un mínimo del 6% para alguien que haya comprado a finales de 1999. Esto supone una gran diferencia con respecto a una rentabilidad a largo plazo, con un enorme impacto en el patrimonio a largo plazo. Conviene ser temeroso cuando todo el mundo es codicioso y ser codicioso cuando todo el mundo es temeroso, como le gusta decir a Warren Buffett.

Estas consideraciones se aplican al Índice S&P 500, que es más o menos el equivalente de un fondo de una gran empresa estadounidense, con una gran diversificación (sin comisiones de gestión ni ningún tipo de costes). También son aplicables a cualquier otro gran índice que refleje el progreso de una economía que marcha bien. Los mismos cálculos se aplicarían a las acciones europeas o japonesas. ¿Los próximos 50 años serán una replica de los últimos 50 años? Es imposible saberlo, pero hay pocas razones para creer que no.

No obstante, no estamos recomendando una inversión en un ETF del Índice S&P 500, porque creemos que nuestros fondos pueden comportarse mejor. Del mismo modo que hay años mejores en los que comprar el índice (cuando es barato), también hay acciones mejores para comprar dentro del índice (las más baratas). Una buena selección de valores puede aumentar las rentabilidades previamente indicadas, incluso después de la deducción de las comisiones de gestión del fondo. Una vez deducidos todos los gastos, nuestros fondos han arrojado, por término medio, unos resultados que superan los de los índices en aproximadamente un 15% anual desde que comenzamos. Y esperamos que continúen comportándose bien, ya que invertimos en empresas con excelentes perspectivas a precios muy bajos.

En el último trimestre, hemos añadido algunas empresas interesantes a nuestra cartera:

- VST Holdings Ltd es una empresa china, cotizada en Hong Kong, que distribuye productos informáticos en China y el sudeste asiático, principalmente Indonesia. Ha crecido muy rápido, sin embargo tiene un PER de aproximadamente 8 veces.
- Enterprise Inns es una empresa británica que explota pubs en el Reino Unido. La actividad es bastante estable (el Ebitda disminuyó un 10% durante la crisis), pero la empresa contrajo una gran cantidad de deuda en los años de auge, y el mercado ha castigado al riesgo inducido en las acciones. Tras un análisis esmerado, creemos que la empresa saldrá adelante y ofrecerá muy buenas rentabilidades. Cotiza a un PER de 5.
- Atlas Iron es una productora australiana de mineral de hierro. Todavía está en fase de expansión. Creemos que el próximo año tendrá un PER inferior a 5.

- CSL Ltd también es una empresa australiana, uno de los fabricantes de hemoderivados líderes en el Tercer Mundo. Tiene un precio más alto del que pagamos generalmente (PER de 15 aproximadamente), pero cuenta con una rentabilidad y crecimiento muy sólidos. Durante los últimos cinco años, la rentabilidad de los recursos propios ha excedido del 25%, y sus dividendos han aumentado en más del 30%.

Además, hemos adquirido algunos pequeños fabricantes de metales y productores de petróleo para nuestros fondos Energy y Mining, ya que vendemos aquellos que llegan a estar totalmente valorados.

Nuestra oficina de Singapur está empezando a proporcionarnos de forma constante muy buenas ideas, que actualmente constituyen el 15% de nuestra cartera en los fondos Classic, Alpha y Stability. De hecho, algunas de esas ideas son tan buenas que no duran demasiado en nuestra cartera, ya que las acciones suben acusadamente y las vendemos (por ejemplo, Xingda, que ya hemos mencionado previamente.) Las rentabilidades son excelentes.

Noticias SIA

Durante los últimos meses, hemos hecho un par de presentaciones “temáticas” en varias ciudades, en las que explicamos de forma pormenorizada nuestro punto de vista sobre los sectores de la energía y seguros. Pensamos que estas presentaciones “especializadas” son más interesantes para nuestros inversores que las presentaciones “genéricas” sobre nuestros fondos, que ya conocen muy bien. La respuesta de nuestros inversores ha sido muy positiva. Pinche aquí para descargar la presentación sobre recursos ([Energy Workshop](#)) y aquí para la presentación sobre seguros ([Property & Casualty Insurance](#)).

Nuestras próximas presentaciones serán sobre el impacto del desarrollo de Asia sobre la estrategia de inversión. Tendrán lugar el 2 y el 3 de junio en Ginebra y Zurich. Se enviarán invitaciones a nuestros inversores, y a aquellos que no puedan asistir se les facilitará la versión electrónica de las diapositivas previa solicitud.

Durante este segundo trimestre se incorporarán tres nuevos analistas, uno en la oficina de Singapur y dos en Ginebra. En la próxima *Newsletter* proporcionaremos datos sobre ellos.

Por último, como explicamos en la *Newsletter* anterior, estamos tramitando la fusión de los fondos Energy y Mining. Los inversores ya han recibido las correspondientes comunicaciones, y la fusión real tendrá lugar el 27 de abril. El nuevo fondo, denominado Natural Resources, tendrá unos 130 millones de euros en activos y una distribución inicial de un 40% para los valores energéticos y de un 60% para los valores mineros. Obviamente, esta distribución variará, ya que los precios de las acciones suben y bajan y

seguimos buscando el mejor valor para nuestros inversores. Aunque los dos fondos originales se han comportado muy bien en los últimos trimestres (especialmente el fondo Mining, como señalamos previamente), seguimos viendo gran valor en estas empresas y confiamos en que nuestros inversores obtendrán buenas rentabilidades, aunque estén sujetas a la inevitable volatilidad que acompaña a un fondo relativamente concentrado. Como hemos comentado previamente, y se ha demostrado durante los dos últimos años, las caídas drásticas de los precios de las acciones son una excelente oportunidad de inversión si no van acompañadas de una caída en el valor de las acciones. Algunos de nuestros inversores aumentaron sus posiciones en el fondo Mining a finales del 2008, por ejemplo, y ya han cuadruplicado su capital con creces.

Cifras de las clases en USD

Tabla 3: Valor liquidativo – Activos gestionados en USD

Marzo 2010	VL	Δ hasta la fecha	Δ 12 meses	Rentabilidad anualizada desde la creación	Activos gestionados (en millones)
LTIF Classic I [USD]	334,37	2,34%	90,76%	17,33%	883,18 *
LTIF Classic II [USD]	177,57	1,16%			Classic I y II combinados
LTIF Alpha I [USD]	207,67	-0,13%	38,94%	9,43%	150,80 **
LTIF Alpha II [USD]	155,73	-1,24%			Alpha I y II combinados
LTIF Natural Resources [USD] <i>(previamente, Global Energy Value Fund)</i>	181,28	7,55%	124,71%	6,32%	79,59
Global Mining Value Fund [USD]	169,11	16,33%	288,21%	8,56%	80,05
MSCI World Index TR (GDDUWI) [USD]	3.946,96	3,35%	53,23%	4,60% ***	*** fecha de creación de LTIF Classic I

Figura 11
LTIF – Classic I USD

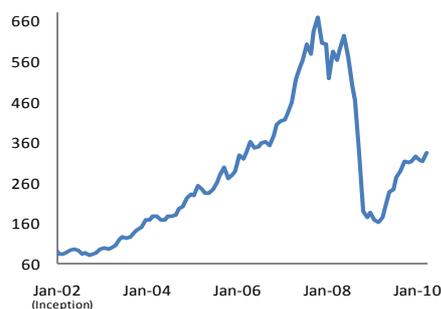


Figura 12
LTIF – Alpha I USD

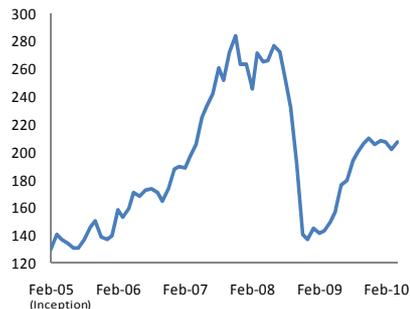


Figura 13
LTIF – Classic II USD

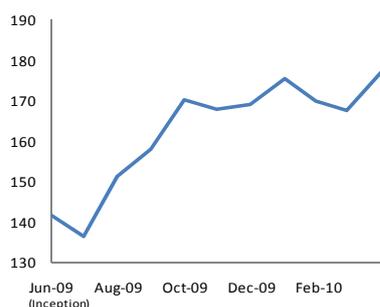


Figura 14
LTIF – Alpha II USD

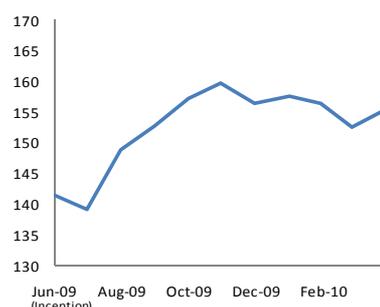


Figura 15
LTIF – Natural Resources USD

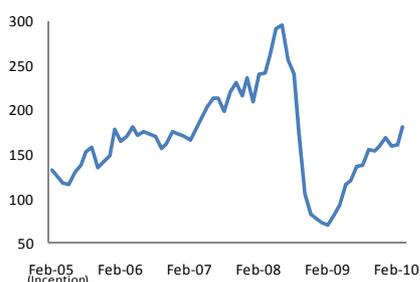
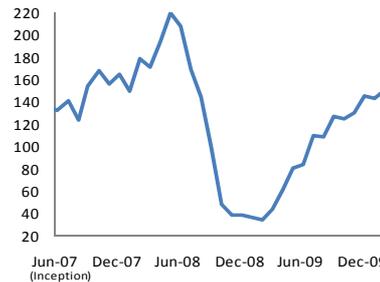


Figura 16
Global Mining Value Fund USD



Cifras de las clases en CHF

Tabla 4: Valor liquidativo – Activos gestionados en CHF

Marzo 2010	VL	Δ hasta la fecha	Δ 12 meses	Rentabilidad anualizada desde la creación	Activos gestionados (en millones)
LTIF Classic I [CHF]	351,94	4,20%	76,58%	11,07%	929,60 *
LTIF Classic II [CHF]	186,90	3,00%			* Classic I y II combinados
LTIF Alpha I [CHF]	218,59	1,68%	28,61%	6,89%	158,73 **
LTIF Alpha II [CHF]	163,91	0,56%			** Alpha I y II combinados
LTIF Natural Resources [CHF] <i>(previamente, Global Energy Value Fund)</i>	190,80	9,50%	108,01%	4,23%	83,77
Global Mining Value Fund [CHF]	178,00	18,45%	259,36%	2,44%	84,25
MSCI World Index TR (GDDUWI) [CHF]	4.154,47	5,24%	41,85%	-0,96% ***	*** fecha de creación de LTIF Classic I

Figura 17
LTIF – Classic I CHF

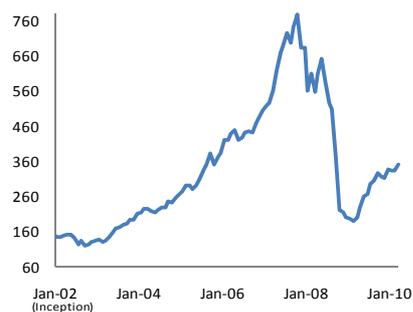


Figura 18
LTIF – Alpha I CHF

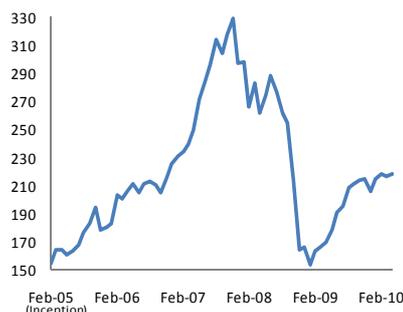


Figura 19
LTIF – Classic II CHF

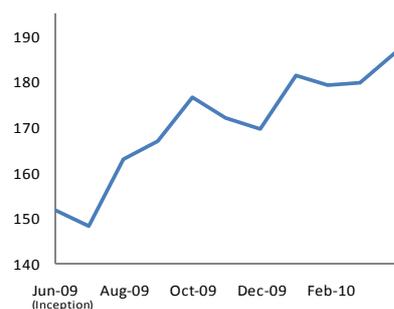


Figura 20
LTIF – Alpha II CHF

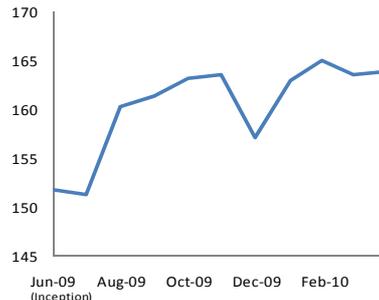


Figura 21
LTIF – Natural Resources CHF

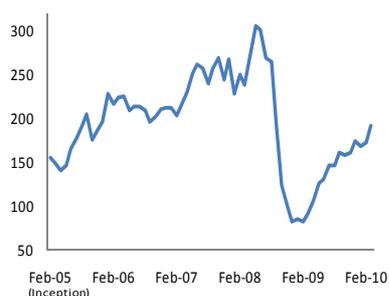
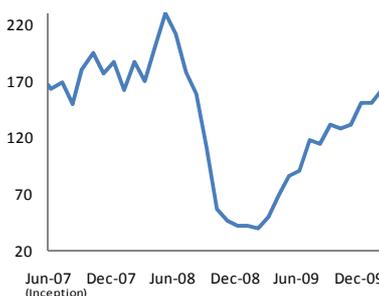


Figura 22
Global Mining Value Fund CHF



Cifras de las clases en GBP

Tabla 5: Valor liquidativo – Activos gestionados en GBP

Marzo 2010	VL	Δ hasta la fecha	Δ 12 meses	Rentabilidad anualizada desde la creación	Activos gestionados (en millones)
LTIF Classic II [GBP]	117,06	7,69%			577,0 *
LTIF Alpha II [GBP]	102,66	5,14%			98,0 **
LTIF Natural Resources [GBP] <i>(previamente, Global Energy Value Fund)</i>	119,50	14,49%			52,0
MSCI World Index TR (GDDUWI) [GBP]	2.598,22	9,86%	44,23%		

* Classic I y II combinados
** Alpha I y II combinados

Figura 23
LTIF – Classic II GBP

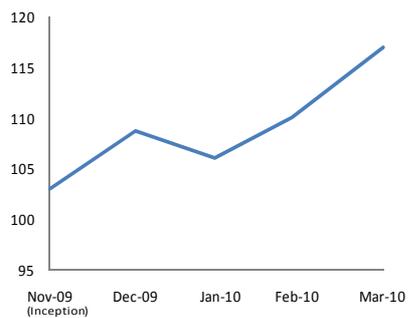


Figura 24
LTIF – Alpha II GBP

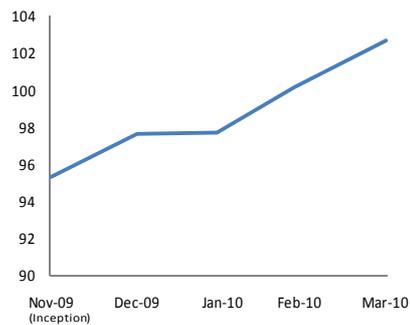
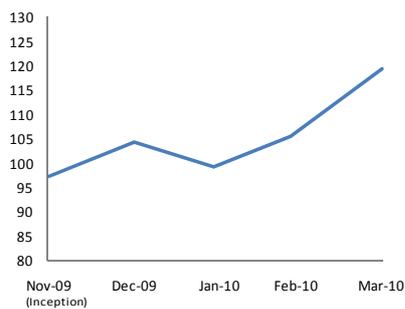


Figura 25
LTIF – Natural Resources GBP



Aviso legal - Luxemburgo

Los resultados hasta el 31/05/06 son los del fondo LTIF BVI, del que es pleno sucesor LTIF Luxemburgo. Los resultados anteriores han sido auditados por Ernst & Young. Los informes se encuentran disponibles en SIA Funds AG. Los resultados pasados no constituyen garantía de las tendencias futuras.

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

LTIF – Classic II EUR
 ISIN: LU0423699429
 Telekurs: 10.096.865
 Bloomberg: LTIFC2E LX

LTIF – Classic II USD
 ISIN: LU0423699692
 Telekurs: 10.096.889
 Bloomberg: LTIFC2U LX

LTIF – Classic II CHF
 ISIN: LU0423699775
 Telekurs: 10.096.893
 Bloomberg: LTIFC2C LX

LTIF – Classic II GBP
 ISIN: LU0457694296
 Telekurs: 10.638.930
 Bloomberg: LTIFC2G LX

LTIF – Alpha II EUR
 ISIN: LU0423699858
 Telekurs: 10.096.895
 Bloomberg: LTIFA2E LX

LTIF – Alpha II USD
 ISIN: LU0423699932
 Telekurs: 10.096.898
 Bloomberg: LTIFA2U LX

LTIF – Alpha II CHF
 ISIN: LU0423700029
 Telekurs: 10.097.000
 Bloomberg: LTIFA2C LX

LTIF – Alpha II GBP
 ISIN: LU0457693215
 Telekurs: 10.638.835
 Bloomberg: LTIFA2G LX

LTIF – Natural Resources EUR
 ISIN: LU0244072335
 Telekurs: 2.432.575
 Bloomberg: LTIFGEV LX

LTIF – Natural Resources USD
 ISIN: LU0301247234
 Telekurs: 3.101.839
 Bloomberg: LTIFGEU LX

LTIF – Natural Resources CHF
 ISIN: LU0301246939
 Telekurs: 3.101.836
 Bloomberg: LTIFGEC LX

LTIF – Natural Resources GBP
 ISIN: LU0457696077
 Telekurs: 10.638.983
 Bloomberg: LTIFGEG LX

Global Mining Value Fund es una Sociedad de Inversiones de Luxemburgo con diversos subfondos, constituida como "société anonyme" el 6 de junio de 2007, y se encuentra sujeta a la ley de Luxemburgo del 13 de febrero de 2007, relativa a Fondos de Inversión Especializados.

GMVF - Global Mining Value EUR
 ISIN: LU0305469388
 Telekurs: 3.183.766
 Bloomberg: GMVFEUR LX

GMVF - Global Mining Value USD
 ISIN: LU0305469545
 Telekurs: 3.183.768
 Bloomberg: GMVFUSD LX

GMVF - Global Mining Value CHF
 ISIN: LU0305470048
 Telekurs: 3.183.771
 Bloomberg: GMVFCHF LX

Administrador:

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

Gestor de Inversiones:

SIA Funds AG
 Parkweg 1
 CH-8866 Ziegelbrücke
 Suiza

Depositario:

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

Domicilio social:

1, Boulevard Royal
 L-2449 Luxemburgo
 Luxemburgo

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: LTIFSTA SW

Administrador:

Pictet Funds S.A.
 Route des Acacias 60
 CH-1211 Ginebra 73
 Suiza

Gestor de Inversiones:

SIA Funds AG
 Parkweg 1
 CH-8866 Ziegelbrücke
 Suiza

Depositario:

Pictet & Cie
 Route des Acacias 60
 CH-1211 Ginebra 73
 Suiza