

Newsletter

de diciembre de 2014

- *Visión general de nuestros fondos* 2
- *Comentarios sobre nuestras carteras* 4
- *Perspectivas de mercado* 8
- *Sobre el precio del petróleo* 12
- *Anexo* 15

Visión general de nuestros fondos

Figura 1: LTIF Classic EUR frente al MSCI Daily TR Net World Index EUR

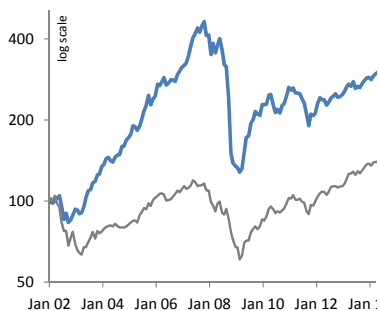


Figura 2: LTIF Alpha EUR frente al HFRX Global Hedge Fund Index EUR

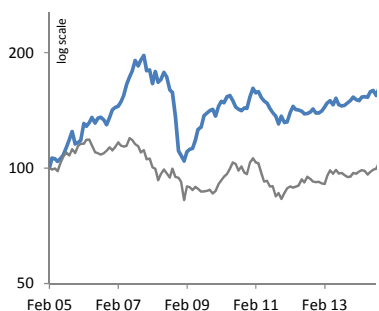
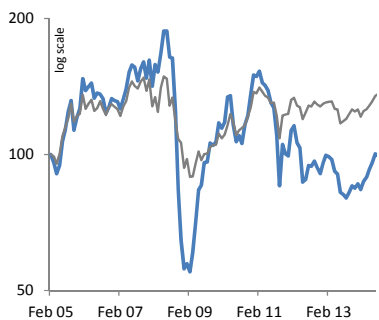


Figura 3: LTIF Natural Resources EUR frente al S&P Global Nat. Res. Net TR Index EUR



Las Figuras 1 a 5 y la Tabla 1 muestran los Valores liquidativos de nuestros distintos fondos:

Tabla 1: Valor liquidativo – Activos gestionados con nuestros fondos

December 2014	NAV	Δ 3m	Δ YTD	Annualized Return since Inception	AUM (in mio) *combined Pool
LTIF Classic [EUR]	321.19	1.3%	11.6%	9.4%	178*
LTIF Alpha [EUR]	158.87	-0.6%	5.4%	4.8%	178*
LTIF Natural Resources [EUR]	82.91	-15.6%	-3.6%	-1.9%	10
LTIF Stability Growth [CHF] <i>(Total return, dividends included)</i>	214.60	-1.9%	1.4%	4.5%	22
LTIF Stability Income Plus [CHF] <i>(Total return, dividends included)</i>	190.60	-2.0%	1.5%	7.1%	22

Fuente: SIA Group

Por lo general, los precios de las acciones han registrado una tendencia alcista durante el pasado trimestre y el 2014 en su conjunto, al igual que la mayoría de los índices de referencia. La variación que han experimentado los precios del fondo Natural Resources es bastante llamativa: éstos pasaron de subir un +20,2% durante el año a finalizarlo en un mero -1,9%. Esto se debe, obviamente, al desplome del precio del petróleo, del que hablaremos más adelante.

Como siempre decimos, la evolución de los precios de las acciones que mantenemos (es decir, su “rendimiento”) no es en realidad un indicador útil del comportamiento de nuestros fondos. El “estado de salud” y la rentabilidad de las empresas en las que invertimos son dos factores clave. A largo plazo, éstos son los únicos aspectos que determinan los precios de las acciones, tal y como veremos con mayor detalle a continuación.

2014 ha sido un buen año para las empresas que mantenemos en cartera. Las tablas 2, 3 y 4, junto con los Figuras 6, 7 y 8, reflejan la evolución del beneficio por acción, de los dividendos y del valor contable.

Tabla 2: LTIF Classic - Rentabilidad para 2012, 2013, 2014 (estimada) y 2015 (estimada)

Year	EPS	Growth	PE	Prof. %	MSCI World PE	MSCI World Prof. %
2012	18.7		13.3	7.5%		
2013	19.3	3.2%	14.9	6.7%		
2014e	24.9	28.7%	12.9	7.7%	17.3	5.8%
2015e	28.5	14.7%	11.3	8.9%	15.8	6.3%

Fuente: SIA Group / Bloomberg

Figura 4: LTIF Stability Growth TR CHF frente al HFRX Global Hedge Fund Index CHF

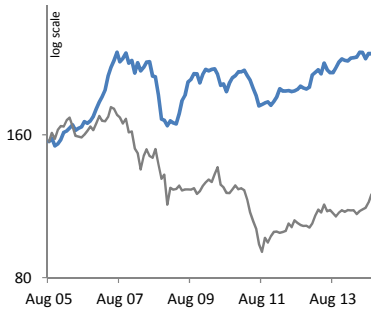


Figura 5: LTIF Stability Income Plus TR CHF frente al HFRX Global Hedge Fund Index CHF

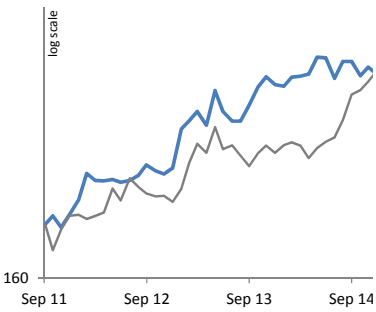


Figura 6: Beneficio por acción para 2012, 2013, 2014 (estimado) y 2015 (estimado)

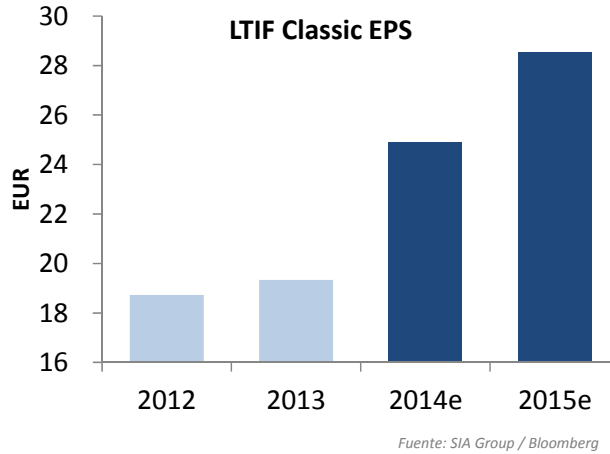


Tabla 3: LTIF Classic - Dividendos por acción y rentabilidad para 2012, 2013, 2014 (estimado) y 2015 (estimado)

Year	DPS	Yield	MSCI World DY
2012	6.6	2.7%	
2013	6.9	2.4%	
2014e	9.8	3.1%	2.5%
2015e	11.0	3.4%	2.6%

Fuente: SIA Group / Bloomberg

Figura 7: Dividendos por acción para 2012, 2013, 2014 (estimado) y 2015 (estimado)

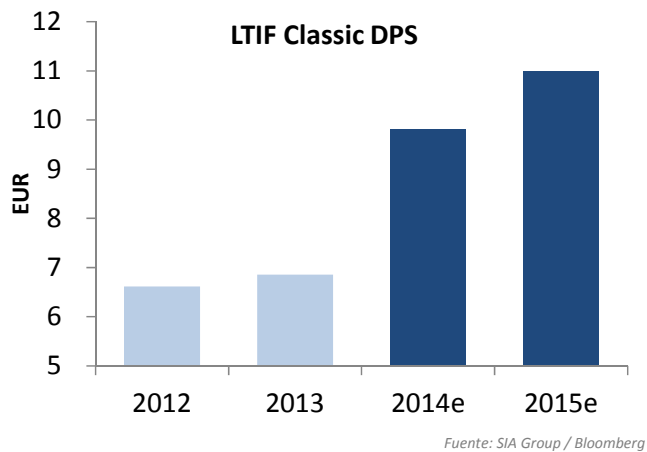
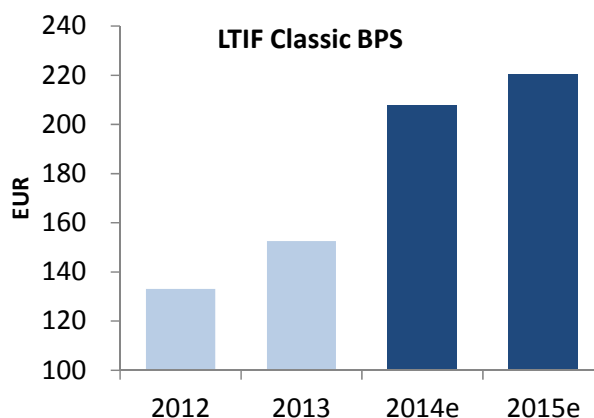


Tabla 4: LTIF Classic - Valor contable por acción y precio/valor contable para 2012, 2013, 2014 (estimado) y 2015 (estimado)

Year	BPS	Growth	P/B	
2012	133.1		1.9	MSCI World P/B
2013	152.5	14.6%	1.9	
2014e	207.9	36.3%	1.5	2.1
2015e	220.7	6.1%	1.5	2.0

Fuente: SIA Group / Bloomberg

Figura 8: Valor contable por acción para 2012, 2013, 2014 (estimado) y 2015 (estimado)



Fuente: SIA Group / Bloomberg

Resulta muy gratificante lograr un aumento de los beneficios en más de un 20% en un año en el que la economía europea (la más importante del mundo en envergadura) ha atravesado básicamente una situación de estancamiento. Tal y como analizaremos más adelante, nuestras previsiones para 2015 son positivas.

Comentarios sobre nuestras carteras

Fieles a nuestra filosofía, no hemos realizado muchas operaciones este trimestre. Contamos con una cartera equilibrada que, en nuestra opinión, nos brindará buenas rentabilidades a largo plazo y no vemos la necesidad de moverla en exceso. De hecho, cada vez que adquirimos un título nuevo, tenemos la esperanza de que nos brindará un buen resultado (y la certeza de estar asumiendo un nuevo riesgo).

Así pues, fundamentalmente hemos aumentado algunas posiciones, sobre todo en Drägerwerk y Zurich Insurance.

Drägerwerk es una multinacional con sede en Lübeck (Alemania), que opera en dos segmentos principales: la monitorización médica y el suministro de gas. La empresa, que cuenta con D. Stephan Dräger como actual presidente, es una compañía familiar con 125 años de historia. Está organizada en dos divisiones, la Médica (con un 64% del volumen de negocio, un 63% del EBIT y un margen de beneficio del 9,9%) y la de Seguridad (con sus respectivos porcentajes restantes y un margen de beneficio del 10,3%).

En la división Médica, Drägerwerk es líder mundial en el segmento de ventilación pulmonar (con una cuota de mercado del 33% en 2011, seguida por Getinge con un 29% y por Covidien con un 24%), la número dos en el segmento anestésico (con una cuota de mercado del 40% en 2011, justo por detrás de GE y su 41%, líder en Europa), y la cuarta firma más importante en el segmento de monitorización de pacientes (con una cuota de mercado del 9% en 2011, por detrás de Philips —en primera posición con un 46%—, GE y su 21% y Mindray, con un 11%). En estos mercados, la reputación en términos de calidad y fiabilidad supone una gran barrera de entrada, lo que hace menos probable que se produzcan cambios inesperados en la posición de mercado. Cada uno de estos negocios presenta un perfil de rentabilidad claramente diferenciado: las piezas de repuesto cuentan con un margen elevado mientras que la monitorización de pacientes apenas roza el umbral de equilibrio. Este último negocio, que la familia adquirió a Siemens hace alrededor de una década, ha resultado muy difícil de integrar. La actividad se enfrenta a una competencia inesperadamente ardua en cuanto a precios, que ha lastrado la rentabilidad general de la empresa. Gran parte de la abultada inversión en I+D de la firma está centrada actualmente en la monitorización. Analistas y críticos han demandado a la empresa la venta de este negocio, pero Drägerwerk está convencida de poder darle la vuelta.

En la división de Seguridad, Drägerwerk es líder en el segmento de sistemas de detección de gas (con una cuota de mercado del 27% en 2011, seguida por Honeywell con un 18%) y ocupa la cuarta posición en el segmento de protección respiratoria (con una cuota de mercado del 16% en 2011, por detrás de 3M con un 21%, MSA con un 19% y Honeywell con un 17%). Estos segmentos también se caracterizan por su necesidad de calidad y precisión, algo que hace que las cuotas de mercado sean bastante estables. Estamos ante negocios excelentes. El coste total de los productos para el comprador es muy reducido, pero hablamos de artículos absolutamente fundamentales para sus clientes: es el típico caso en el que los compradores no se ven influidos por el precio, sino más bien por la calidad y la reputación. En algunas zonas, la empresa tiene una increíble cuota de mercado del 80% a escala mundial.

En términos generales, la rentabilidad de la compañía es elevada pero puede verse empañada por el negocio de monitorización. El precio de la acción cayó y aprovechamos la oportunidad. Creemos que incluso aunque el negocio de monitorización no mejore, el valor debería seguir arrojando una rentabilidad totalmente segura del 10% a largo plazo. Si la empresa

consigue darle la vuelta a este negocio, la rentabilidad sería superior. En general, consideramos que su perfil de riesgo/remuneración es muy interesante. Cuenta con un equipo directivo muy centrado en las principales variables estratégicas y que entiende bien los retos.

Zurich Insurance es una compañía en la que llevamos invirtiendo desde hace mucho pero, recientemente, hemos aumentado nuestra exposición. Goza de una posición consolidada en todo tipo de seguros, y especialmente en los de bienes y accidentes en la mayoría de los mercados desarrollados. Esta parte del negocio es mucho menos volátil que la de los seguros de vida. Su rentabilidad por dividendo es muy alta, del 6% en francos suizos, y cuenta con muy buena cobertura. La firma está muy bien gestionada y, en vista del carácter consolidado del sector, sencillamente distribuye los beneficios entre sus accionistas. Resulta razonable esperar un crecimiento de entre el 2% y el 3% a largo plazo (inferior al crecimiento económico nominal), por lo que nos resulta interesante una rentabilidad a largo plazo del 8-9% en francos suizos de una empresa con un perfil de riesgo muy reducido.

Hemos iniciado pequeñas posiciones en dos empresas de producción de cobre que conocemos bien, Lunding Mining y First Quantum. Finalmente los precios del cobre han caído por debajo de los 3 USD/libra. Deberían bajar algo más, aunque no mucho, y a continuación reaparecerán las tradicionales tensiones oferta/demanda. Ambas empresas se han embarcado en grandes expansiones y, anteriormente ya demostraron su acertada gestión. Presentan unos PER para 2016 por debajo de 7. Las posiciones adoptadas han sido reducidas, porque no sabemos en qué momento el mercado alcanzará su punto de inflexión. Nuestra intención es aumentar esas posiciones en el momento en el que la demanda de cobre registre tensiones, algo que debería suceder en dos o tres trimestres. Pero, en ese momento, probablemente sea demasiado tarde para adquirir las acciones a buen precio.

El desplome de los precios del petróleo, del que hablaremos más adelante, ha provocado que dos de nuestras recientes inversiones perdieran un porcentaje considerable de su valor de mercado: Petrobras y Nokian Tires.

El precio de la acción de Petrobras se ha visto afectado por partida triple: por la caída del precio del crudo, por la inestabilidad política y por la depreciación del real brasileño, propiciada principalmente por los dos factores anteriores. En las últimas semanas se han desvelado unos patrones de corrupción en la empresa que, a pesar de ser ampliamente conocidos, no se han reconocido oficialmente. La consecuencia a corto plazo es que la firma ha pospuesto la publicación de sus resultados para el tercer trimestre hasta que pueda cuantificar adecuadamente las pérdidas. Obviamente, el mercado no se lo ha tomado con paciencia, especialmente porque los cargos por corrupción y el aplazamiento de los resultados han coincidido con la caída de los precios del petróleo y con una huida generalizada de los mercados emergentes.

Por tanto, la capitalización bursátil de la empresa ha caído más de 60.000 millones de dólares, mientras que todos los problemas a los que se enfrenta difícilmente le costarán más de unos pocos miles de millones. En nuestra opinión, las acciones deberían repuntar.

Nokian, cuyo mercado principal es Rusia, también se ha visto perjudicada. Un tercio de sus beneficios solían proceder de este país. Está claro que sus beneficios se verán afectados si el valor del rublo se reduce a la mitad y el número de neumáticos vendidos cae debido a la recesión.

Pero, de nuevo, gran parte del problema (probablemente, una parte excesiva del mismo) ya está descontado en el precio de la acción y el mercado podría estar ignorando que Nokian también exporta una gran cantidad de neumáticos fuera de Rusia, lo que implica que sus costes también caen en picado. Cuando la economía rusa repunte, en su caso —algo que sucederá en paralelo al repunte del precio del crudo (véase más abajo)—, Nokian será una fantástica inversión.

En cualquier caso, ambas posiciones (por suerte, bastante discretas) probablemente comparten un defecto subyacente: gran parte de su valor depende de decisiones políticas. Esta afirmación, aplicable a todas las inversiones en cierta medida, se hace especialmente patente en estos dos casos. No podemos poner nuestro futuro económico en manos de sistemas políticos con un elevado nivel de corrupción (ni tan siquiera con una corrupción moderada). En ambos casos, el valor intrínseco de las empresas supera con creces su precio de mercado, por lo que estamos protegidos y mantenemos nuestra visión alcista. No obstante, en adelante, seremos aún más prudentes para no vernos inmersos en situaciones que no podamos controlar.

Con todo, muchas otras inversiones han demostrado una buena evolución: nuestras productoras de salmón han registrado un año ejemplar, con un incremento de sus beneficios del 50% y notables revalorizaciones en términos de cotización. Algo similar puede afirmarse, especialmente desde el prisma de la revalorización de las cotizaciones, de nuestras inversiones en el segmento sanitario (las acciones de Covidien han subido un 66% durante el ejercicio, por ejemplo), en productoras de bienes de consumo (Pepsi ha subido un 27%, más dividendos), y en Tata Motors, que casi ha duplicado su precio. Todas estas cifras se vieron afectadas por las fluctuaciones de los tipos de cambio durante el pasado año: el dólar se apreció un 13,7% frente al euro (mientras que la corona noruega se depreció un 7,4% frente al euro). Los beneficios corporativos y los precios de las acciones terminarán ajustándose a este contexto pero, a corto plazo, su efecto es considerable.

En general, mantenemos nuestro equilibrio entre empresas estables y aquellas más expuestas al ciclo económico. Estas últimas son menos gratas (tal y como atestiguan las caídas que protagonizaron en julio, octubre y diciembre) pero, con el paso del tiempo, pueden resultar más rentables,

si se entra en ellas a buen precio (o mortales si adquirimos sus títulos cuando están caros).

Tabla 5: Previsión de rentabilidades para el LTIF Classic

Category	Equity	Expected Return	Marginal Volatility
1	21.4%	9.4%	8.1%
2	26.5%	10.6%	10.7%
3	49.6%	13.2%	14.7%
4	2.6%	32.1%	17.6%
Overall	100.0%	12.2%	12.3%

Fuente: SIA Group / Bloomberg

Perspectivas de mercado

Hay pocos momentos en los que el consenso es prácticamente unánime sobre lo que nos deparará el futuro próximo: la economía estadounidense evolucionará mucho mejor que la europea. Pero sólo porque sea la opinión de consenso no significa que sea errónea. Al ser el consenso, este factor se refleja en el precio. Por tanto, las acciones estadounidenses están claramente más caras que sus homólogas europeas. Esto implica que si el dólar registra una evolución algo peor de lo previsto, o Europa algo mejor, el comportamiento relativo de estos mercados se tornará muy favorable a Europa, puesto que 2014 resultó muy favorable a Estados Unidos. Ciertamente, Europa tiene sus problemas (Grecia, por ejemplo), pero creemos que nuestra cartera de empresas europeas, en su mayoría exportadoras, registrarán una buena trayectoria con el paso del tiempo y sus valoraciones están baratas para entrar en ellas y mantenerlas en cartera.

Nuestra preferencia por más títulos europeos que estadounidenses en el seno de nuestra cartera ha hecho que nuestros fondos hayan subido menos que los índices mundiales. Actualmente, el MSCI World Index presenta un 58,4% de acciones estadounidenses, frente a tan sólo un 25,0% de renta variable europea. Pero los índices estadounidenses subieron un 20% más que los europeos este año, por lo que cualquier cartera que sobrepondere la renta variable europea debería haberse revalorizado menos que la media mundial. No obstante, a largo plazo, creemos que, a estos precios, existe más potencial de creación de valor en Europa.

En cualquier caso, la economía mundial se está recuperando: por primera vez desde la gran crisis (hace ya seis años), los salarios en Estados Unidos y el Reino Unido están subiendo manifiestamente más que la inflación. Finalmente, la gente está empezando a recuperar —muy lentamente— su poder adquisitivo, que es el motor de la economía. Europa aún está muy lejos de este punto (de hecho, los salarios en la periferia europea aún están cayendo en términos absolutos), pero China, Japón y la mayoría de los mercados emergentes están creciendo y recibirán un gran im-

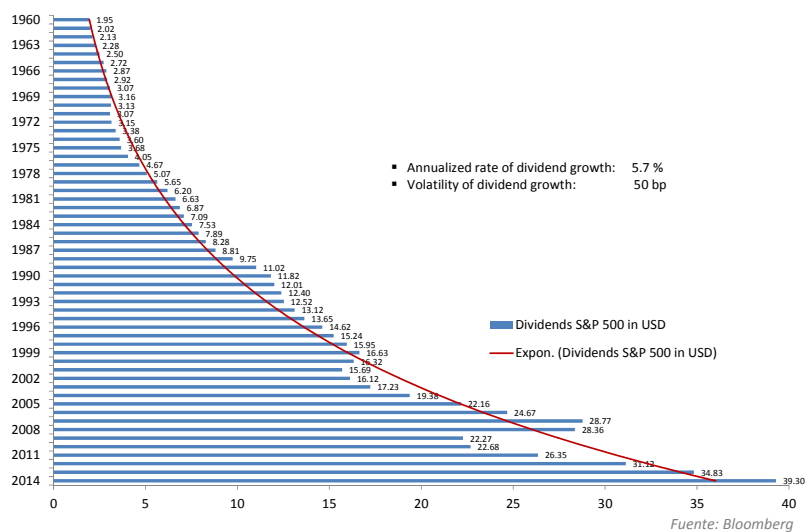
pulso con la caída del precio del petróleo, incluso aunque ésta dure relativamente poco.

¿Qué deberíamos esperar a partir de ahora, tras años de subidas en los precios de las acciones? Siempre hemos insistido en adoptar una visión largoplacista, así que vamos a analizar lo que cabría esperar partiendo de los mercados actuales, por ejemplo, de 10 a 20 años vista.

En primer lugar, hemos de distinguir claramente entre la rentabilidad prevista para el conjunto del mercado y la rentabilidad de una cartera basada en la selección de valores. Esta última es ilimitada: si una persona adquiere un título que se revaloriza un 20% en unos pocos meses —hay muchísimos que responden a este patrón, todo el rato—, lo vende y repite esta operación, puede lograr una rentabilidad matemática del 50% anual sin problema ninguno. Pero es un proceso complicado, y aún más difícil de identificar de antemano. Por tanto, analicemos primero la rentabilidad prevista para el conjunto del mercado. Volveremos sobre la rentabilidad de las carteras individuales más adelante.

El mercado total presenta límites muy reales a largo plazo, aunque es prácticamente capaz de todo a corto plazo: de los máximos ridículos del año 2000 (con un PER de 30 para el S&P 500, por ejemplo) a los mínimos absurdos de 2009 (con valoraciones a un tercio de su máximo). Pero, a largo plazo, los precios de las acciones siguen el patrón de los beneficios y los beneficios del conjunto del mercado están estrechamente vinculados a la economía. La Figura 9 muestra los dividendos en efectivo abonados por las empresas del S&P 500 durante los últimos 54 años. Ya hemos publicado esta Figura antes, pero nos parece muy instructiva.

Figura 9: Dividendos del S&P durante los últimos 54 años



Como podemos ver, la tasa de crecimiento de los dividendos, que ha de ser muy próxima a la tasa de crecimiento de los beneficios a largo plazo, es ligeramente superior al 5%. Ésta es la tasa de crecimiento nominal de la economía. Por tanto, la rentabilidad a largo plazo del mercado es el nivel de dividendos que se esté distribuyendo actualmente (en 2015 estarán algo por debajo del 2% en USD) más la tasa de crecimiento a largo plazo de la economía. Salvo que la estructura de la economía mundial cambie radicalmente, el mercado no puede arrojar más de esto a largo plazo, ni tampoco debería dar menos. Si, en lugar de fijarnos en el mercado estadounidense, tomamos la media mundial, la previsión de dividendos para el próximo año es del 3%.

El crecimiento histórico del 5% de la economía se expresa en términos nominales, dado que incluye una inflación de aproximadamente el 2%. No obstante, la inflación está por debajo de este umbral prácticamente en cualquier parte del mundo. Podrían pasar dos cosas: que la inflación permanezca en niveles bajos indefinidamente, o que vuelva a patrones normales. Si permanece en niveles bajos indefinidamente, el crecimiento nominal de la economía será inferior —como también lo serán las rentabilidades de las acciones—, aunque sólo en términos nominales: en términos reales, permanecerán estables. Si la economía mundial crece a un ritmo inferior al 3% de forma indefinida (este año creció alrededor de un 3,4% y se espera un ritmo algo superior para 2015), las rentabilidades reales serán inferiores a las registradas en el pasado. Nadie sabe lo que pasará y ésta es precisamente la diferencia con los bonos: si compramos un bono del Tesoro alemán a 10 años, sabemos exactamente que nuestra rentabilidad nominal será del 0,6% anual. Ni más ni menos.

Podemos incrementar esta rentabilidad de mercado básica con la rentabilidad prevista procedente de la selección de valores. Esto, obviamente, es imposible de prever: El “panorama de oportunidades” que tiene delante el mismo gestor de fondos cambiará radicalmente en función del momento. En ocasiones, se detectan numerosas gangas pero en otros casos no es así. No obstante, hay tres enfoques que ofrecen sistemáticamente mejores rentabilidades que el mercado en general: el valor, el dinamismo y las acciones estables.

La inversión centrada en el valor ha demostrado su eficacia a largo plazo. Consiste en adquirir títulos cuando las expectativas no son muy altas, de tal modo que los precios sean razonablemente asequibles. El riesgo reside en invertir en valores que están baratos porque se merecen tener esa valoración. Pero, si somos cuidadosos, hay numerosos factores que demuestran buenos resultados a largo plazo.

El dinamismo es prácticamente lo contrario. La idea es no entrar en títulos caros, sino en aquellos cuyas cotizaciones están aumentando. Muchas pruebas empíricas han demostrado que esta estrategia funciona. En nuestro caso, no tenemos previsto aplicarla: obviamente, el riesgo reside en esperar demasiado para comprar y terminar pagando de más. Nuestro proceso de inversión se basa en los fundamentales, esto es, no compra-

mos acciones para revenderlas a un precio superior sino para sacar partido de sus beneficios y dividendos. Los flujos de efectivo asignados a la renta variable estadounidense a finales de año tienen como principal objetivo hacerse con la rentabilidad de 2014 y mejorarla. Veremos cómo termina.

Por último, existe la conocida como “anomalía por riesgo reducido”: acciones que son menos volátiles que la media (normalmente, de productoras de bienes de consumo, como Nestlé) y que, como conjunto, evolucionan mejor que la totalidad del mercado. Esto contradice absolutamente la teoría básica del mercado, pero lo cierto es que funciona.

En nuestro caso, tratamos de aplicar nuestra versión particular de la estrategia de inversión centrada en el valor, que denominamos “inversión estratégica”: la idea es no entrar sistemáticamente en cualquier título que aparentemente esté barato, sino buscar valores cuya visibilidad en términos de beneficios parezca ofrecer una rentabilidad muy atractiva. Esto exige forjarse una opinión clara sobre el futuro de la empresa, lo que conlleva entender la dinámica competitiva del sector y los principales riesgos que la firma conlleva. Creemos que, aplicando esta estrategia, podemos crear valor más allá de las medias del mercado.

Una estrategia que no genera demasiado valor es tratar de cronometrar al mercado: ¿Registrará una corrección? ¿Deberíamos esperar? ¿Es el momento adecuado? Los costes de negociación son muy elevados, mientras que mantener el efectivo y esperar al momento idóneo tiene un alto coste de oportunidad: como hemos visto, un 8% anual de media. Si el momento es el adecuado, las recompensas son altas, y es por esto que muchas personas se decantan por esta estrategia. Pero hacerlo de un modo constante y batir al coste de oportunidad y a los costes de negociación todo el tiempo es tremendamente complicado. Por eso nosotros ni siquiera lo intentamos.

No obstante, también hemos de ser realistas: tal y como comentamos en Newsletters anteriores, los precios actuales de las acciones no justifican prever rentabilidades muy elevadas. Los tipos de interés se encuentran en niveles muy bajos, la inflación presenta cotas muy reducidas y los múltiplos son razonables. En 2008 aprendimos que centrarnos en rentabilidades muy elevadas en cualquier contexto de mercado puede terminar por costarnos caro. En nuestra opinión, la actual coyuntura de mercado, además de nuestra estrategia de selección de valores, debería arrojar rentabilidades próximas al 10% anual. Teniendo en cuenta las distintas alternativas de inversión, nos parece una cifra muy interesante.

Sobre el precio del petróleo

Durante este trimestre, el principal acontecimiento del mercado ha sido el desplome de los precios del petróleo. Esta caída afecta directamente a una pequeña parte de nuestras posiciones en los fondos Classic, Alpha y Stability (algo menos del 10%), y a un porcentaje bastante más elevado (en torno al 33%) de nuestras inversiones en el fondo Natural Resources. No obstante, hemos de aclarar en primer lugar que este descenso repercute en casi todas las posiciones y, en su mayoría, para bien: El consumo total de crudo asciende a alrededor del 5% del PIB mundial. Una caída sostenida del 20% conllevaría, por tanto, un gran impulso para los países importadores, es decir, todas las grandes economías, como EE.UU., China, Europa y Japón, pero también la India, Turquía e Indonesia, al tiempo que afectaría negativamente a países exportadores como Rusia, Nigeria, Venezuela y los países del Golfo.

¿Cuánto durará este desplome? Aunque no podemos prever fechas exactas, sí podemos facilitar algunas cifras que deberían despejar ciertas incógnitas.

En 2014, el mundo consumió algo más de 90.000 millones de barriles de petróleo al día (bpd). En términos anuales, alrededor del 5% de la producción sencillamente desaparece, porque los pozos petrolíferos se secan, literalmente. Ello conlleva aproximadamente 4.500 millones de bpd que hay que reemplazar si la producción ha de permanecer constante (lo que en jerga técnica se denomina "agotamiento"). Además, se fabrican 90 millones de coches al año, mientras que se dan de baja unos 15 millones: con unas existencias totales a escala mundial de alrededor de mil millones de coches, la flota internacional de vehículos está creciendo a razón de unos 70 millones de coches al año (de los que, por cierto, menos de 50.000 son eléctricos). Asimismo, el número de aeronaves en activo está aumentando, al igual que el de barcos. En términos generales, el mundo ha incrementado su demanda de petróleo entre un millón y medio de bpd al año. Esto implica que, el próximo año, deberán producirse alrededor de 6 millones de bpd más en pozos nuevos. Y todos los años ocurre lo mismo.

A nivel mundial, el año pasado se invirtieron unos 700.000 millones de dólares en la exploración y prospección de petróleo. Las reservas totales nuevas equivalen a un consumo de menos de 5 meses. No parece una trayectoria muy sostenible.

A corto y medio plazo, la demanda de petróleo es bastante estática: se mantiene constante a pesar de que se registren variaciones en los precios. Esto se debe a que la mayoría de las aplicaciones del petróleo no son opcionales: no hay una fuente de energía que pueda sustituirlo y las actividades para las que se utiliza no son prescindibles. Por supuesto, siempre podemos aplazar un viaje de esquí y pasarnos las vacaciones viendo la televisión o entretenidos con videojuegos si los precios del petróleo se disparan. Pero el camión que lleva los alimentos hasta la ciudad tiene que

seguir funcionando, un avión tiene que poder seguir despegando y los barcos han de seguir transportando mercancías básicas.

Nadie va a invertir en la producción de los 6 millones de bpd nuevos que se demandan cada año si esa inversión no pareciera rentable. El nivel del precio del crudo que debe alcanzarse para que un pozo nuevo sea rentable varía, obviamente, en función del tipo de pozo: algunos resultan mucho más caros de desarrollar que otros. Pero, a los precios actuales, no se puede desarrollar prácticamente ningún pozo de forma rentable a escala mundial. De hecho, hace 18 meses, cuando el precio del crudo estaba muy por encima de los 100 USD por barril, muchas grandes empresas petroleras comenzaron a recortar su inversión en nuevas capacidades, porque no identificaban oportunidades lo suficientemente atractivas.

No obstante, un precio del crudo inferior al importe que las empresas invierten en nuevas instalaciones petrolíferas no conlleva inmediatamente una caída de la producción: la mayoría de los proyectos petroleros son operaciones a muy largo plazo con fechas de entrega dilatadas. Asimismo, incluso aunque el precio del petróleo cayera hasta niveles extremadamente bajos, estos proyectos seguirían completándose y se iniciaría la producción. Sin embargo, en unos años no habría petróleo suficiente si se reduce la inversión, tal y como se está haciendo ahora.

Cuando hay mucho petróleo, el precio cae, la inversión se ralentiza y la implacable realidad del agotamiento y la nueva demanda absorben el exceso de capacidad en unos pocos años. Esto es lo que pasó en las décadas de los ochenta y los noventa del siglo XX.

Y lo que estaría pasando ahora, salvo por un interesante dato: las características de la tecnología que ha generado el exceso de capacidad al extraer el “petróleo de esquisto” en Estados Unidos son muy diferentes a las de las viejas tecnologías.

Nos reservamos los detalles técnicos para otra Newsletter, pero conviene destacar lo siguiente: mientras que un campo petrolífero suele tardar unos diez años en construirse para, a continuación, producir petróleo durante cincuenta años, un pozo de gas de esquisto se construye en meses y dura menos de tres años, con una capacidad de producción significativa. Esto tiene una implicación muy importante: si el precio del crudo cae y la inversión se restringe, el descenso de la producción es mucho más acelerado que anteriormente. A pesar de todo lo afirmado anteriormente (esto es, que Estados Unidos puede producir petróleo en cantidades ilimitadas a 60 USD el barril), nos cuesta entender cómo la producción del petróleo de esquisto va a crecer tanto en 2015 cuando el precio actual del crudo ha llevado a muchas productoras de ese país a recortar de manera efectiva su inversión. Y EE.UU. es básicamente la única zona del mundo en la que los “expertos” esperan algo de crecimiento en los próximos años.

Por tanto, creemos que el precio del petróleo debería tocar fondo no muy por debajo de la cotización actual, para luego protagonizar un repunte relativamente rápido hasta los niveles en los que las empresas invierten. Esto, a corto plazo, se traduce en 80 USD-90 USD por barril y, a largo plazo, en un precio muy superior.

No podemos predecir cómo se desarrollarán los hechos exactamente. Podría tardar varios meses o varios trimestres. Pero sucederá. Sólo hay una única variable imprevisible que podría repercutir de forma notable en el mercado: se podrían levantar las sanciones a Irán e Irak podría seguir incrementando su producción (es el único país además de Estados Unidos que ha aumentado su producción de manera considerable en los últimos años). Estos acontecimientos retrasarían la recuperación del precio del crudo puede que unos seis meses, porque en el mejor de los casos, Irán podría aumentar su producción en 2 millones de bpd e Irak, en algo menos. Los factores geopolíticos podrían generar el efecto contrario en el precio: una bomba situada estratégicamente en el Estrecho de Ormuz o en las terminales de carga de Basora (Irak) vería seriamente comprometida la disponibilidad del oro negro.

Sea como fuere, el mundo va a seguir recurriendo al petróleo durante mucho tiempo (¡todos esos coches nuevos!) y necesitaremos a empresas como Schlumberger para encontrarlo y extraerlo. Creemos que nuestras inversiones son muy sólidas e incluso a los precios actuales, las acciones ofrecen una rentabilidad muy atractiva. No queremos precipitarnos a la hora de aumentar nuestras posiciones, pero ciertamente contamos con un incremento gradual, dado que los precios dan claras muestras de estar tocando fondo. Estamos ante un sector volátil, pero que ofrece buenas oportunidades en determinados momentos. Momentos como éste, en nuestra opinión.

Cifras de las clases en USD

Tabla 6: Valor liquidativo – Activos gestionados en USD

December 2014	NAV	Δ 3m	Δ YTD	Annualized Return since Inception	AUM (in mio) <i>*combined Pool</i>
LTIF Classic [USD]	388.66	-3.0%	-2.0%	12.0%	215*
LTIF Alpha [USD]	192.24	-4.8%	-7.4%	4.0%	215*
LTIF Natural Resources [USD]	100.33	-19.1%	-15.4%	-2.8%	12

Figura 10: LTIF Classic USD frente al MSCI Daily TR Net World Index USD

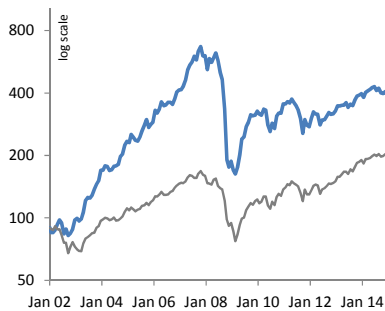


Figura 11: LTIF Alpha USD frente al HFRX Global Hedge Fund Index USD

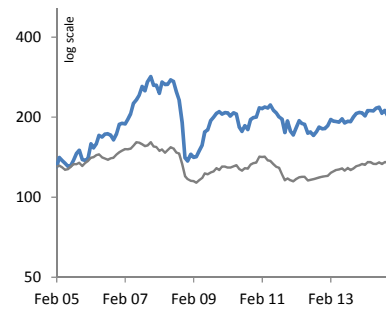
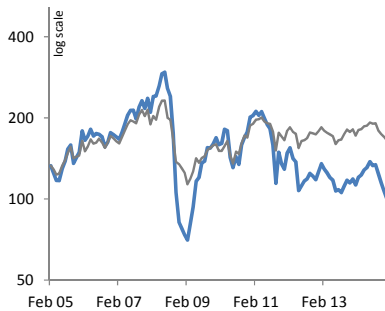


Figura 12: LTIF Natural Resources USD frente al S&P Global Nat. Res. Net TR Index USD



Cifras de las clases en CHF

Tabla 7: Valor liquidativo – Activos gestionados en CHF

December 2014	NAV	Δ 3m	Δ YTD	Annualized Return since Inception	AUM (in mio) *combined Pool
LTIF Classic [CHF]	386.18	0.9%	9.5%	7.7%	214*
LTIF Alpha [CHF]	191.02	-1.0%	3.4%	2.1%	214*
LTIF Natural Resources [CHF]	99.69	-15.9%	-5.5%	-4.4%	12
LTIF Stability Growth [CHF] <i>(Total return, dividends included)</i>	214.60	-1.9%	1.4%	4.5%	22
LTIF Stability Income Plus [CHF] <i>(Total return, dividends included)</i>	190.60	-2.0%	1.5%	7.1%	22

Figura 13: LTIF Classic CHF frente al MSCI Daily TR Net World Index CHF

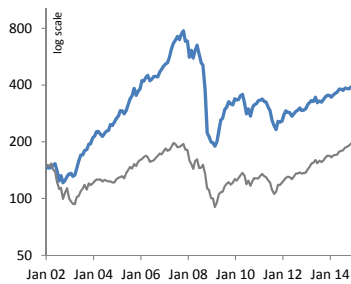


Figura 14: LTIF Alpha CHF frente al HFRX Global Hedge Fund Index CHF

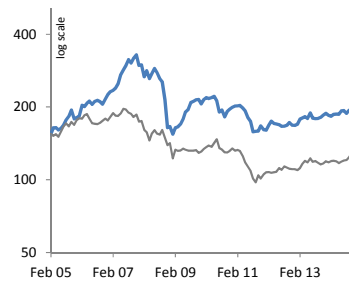


Figura 15: LTIF Natural Resources CHF frente al S&P Global Nat. Res. Net TR Index CHF

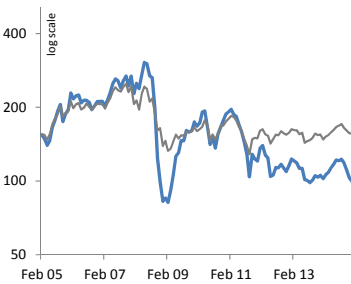


Figura 16: LTIF Stability Income Plus TR CHF frente al HFRX Global Hedge Fund Index CHF

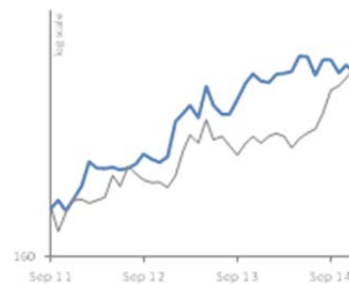
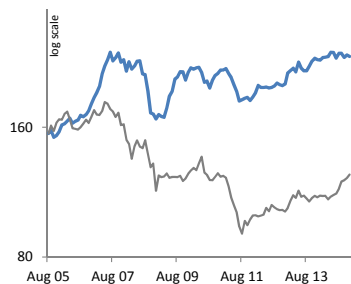


Figura 17: LTIF Stability Growth TR CHF frente al HFRX Global Hedge Fund Index CHF



Cifras de las clases en GBP

Tabla 8: Valor liquidativo – Activos gestionados en GBP

December 2014	NAV	Δ 3m	Δ YTD	Annualized Return since Inception	AUM (in mio) <i>*combined Pool</i>
LTIF Classic [GBP]	249.26	0.9%	4.1%	11.3%	138*
LTIF Alpha [GBP]	120.08	-3.6%	-4.2%	5.6%	138*
LTIF Natural Resources [GBP]	64.34	-15.9%	-10.1%	-0.7%	8

Figura 18: LTIF Classic GBP frente al MSCI Daily TR Net World Index GBP

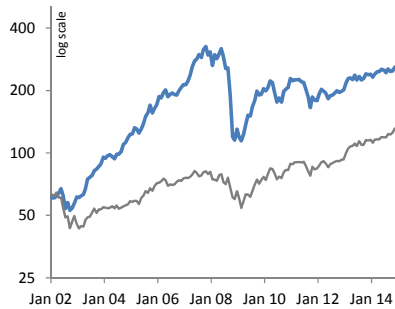


Figura 19: LTIF Alpha GBP frente al HFRX Global Hedge Fund Index GBP

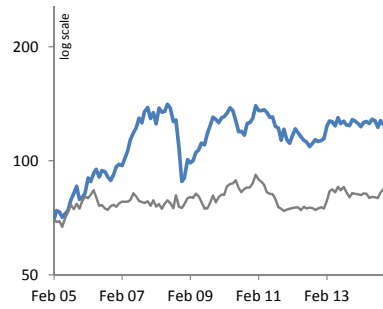
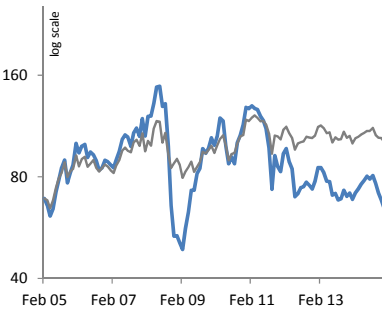


Figura 20: LTIF Natural Resources GBP frente al S&P Global Nat. Res. Net TR Index GBP



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. Las rentabilidades pasadas no son ni una garantía ni un indicador fiable de los resultados futuros. Los datos de rentabilidad no incluyen las comisiones y gastos aplicados por la suscripción o reembolso de participaciones. Esta información le ha sido facilitada previa petición, exclusivamente con fines informativos y queda prohibida su reproducción o redistribución a otras personas. No pretende ser una oferta o solicitud en relación con la compra o venta de participaciones de la Sicav. Ni el Agente de administración central ni la Gestora de inversiones asumen responsabilidad alguna en caso de que la información esté incompleta o se haya revelado erróneamente. Téngase en cuenta que los fondos de inversión entrañan riesgos inherentes a esta actividad, incluida la posibilidad de perder el importe principal invertido. Para obtener una descripción pormenorizada de los riesgos relativos a cada participación del fondo de inversión, remítase a la versión más actualizada del folleto, el folleto simplificado y los informes anuales y semestrales, esto es, la documentación en la que deberá basarse exclusivamente a la hora de tomar decisiones de inversión. Estos documentos están disponibles en la web www.s-i-a.ch o a través del Agente de administración central FundPartner Solutions (Europe) S.A., en la dirección 15, avenue J.F. Kennedy, L - 1855 Luxemburgo. LTIF Classic EUR fue autorizado para su distribución en y desde Suiza por la Autoridad supervisora de los mercados financieros suiza (Financial Market Supervisory Authority, FINMA) de conformidad con el artículo 19, apartado 1 de la Ley de instituciones de inversión colectiva (*Collective Investment Schemes Act*), el agente de pagos es Pictet & Cie., 60, route des Acacias, 1211 Genf 73; se cursó notificación a la Finanzmarktaufsicht austriaca de conformidad con el artículo 36 de la Ley de fondos de inversión; fue autorizado en Francia por la Autoridad de mercados financieros francesa (Autorité des Marchés Financiers, AMF) de conformidad con el artículo 411-58 del Reglamento general de la AMF; fue autorizado por la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) alemana en virtud del artículo 132 de la Ley de inversiones; fue autorizado en Italia por el Banco de Italia y la CONSOB de conformidad con el artículo 42 del Decreto legislativo italiano n.º 58, de 24 de febrero de 1998; fue inscrito en el registro de instituciones de inversión colectiva extranjeras comercializadas en España por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) en virtud del artículo 15 de la Ley de Instituciones Colectivas; fue reconocido en el Reino Unido por la Autoridad de servicios financieros (Financial Services Authority, FSA) como institución oficial en el sentido de lo dispuesto en el artículo 264 de la Ley británica de mercados y servicios financieros (*Financial Services and Markets Act*) de 2000; se incluyó en la Lista de Instituciones restringidas de la Autoridad monetaria de Singapur (Monetary Authority of Singapore) de conformidad con el artículo 2(3) del Sexto anexo al Reglamento de valores y futuros (ofertas e inversiones) (instituciones de inversión colectiva) [*Securities and Futures (Offers of Investments) (Collective Investment Schemes) Regulations*] de 2009.

LTIF – Classic EUR

Código ISIN: LU0244071956
Telekurs: 2.432.569
Bloomberg: LTIFCLA LX

LTIF – Classic USD

Código ISIN: LU0301247077
Telekurs: 3.101.820
Bloomberg: LTIFCLU LX

LTIF – Classic CHF

Código ISIN: LU0301246772
Telekurs: 3.101.817
Bloomberg: LTIFCLC LX

LTIF – Classic GBP

Código ISIN: LU0750886714
Telekurs: 18.032.305
Bloomberg: LTIFCLS LX

LTIF – Alpha EUR

Código ISIN: LU0244072178
Telekurs: 2.432.573
Bloomberg: LTIFALP LX

LTIF – Alpha USD

Código ISIN: LU0301247150
Telekurs: 3.101.828
Bloomberg: LTIFALU LX

LTIF – Alpha CHF

Código ISIN: LU0301246855
Telekurs: 3.101.824
Bloomberg: LTIFALC LX

LTIF – Alpha GBP

Código ISIN: LU0750887282
Telekurs: 18.032.344
Bloomberg: LTIFALS LX

LTIF – Natural Resources EUR

Código ISIN: LU0244072335
Telekurs: 2.432.575
Bloomberg: LTIFGEV LX

LTIF – Natural Resources USD

Código ISIN: LU0301247234
Telekurs: 3.101.839
Bloomberg: LTIFGEU LX

LTIF – Natural Resources CHF

Código ISIN: LU0301246939
Telekurs: 3.101.836
Bloomberg: LTIFGEC LX

LTIF – Natural Resources GBP

Código ISIN: LU0457696077
Telekurs: 10.638.983
Bloomberg: LTIFGEG LX

LTIF – Stability Growth EUR

Código ISIN: LU1128810261
Telekurs: 25.840.496
Bloomberg: LTISTAE LX

Agente de administración central:

FundPartner Solutions (Europe) SA
15 avenue J.F. Kennedy
L-1855 Luxemburgo
Gran Ducado de Luxemburgo

Gestora de inversiones:

SIA Funds AG
Parkweg 1
CH-8866 Ziegelbrücke
Suiza

Depositario:

Pictet & Cie (Europe) SA
15A avenue J.F. Kennedy
L-1855 Luxemburgo
Gran Ducado de Luxemburgo

Domicilio social:

15 avenue J.F. Kennedy
L-1855 Luxemburgo
Gran Ducado de 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 a través de SIA Group. Las rentabilidades pasadas no son ni una garantía ni un indicador fiable de los resultados futuros. Los datos de rentabilidad no incluyen las comisiones y gastos aplicados por la suscripción o reembolso de participaciones. Esta información le ha sido facilitada previa petición, exclusivamente con fines informativos y queda prohibida su reproducción o redistribución a otras personas. No pretende ser una oferta o solicitud en relación con la compra o venta de participaciones de la sicav. Ni el Agente de administración central ni la Gestora de inversiones asumen responsabilidad alguna en caso de que la información esté incompleta o se haya revelado erróneamente. Téngase en cuenta que los fondos de inversión entrañan riesgos inherentes a esta actividad, incluida la posibilidad de perder el importe principal invertido. Para obtener una descripción pormenorizada de los riesgos relativos a cada participación del fondo de inversión, remítase a la versión más actualizada del folleto, el folleto simplificado, los informes anuales y semestrales, estos es, la documentación en la que deberá basarse exclusivamente a la hora de tomar decisiones de inversión. Estos documentos están disponibles a través de la sociedad de gestión del fondo SIA Funds AG, Parkweg 1, CH-8866 Ziegelbrücke (www.s-i-a.ch).

LTIF – Stability Growth

Código ISIN: CH0026389202
Telekurs: 2.638.920
Bloomberg: LTIFSTA SW

LTIF – Stability Income Plus

Código ISIN: CH0135996012
Telekurs: 13.599.601
Bloomberg: LTIFSIP SW

Administrador:

FundPartner Solutions (Suisse) SA
Route des Acacias 60
CH-1211 Ginebra 73
Suiza

Gestora de inversiones:

SIA Funds AG
Parkweg 1
CH-8866 Ziegelbrücke
Suiza

Depositario:

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