

Newsletter

de Junio 2012

- *¿Es distinto esta vez?* 2
- *Comentarios sobre nuestros fondos* 6
- *Entonces, ¿es distinto esta vez?* 7
- *Anexo* 11

Figura 1
LTIF – Classic EUR

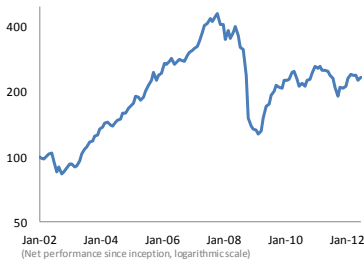


Figura 2
LTIF – Alpha EUR

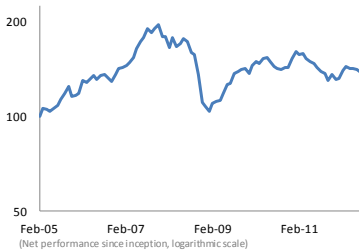


Figura 3
LTIF – Natural Resources EUR

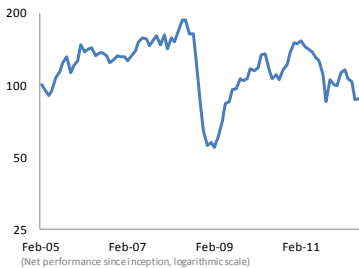
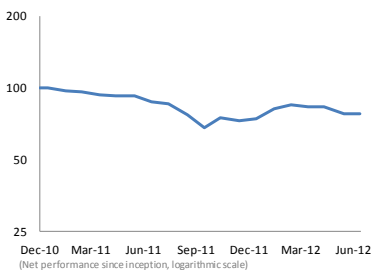


Figura 4
LTIF – Emerging Market Value EUR



¿Es distinto esta vez?

Las Figuras 1 a 6 y la Tabla 1 muestran la evolución del Valor Liquidativo de nuestros fondos en el último trimestre. De nuevo, los mercados se han vuelto a mostrar muy preocupados por los problemas “macro”, y han vuelto al modo de funcionamiento “con riesgo, sin riesgo”: cuando las cosas parece que van mal, se vende todo, independientemente de cómo se vea afectado realmente el activo por las noticias; cuando parece que las cosas van a mejorar, todo vuelve a rebotar. La selección de acciones, tal y como la practicamos, pierde efectividad: en la mayor parte de los días, todas las acciones se mueven más o menos en la misma dirección, independientemente de que hayan sido o no bien seleccionadas.

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

Junio 2012	VL	Δ 3 meses	Δ hasta la fecha	Rentab. anualizada desde la creación	Activos gestionados (en millones)
LTIF Classic [EUR]	233.17	-1.99%	9.93%	8.40%	236.28
LTIF Alpha [EUR]	138.57	-2.50%	4.95%	4.50%	30.45
LTIF Natural Resources [EUR]	88.08	-16.94%	-11.27%	-1.72%	42.75
LTIF Emerging Market Value [EUR]	77.59	-6.99%	4.36%	-22.41%	5.15
LTIF Stability Growth [CHF] <i>(Rentabilidad total (incl. dividendo))</i>	184.60	-0.27%	4.95%	3.64%	21.75
LTIF Stability Income Plus [CHF]	184.60	-0.27%	4.95%	-	1.65
MSCI World Index TR [EUR] <i>(Bloomberg GDDUWI)</i>	3'423.57	0.27%	8.89%	1.11% *	<i>* fecha de creación de Classic</i>

Las tres principales fuentes de temor, las dificultades de la Eurozona y las tasas de crecimiento en Estados Unidos y en China, están de nuevo en primera página (aunque los problemas del euro nunca dejaron de ocupar sus titulares). A riesgo de repetirnos, presentaremos de nuevo nuestro punto de vista:

En lo que respecta al crecimiento de Estados Unidos: como llevamos diciendo desde 2007, la economía estadounidense tardará mucho en volver a lograr altas tasas de crecimiento, puesto que se enfrenta a una gran cantidad de deuda, y sus políticos han demostrado que no hacen bien las cosas. Probablemente, el crecimiento alcanzará de media el 2% durante algunos años más. Pero esa es la media; en algunos trimestres será mejor y algunos dirán que la crisis ha terminado; y en otros trimestres, será inferior y dirán que volvemos a la recesión. Los mercados de renta variable reaccionarán correspondientemente. Las empresas seguirán con sus negocios, puesto que el impacto de una diferencia del 1% en el crecimiento del PIB de un trimestre a otro no es realmente significativo para la mayor parte de las empresas. La realidad es que el sector inmobiliario y el automovilístico (los dos motores más importantes de crecimiento económico para una economía como la de Estados Unidos) están empezando a salir del túnel de la recesión.

Figura 5
LTIF – Stability Growth CHF

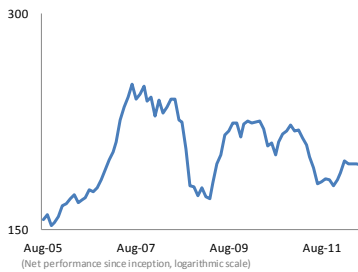
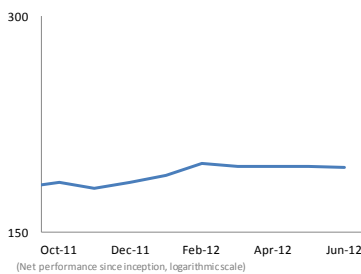


Figura 6
LTIF – Stability Income Plus CHF



China está empezando a asentarse, pasando de una tasa de crecimiento de doble dígito a una tasa cercana al 7-8%. Esto no sólo es inevitable, sino también positivo. De nuevo, las pequeñas variaciones alrededor de esta cifra (“¿cayó por debajo del 8%?”) crearán fuertes oscilaciones en los mercados, pero no tendrán ningún impacto sobre las inversiones a largo plazo. Poco a poco, la actividad económica china se está alejando de la inversión de capital y de las exportaciones, para dirigirse al consumo interno, que es lo que debe hacer. Pero le llevará años, el mismo tiempo que a otros países en vías de desarrollo.

Por último, en lo que respecta a la Eurozona: tal y como ya hemos mencionado, el euro no puede continuar en su forma actual, pero va ser extremadamente difícil cambiarlo. Esto significará que, en ocasiones, se producirán importantes tensiones en los mercados hasta que los políticos hagan algo para evitarlo. Teniendo en cuenta todo lo que tienen que hacer los políticos para que la Eurozona sea viable (o, incluso, para romperla), podemos asegurar que se va a producir un largo periodo de volatilidad. Esto se debe, curiosamente, a que los problemas de la Eurozona son más políticos que económicos. En la Tabla 2 se muestra cómo, en su conjunto, la Eurozona no se encuentra en un estado peor que otras economías avanzadas. Pero la Eurozona no es “un conjunto”, y es ahí donde radica su problema.

Tabla 2: Dimensiones macroeconómicas para economías avanzadas, en %, 2012

	GDP Growth	Inflation	External Balance	Unemployment	Debt over GDP	Gov. deficit
Eurozone	-0.3	2.0	0.7	10.9	85	3.5
US	2.1	2.1	-3.3	8.2	100	7.6
Japan	2.0	0	2.2	4.5	230	8.1
UK	0.8	2.4	-1.7	8.3	90	7.8

Fuente: IMF

La crisis en Estados Unidos se “resolvió” mediante el Troubled Asset Relief Program (TARP, programa de alivio para activos problemáticos), en cuanto a que la gente dejó de temer el deterioro económico y se reanudó la actividad económica habitual, aunque a un ritmo más bajo por la necesidad de reembolsar la deuda. En octubre de 2008, el presidente Bush autorizó el desembolso de 700.000 millones de dólares para la adquisición de activos deteriorados a los bancos que operaban en Estados Unidos (incluidos los bancos extranjeros con préstamos en Estados Unidos), para garantizar la solidez del sistema bancario. Esta medida resultó efectiva y alejó los temores a que los bancos pudieran colapsarse, y permitió que la actividad económica se recuperara lentamente. Por cierto; los mercados de valores tardaron cinco meses en darse cuenta de la importancia de esta circunstancia, pero una vez que lo hicieron los precios se duplicaron en los siguientes doce meses. De hecho, el gobierno estadounidense ya ha

recuperado la práctica totalidad del dinero invertido. “Salvó” a la economía de Estados Unidos sin coste para el contribuyente.

En gran medida, Europa tiene el mismo problema, pero no puede aplicar la misma solución. Los bancos de toda Europa han prestado ingentes cantidades de dinero a prestatarios que claramente no podían devolverlo: el gobierno griego, así como los grandes hipotecados de Irlanda y España. Pero, a diferencia de lo ocurrido en Estados Unidos, no existe ningún gobierno europeo que pueda inyectar todo el dinero necesario en el sector bancario para garantizar que las familias y las empresas vuelvan a tener crédito. Cada decisión debe ser negociada por 17 gobiernos soberanos, en situaciones muy dispares: algunos países tienen más deuda, otros menos; en algunos casos, la deuda es pública, en otros, privada; los déficits públicos varían enormemente, etc. Parece como si los políticos se estuvieran moviendo (muy lentamente) hacia algo que pudiera parecerse al “TARP.” Si así fuera, podríamos empezar una recuperación muy dolorosa, justo 4 años después que Estados Unidos. Es en esta situación en la que nos encontramos en estos momentos.

Naturalmente, existen otros problemas estructurales, además del bancario. Cuando la burbuja inmobiliaria explotó en Estados Unidos, estados como Nevada y Florida cayeron en recesión. Sin embargo, sus servicios públicos básicos y sus transferencias (seguridad social, prestaciones de desempleo, etc.) siguieron viniendo del resto del país, a través de Washington. Pero cuando Irlanda y España cayeron en recesión después de la explosión de sus burbujas inmobiliarias, se les dijo que tenían que recortar sus “estabilizadores automáticos” (prestaciones de desempleo, seguro de salud, etc.), puesto que ya no pueden permitírselos, y sus socios europeos no quieren subvencionarlos. Independientemente de lo acertados que estén, políticamente, los distintos puntos de vista, una cosa está clara: tardarán mucho más en salir de la recesión que Estados Unidos. Y esto afecta a todos, no sólo a España o Irlanda. En la Figura 7 se muestra, por ejemplo, la cantidad de dinero invertida por empresas alemanas y francesas en activos españoles, que incluye deuda bancaria e inversiones directas. En la Figura 8 se indica a dónde van las exportaciones alemanas: la suma de Italia y España representa mucho más que las exportaciones a China, por ejemplo. No es tan fácil “desenredar” Europa; esto demuestra, por cierto, el verdadero éxito del experimento europeo en sus primeros 50 años.

Figura 7: Exposición de Francia y de Alemania a España, en miles de millones de euros

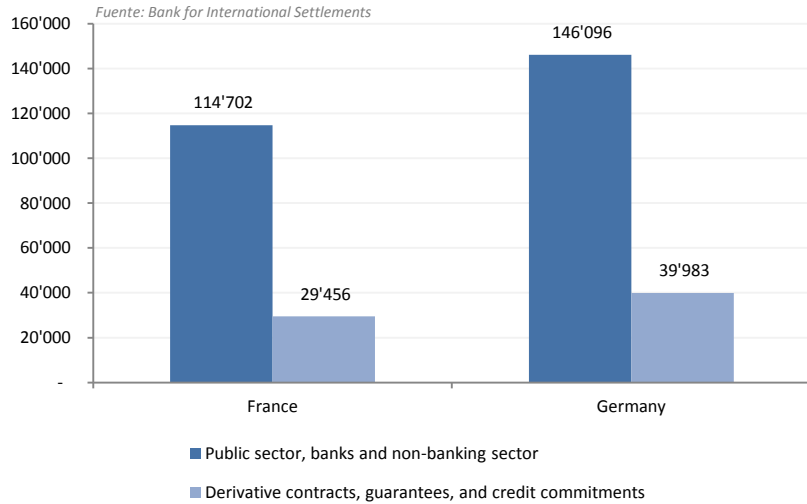
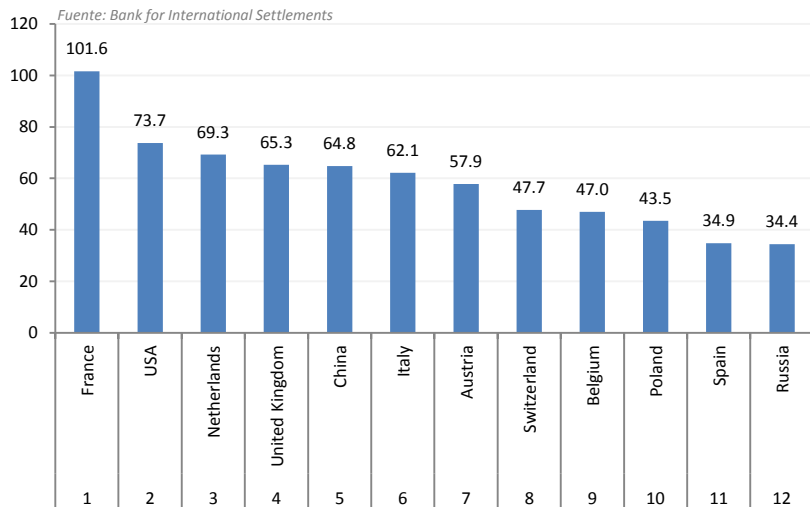


Figura 8: Ranking de exportaciones de Alemania, por países de llegada, en millones de euros



La situación para países como Portugal o España (Grecia se encuentra en mucho peor estado) es verdaderamente un círculo vicioso: deben recortar los gastos para reducir su déficit, y por lo tanto sus necesidades de empréstito, pero no pueden reembolsar sus deudas sin crecimiento, lo cual es muy difícil de lograr con todos esos recortes. Se encuentran en una situación única: un país verdaderamente soberano, con su propia moneda, devaluaría y reiniciaría el crecimiento, algo que estos países hicieron a menudo en el pasado. Un estado verdaderamente confederado se aprovecharía de la fortaleza del resto. Pero estos países únicamente

pueden aplicar una devaluación interna muy lenta, mediante el recorte de los salarios, año tras año, y mediante el aumento del desempleo, destruyendo de esta forma el crecimiento. Reciben una ayuda muy limitada de sus socios (hasta la fecha, sólo más préstamos, y cero ayudas). Es muy probable que Europa tarde mucho tiempo en volver a un crecimiento sano. Y este es, posiblemente, el mejor de los casos. No es difícil imaginar otros casos (fuga de capitales, disturbios sociales, ruptura desordenada del euro e impago) que serían mucho peores. Los países europeos no son como Argentina, que es probablemente el país más rico del mundo. No pueden dejar de pagar sus deudas y limitarse a empezar a exportar petróleo y soja. La riqueza europea se basa en las relaciones comerciales a largo plazo en muchos sectores industriales y de servicios, con interrelaciones delicadas. El pronóstico no es bueno.

Comentarios sobre nuestros fondos

El hecho de que los problemas en Europa sean, al fin y al cabo, políticos, genera enormes incertidumbres en los mercados, que no pueden predecir qué hará la siguiente "cumbre definitiva del euro". Pero esto no afecta demasiado a la capacidad que tienen las empresas de nuestras carteras para obtener beneficios. Hemos seguido añadiendo algunas empresas de alta calidad, como por ejemplo Swatch, IBM y BHP, que creemos lo harán bien en cualquier escenario a largo plazo y pueden adquirirse a precios muy razonables. Todas ellas nos proporcionarán la rentabilidad de dos dígitos que deseamos, independientemente de los problemas antes indicados.

Nuestra inversión en piscifactorías de salmón quizás merezca una mención especial. Iniciamos esta inversión hace algunos meses, después de hacer un seguimiento cuidadoso del sector durante más de dos años. Nuestra tesis de inversión parece que está dando sus frutos y las acciones de Marine Harvest Group, la mayor piscifactoría del mundo, han subido un 40% en los últimos dos meses. Seguimos creyendo que podemos ganar mucho dinero en este sector.

El fondo Natural Resources continúa su pauta de extrema volatilidad. El primer trimestre fue positivo y el segundo, negativo. No es que hayan cambiado mucho las cosas: los precios del petróleo a largo plazo se mantienen entre 90 y 100 dólares por barril; el cobre se mantiene por encima de 3 dólares por libra y con una tendencia al alza. Continuamos nuestro esfuerzo de diversificación, incrementando nuestras posiciones en piscifactorías de salmón, aceite de palma y fertilizantes. Estamos analizando ahora determinadas empresas especializadas en productos lácteos y suministros muy específicos para las industrias minera y petrolífera.

El fondo Stability está demostrando su estabilidad (desde un punto de vista técnico, su beta es de 0,03). Aún esperamos pagar un dividendo de 5

CHF al final del año. Su objetivo sigue siendo el de una rentabilidad anual del 10%, con baja volatilidad.

Entonces, ¿es distinto esta vez?

Seguimos diciendo a nuestros inversores que nuestras carteras deberían proporcionar una rentabilidad a largo plazo de entre el 10% y el 12%, una vez descontados todos los gastos. Estamos convencidos de ello, y también bastante seguros de que lo lograremos con mucha menos volatilidad que en el pasado. Sin embargo, teniendo en cuenta los problemas macroeconómicos ya citados, los inversores hacen muy bien en preguntarse “¿será posible lograr esta rentabilidad?”

Nos gustaría insistir (con datos actualizados) en algo que ya publicamos hace algunos años. La Figura 9 muestra los dividendos en efectivo pagados, año tras año, por las empresas incluidas en el índice Standard & Poor's 500 en los últimos 52 años. Utilizamos este índice puesto que tiene las mejores series de datos, pero cualquier otro índice mostraría resultados similares.

Una inversión de 1 millón de dólares en 1960 pagaría algo más de 800.000 dólares en dividendos este año. La rentabilidad acumulada por dividendos, no reinvertida, es decir, transformada en efectivo y gastada cada año, habría sido ligeramente superior a 10 millones de dólares. El precio de mercado actual de las acciones adquiridas sería de 24 millones de dólares. Si los dividendos se hubieran reinvertido, la inversión original tendría un valor en torno a los 100 millones de dólares.

Figura 9: Dividendos del S&P 500, desde 1960, en USD

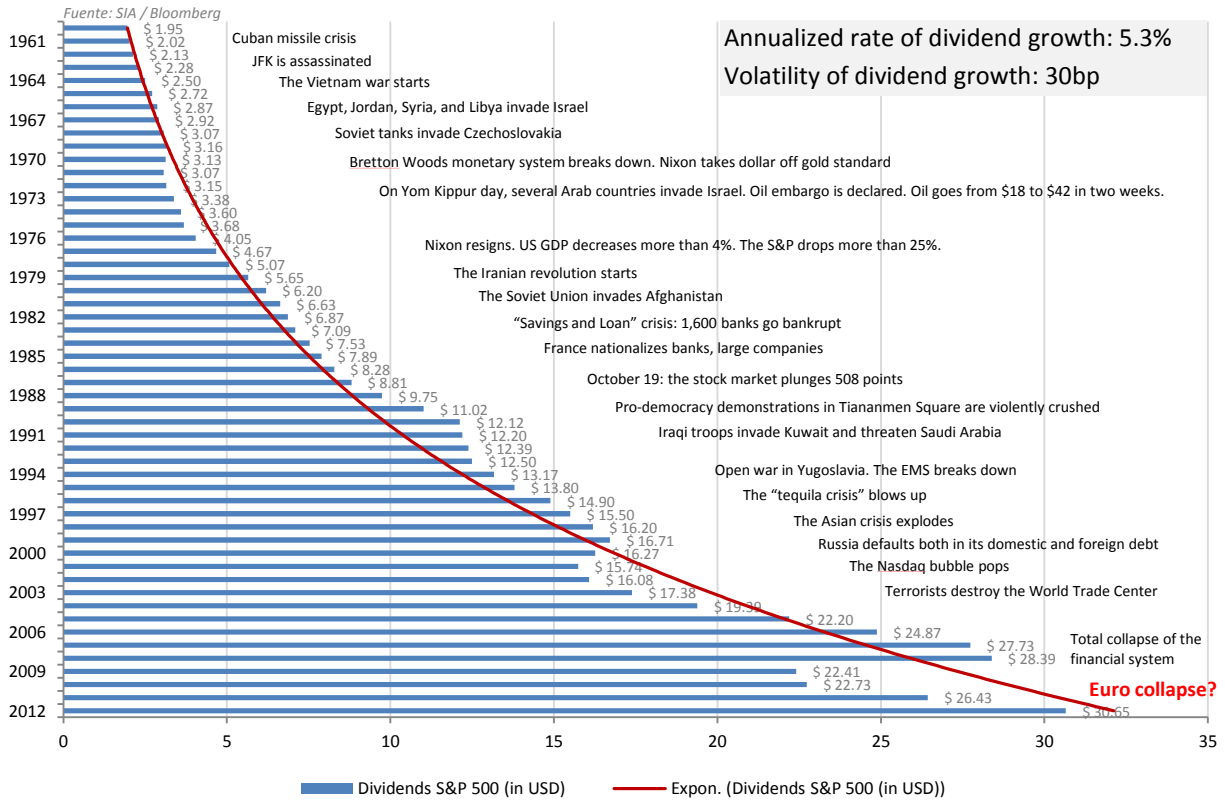
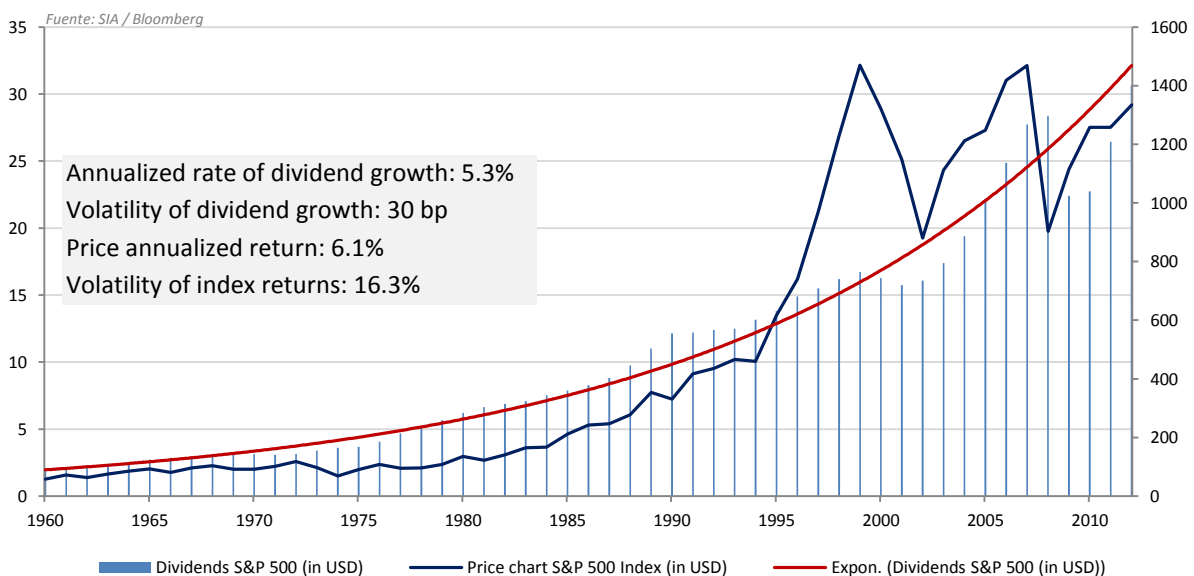


Figura 10: Índice S&P 500 y dividendos, desde 1960, in USD

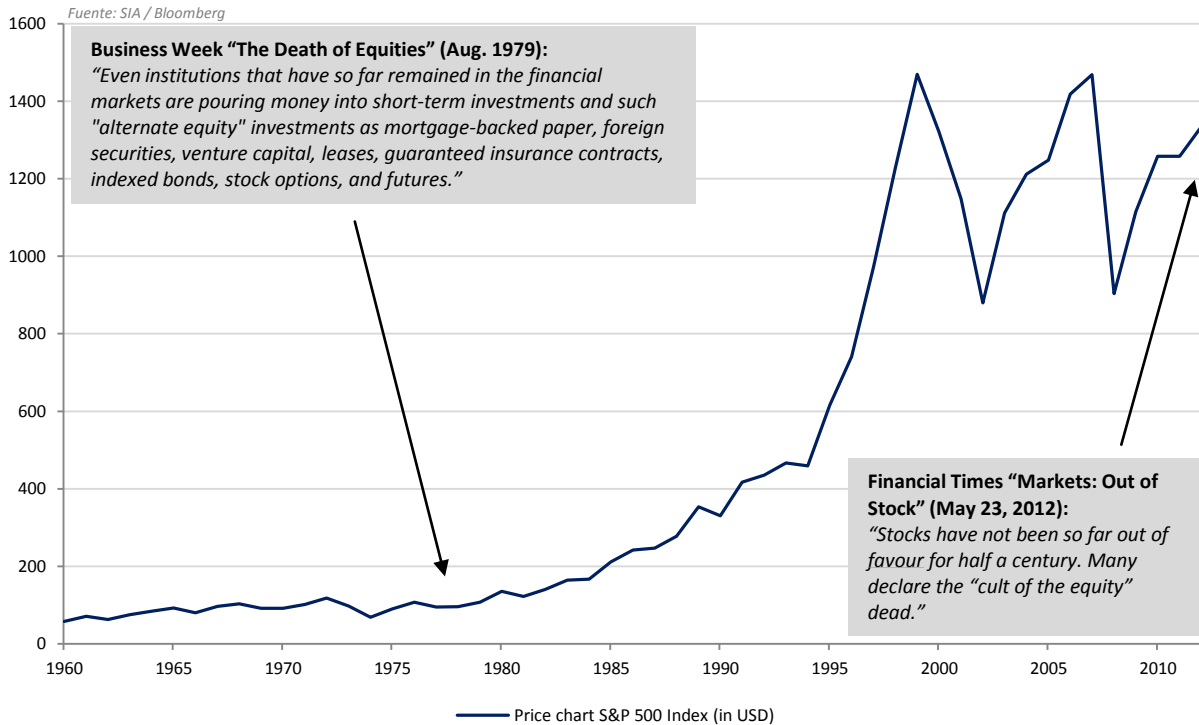


Se trata, naturalmente, de la magia de la capitalización de los intereses, como todo el mundo sabe. Lo que nos llama poderosamente la atención en las figuras 9 y 10 son dos cuestiones que los inversores en renta variable harían bien en no olvidar:

1. La enorme regularidad de los dividendos. Simplemente, crecen alrededor de un 5% al año, con una desviación muy pequeña. Esto pone coto a la idea de que la inversión en renta variable es "arriesgada": ¿cuántas empresas conoce el inversor que hayan logrado, con regularidad, una rentabilidad en efectivo como esa en los últimos 52 años?
2. El entorno altamente turbulento en el que se realizaron muchos de esos pagos. Tendemos a pensar que se trata del fin del mundo, teniendo en cuenta todos los problemas que sufre la economía mundial hoy en día. Sin embargo, a tenor de los acontecimientos enumerados en la figura, se han producido en el pasado bastantes "cosas malas": varias guerras entre árabes e israelíes, periodos de altísima inflación, profundas recesiones, rupturas de sistemas monetarios europeos, el peor colapso del mercado y de la economía real en tres generaciones, etc., etc. Y los dividendos siguieron pagándose, sin falta, pese a todos esos acontecimientos.

¿Será esta vez distinto? Es posible; nadie puede conocer el futuro. Y cuando decimos "nadie", incluimos a los periodistas y autores con influencia: véase la figura 11.

Figura 11: Índice S&P 500, desde 1960, en USD



El objetivo de cualquier inversor es el de incrementar su capital una vez transcurrido un plazo determinado. Estamos convencidos de que los propietarios de empresas tan diversas como Nestlé y Swatch, Occidental Petroleum y Apple, Potash Corporation y Zurich Insurance Group, echarán la vista atrás dentro de diez años y verán que su dinero al menos se habrá duplicado, con un riesgo real muy pequeño, independientemente de lo que hayan hecho los mercados durante ese tiempo.

Cifras de las clases en USD

Tabla 3: Valor liquidativo – Activos gestionados en USD

Junio 2012	VL	Δ 3 meses	Δ hasta la fecha	Rentab. anualizada desde la creación	Activos gestionados (en millones)
LTIF Classic [USD]	295.91	-6.60%	7.47%	12.07%	299.85
LTIF Alpha [USD]	175.85	-7.09%	2.59%	4.12%	38.64
LTIF Natural Resources [USD]	111.78	-20.84%	-13.26%	-2.32%	54.25
LTIF Emerging Market Value [USD]	98.47	-11.36%	2.02%	-25.12%	6.54
MSCI World Index TR [USD] (Bloomberg GDDUWI)	4'331.16	-4.86%	6.29%	4.52% *	* fecha de creación de Classic

Figura 12
LTIF – Classic USD

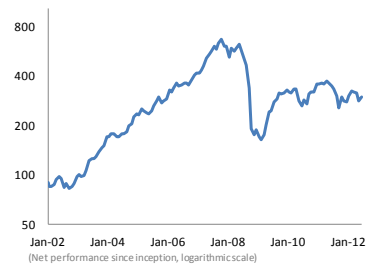


Figura 13
LTIF – Alpha USD

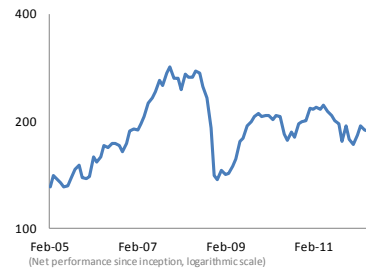


Figura 14
LTIF – Natural Resources USD

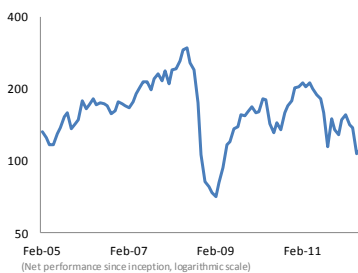
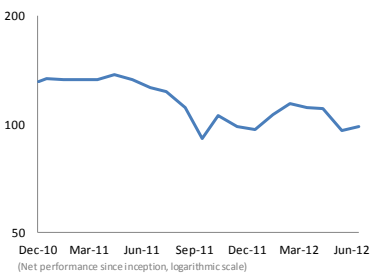


Figura 15
LTIF – Emerging Market Value USD



Cifras de las clases en CHF

Tabla 4: Valor liquidativo – Activos gestionados en CHF

Junio 2012	VL	Δ 3 meses	Δ hasta la fecha	Rentab. anualizada desde la creación	Activos gestionados (en millones)
LTIF Classic [CHF]	280.07	-2.19%	8.77%	6.26%	283.81
LTIF Alpha [CHF]	166.44	-2.70%	3.84%	0.97%	36.58
LTIF Natural Resources [CHF]	105.80	-17.11%	-12.20%	-5.03%	51.35
LTIF Emerging Market Value [CHF]	93.20	-7.18%	3.27%	-27.03%	6.19
LTIF Stability Growth [CHF] <i>Rentabilidad total (incl. dividendo)</i>	184.60	-0.27%	4.95%	3.64%	21.75
LTIF Stability Income Plus [CHF]	184.60	-0.27%	4.95%	-	1.65
MSCI World Index TR [CHF] <i>(Bloomberg GDDUWI)</i>	4'112.00	0.04%	7.50%	-0.86% *	<i>* fecha de creación de Classic</i>

Figura 16
LTIF – Classic CHF

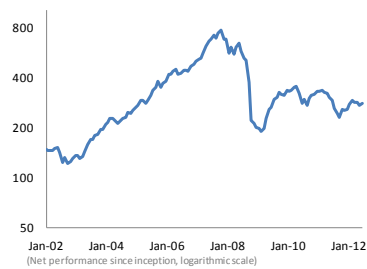


Figura 17
LTIF – Alpha CHF

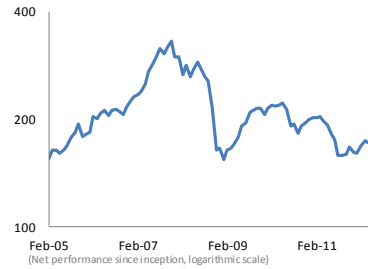


Figura 18
LTIF – Natural Resources CHF



Figura 19
LTIF – Emerging Market Value CHF

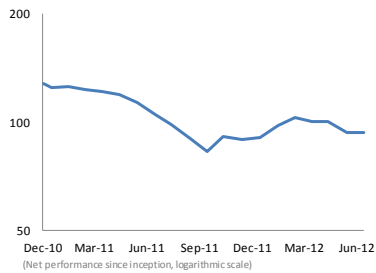


Figura 20
LTIF – Stability Growth CHF

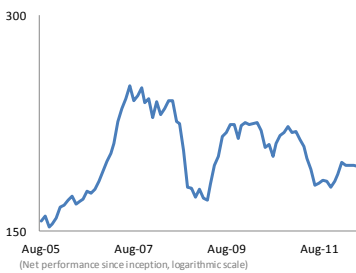
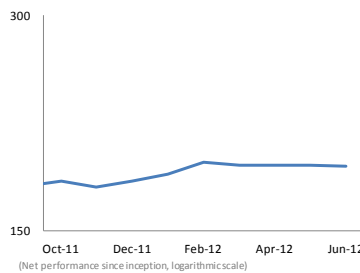


Figura 21
LTIF – Stability Income Plus CHF



Cifras de las clases en GBP

Tabla 5: Valor liquidativo – Activos gestionados en GBP

Junio 2012	VL	Δ 3 meses	Δ hasta la fecha	Rentab. anualizada desde la creación	Activos gestionados (en millones)
LTIF Classic [GBP]	188.66	-4.86%	5.51%	11.14%	191.17
LTIF Alpha [GBP]	112.10	-5.38%	0.72%	6.58%	24.64
LTIF Natural Resources [GBP]	71.27	-19.36%	-14.05%	0.46%	34.59
LTIF Emerging Market Value [GBP]	62.78	-9.71%	1.10%	-26.15%	4.17
MSCI World Index TR [GBP] (Bloomberg GDDUWI)	2'761.86	-2.98%	5.12%	3.89% *	* fecha de creación de Classic II

Figura 22
LTIF – Classic GBP

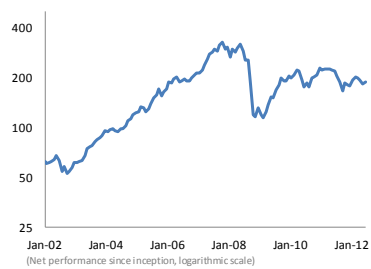


Figura 23
LTIF – Alpha GBP

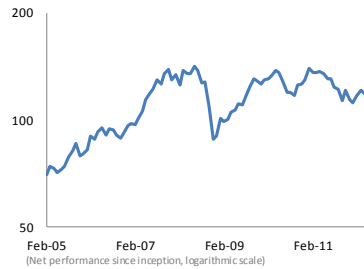


Figura 24
LTIF – Natural Resources GBP

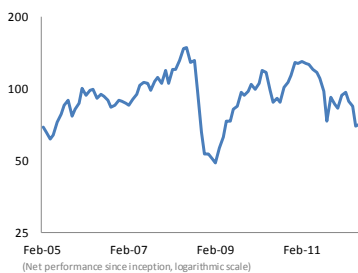
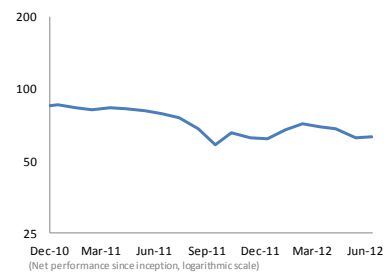


Figura 25
LTIF – Emerging Market Value GBP



Legal Notice – Luxembourg

Performance up to 31.05.06 is that of the BVI-based LTIF, of which the LTIF Luxembourg is an identical successor. Previous performance is audited by Ernst & Young. Reports are available from SIA Funds AG. Past performance is no guarantee of future trends. Long Term Investment Fund (LTIF) is an open-ended investment company of the umbrella type organized as a "société anonyme" under the laws of the Grand Duchy of Luxembourg and qualifies as a Société d'Investissement à Capital Variable ("SICAV") under Part I of the Luxembourg law of 20th December, 2002. It has four active compartments, called "Classic", "Alpha", "Natural Resources" and "Emerging Market Value", which fully resemble both the Long Term Investment Fund in BVI (classes "Classic" and "Alpha") and the Natural Resources and Emerging Market Value with regard to their investment objectives and operational structure. This Newsletter is only addressed to qualified private investors who have expressed a desire to receive it, and by no means constitutes an offer to sell financial products that may not be suitable for its readers.

LTIF – Classic EUR

ISIN: LU0244071956
Telekurs: 2'432'569
Bloomberg: LTIFCLA LX

LTIF – Classic USD

ISIN: LU0301247077
Telekurs: 3'101'820
Bloomberg: LTIFCLU LX

LTIF – Classic CHF

ISIN: LU0301246772
Telekurs: 3'101'817
Bloomberg: LTIFCLC LX

LTIF – Classic GBP

ISIN: LU0750886714
Telekurs: 18'032'305
Bloomberg: LTIFCLS LX

LTIF – Alpha EUR

ISIN: LU0244072178
Telekurs: 2'432'573
Bloomberg: LTIFALP LX

LTIF – Alpha USD

ISIN: LU0301247150
Telekurs: 3'101'828
Bloomberg: LTIFALU LX

LTIF – Alpha CHF

ISIN: LU0301246855
Telekurs: 3'101'824
Bloomberg: LTIFALC LX

LTIF – Alpha GBP

ISIN: LU0750887282
Telekurs: 18'032'344
Bloomberg: LTIFALS LX

LTIF – Natural Resources EUR

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

LTIF – Natural Resources USD

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

LTIF – Natural Resources CHF

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

LTIF – Natural Resources GBP

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

LTIF – Emerging Market Value EUR

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

LTIF – Emerging Market Value USD

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

LTIF – Emerging Market Value CHF

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

LTIF – Emerging Market Value GBP

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

Central Administration Agent:

FundPartner Solutions (Europe) S.A.
3, Boulevard Royal
L-2449 Luxembourg
Luxembourg

Investment Manager:

SIA Funds AG
Parkweg 1
CH-8866 Ziegelbrücke
Switzerland

Custodian:

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

Registered Office:

1, Boulevard Royal
L-2449 Luxembourg
Luxembourg

Legal Notice – Switzerland

Performance up to 30.09.06 is that of the LTIF BVI Fund, restated in CHF, of which the LTIF Stability is an identical successor. Previous performance is audited by Ernst & Young. Reports are available from SIA Group. Past performance is no guarantee of future trends. Long Term Investment Fund Stability (SIA Funds) was approved by the Swiss Banking Commission on July 13, 2006. The fund started trading denominated in Swiss Francs as of October 1st, 2006. This Newsletter is only addressed to qualified private investors who have expressed a desire to receive it, and by no means constitutes an offer to sell financial products that may not be suitable for its readers.

LTIF – Stability Growth

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

LTIF – Stability Income Plus

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

Administrator:

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

Investment Manager:

SIA Funds AG
Parkweg 1
CH-8866 Ziegelbrücke
Switzerland

Custodian:

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