

por acción: el cual, aunque conceptualmente sea menos exacto que los beneficios por acción, tiene la ventaja de que no está sujeto a ningún ajuste contable por nuestra parte (lo que, probablemente, fue lo que condujo a Warren Buffett a publicar la evolución del valor contable por acción de Berkshire Hathaway en la primera página de su informe anual y de su carta a los accionistas, y no la evolución de los beneficios y, ni siquiera, del precio de la acción). En la Figura 7 se presenta la evolución del valor contable por acción de nuestro fondo Classic (como complemento, incluimos la evolución del Berkshire Hathaway y del Classic expresada en dólares para facilitar la comparación, tal y como se muestra en la Figura 8).

Figura 7: Valor contable por acción del fondo LTIF Classic

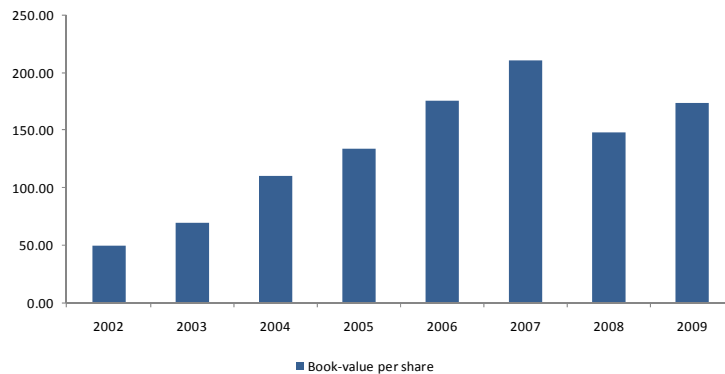
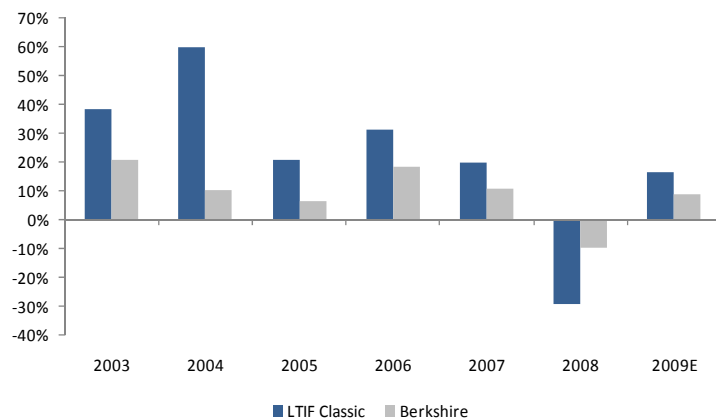


Figura 8: Evolución del valor contable por acción de Berkshire y LTIF Classic entre 2002 y 2009



El valor contable es un parámetro sumamente importante, que con frecuencia se pasa por alto. Si se llevan las cuentas correctamente (y efectivamente comprobamos que no existen maniobras de ingeniería contable), muestra el precio de compra, menos la amortización, de los activos de la sociedad. Un comprador de una acción de nuestro fondo Classic adquiere en torno a 175 € de valor en terrenos, maquinaria, efectivo, etc., neto de deuda. Por un precio de 227 € por acción, es un

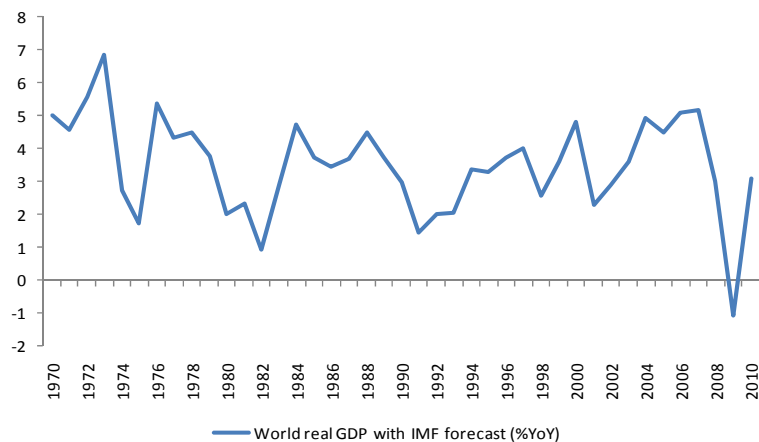
excelente negocio, dado que la rentabilidad esperada de esos activos está claramente por encima del 15%. Con el tiempo, la evolución del valor contable determina en gran medida la evolución de los precios de las acciones, si se incluyen los dividendos pagados. Por consiguiente, la experiencia de este ejercicio tan complejo desde un punto de vista económico muestra que podemos esperar incrementos sostenidos de nuestra riqueza neta y, por tanto, del precio de nuestras acciones. Creemos que es extremadamente importante que los inversores sean realistas ante lo que son nuestros fondos: la propiedad parcial de una serie de sociedades. Así pues, lo que importa a largo plazo no es lo que suceda con el precio de las acciones, sino con las propias sociedades. En este sentido, hemos tenido un año excelente, y nuestras expectativas para el próximo son, claramente, positivas.

Sin embargo, ¿se verán afectadas nuestras sociedades por el entorno económico?

El panorama de 2010

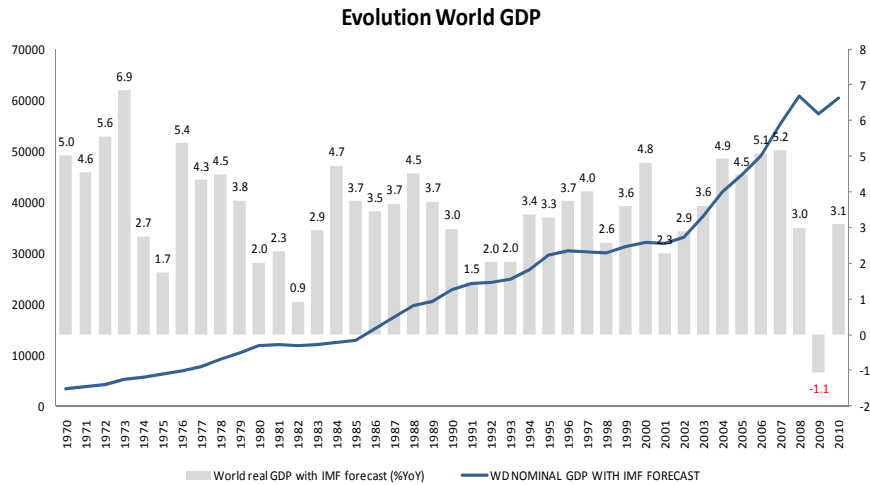
¿Cómo vemos la economía? Como casi siempre. Para comenzar con la variable económica de mayor escala, el PIB mundial, creemos que es bastante sensato predecir que crecerá entre un 2,5% y un 4%, cifra que está bien dentro de la media de los 30 últimos años, tal y como se ilustra en la Figura 9 a continuación.

Figura 9: Previsión del PIB real mundial del FMI (% interanual)



Como es evidente, esto es una media: algunos países realmente crecerán mucho más rápido que otros. Sin embargo, eso no es una novedad: todo el mundo espera que los mercados emergentes, sobre todo los famosos "BRIC" (Brasil, Rusia, India y China) crezcan más rápido, y que los países de la OCDE experimenten recuperaciones más lentas, acuciados por la elevada deuda y el envejecimiento de la población. Sin embargo, no debemos perder la perspectiva: Estados Unidos y Europa, de todos modos, tendrán un PIB ligeramente superior al de 2009, lo que significa que estarán en el rango del 1-2% de sus máximos históricos. Parece que, de repente, no somos pobres; si no, vean la Figura 10.

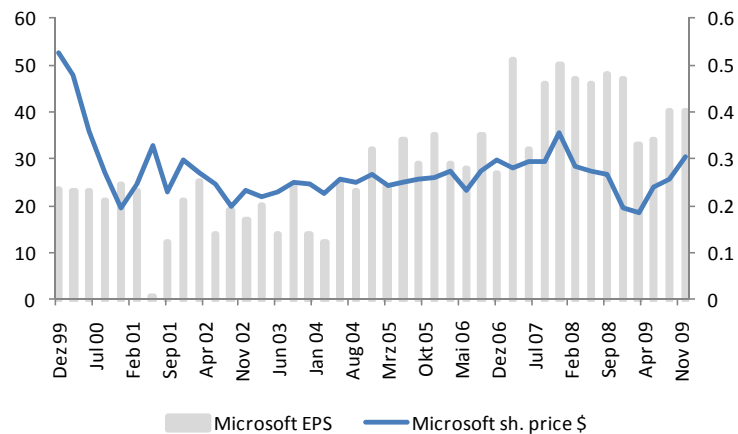
Figura 10: PIB mundial (fondos y crecimiento absoluto del ejercicio anterior 1970 – 2010)



Además de que una tasa de crecimiento mundial general esconde diferencias internacionales muy importantes, también impide ver cuestiones concretas de ciertos sectores y sociedades. Como hemos señalado en reiteradas ocasiones, la recesión de la que estamos saliendo va a dejar a muchos sectores con un escenario adverso de exceso de capacidad, que necesitará tiempo para corregirse. Sin embargo, algunos sectores están en buenas condiciones y la generalización no tiene, así pues, mucho sentido; a pesar de que los inversores generalizan cada vez más.

La moda actual son los "ETF" (*exchange traded funds*) que, en muchos casos, son simples índices sectoriales. Por eso, los inversores que creen que la energía puede ser una buena inversión, compran un "ETF de energía", lo que sencillamente conlleva comprar mayoritariamente sociedades productoras de petróleo. Es un enfoque muy arriesgado de invertir, que puede terminar mal (como ocurre con la mayoría de las modas de inversión). Sin un análisis detallado de la economía de al menos una parte de las sociedades del sector energético, y una comparación entre esos análisis y los precios de las acciones de las compañías, es imposible saber si comprar "ETF de energía" es o no una buena idea. Por descontado, los "inversores de ETF" pueden tener razones de más o menos peso para creen que quizá los precios del petróleo vayan a subir en el futuro. Sin embargo, ¿cómo saben que esa subida no está ya incluida en los precios que están pagando por las acciones? ¿Recuerdan cuando Internet iba a cambiar el mundo en 1999? Pues bien, realmente fue así, aunque, en aquel momento, los precios de las acciones ya habían descontado ese hecho. Si alguien hubiera pronosticado en 1999 que Microsoft mantendría su liderato en el negocio informático en la siguiente década hubiera tenido toda la razón: sus beneficios aumentaron más del doble en ese periodo. Sin embargo, invertir en acciones de Microsoft a los precios que tenían en 1999 no era una buena idea, como se muestra en la Figura 11.

Figura 11: Precio de la acción y BPA de Microsoft de 1999 a 2009



No hay forma de librarse de la difícil tarea de tratar de entender las sociedades, su negocio y sus perspectivas, si queremos que invertir signifique algo más que apostar dinero en el último concepto de moda. Una vez realizado un análisis individualizado, los inversores se dan cuenta de que las inclinaciones del mercado (la recesión, la salida de la recesión) pueden tener un gran impacto en el precio de las acciones, pero que no afectan mucho a los resultados económicos de las sociedades a largo plazo. El resultado neto de que cada vez más inversores sigan esta tendencia y sustituyan los vocablos de moda por el análisis ("de-risking," "de-coupling," "de-thinking?") será un aumento gradual de las oportunidades para encontrar valor. Esperamos que las óptimas rentabilidades a largo plazo de nuestros inversores sigan siendo elevadas o que incluso aumenten.

Comentarios sobre nuestra cartera

En el ejercicio pasado, hemos introducido una serie de sociedades en nuestra cartera que creemos que aumentan su valor. Vamos a revisar algunas de nuestras posiciones más importantes por sector:

Industria. Se trata de uno de los sectores más "engañosos" en todo el mundo. Muchos líderes históricos se enfrentan a un exceso de capacidad y, en nuestra opinión, al creciente desafío que representan las empresas de los mercados emergentes. Cabe destacar que una sociedad como la china Huawei haya ido aumentando su cuota de mercado en el sector de los equipos de telecomunicaciones no sólo en China, sino también en Occidente, incluidos los países escandinavos, de donde son

Ericsson y Nokia. Se trata de un fenómeno que va a seguir produciéndose.

Por eso, si tenemos que ser muy selectivos en general, en el sector industrial todavía más. Nuestra principal inversión en este sector es CAF, el fabricante español de trenes ligeros y tranvías. La sociedad está obteniendo unos resultados extraordinariamente buenos, y cuenta con una cartera de pedidos que alcanza ya los cinco años, lo que le proporciona una posición financiera extremadamente sólida (la tesorería neta equivale a casi la mitad de la capitalización bursátil), y una posición competitiva muy fuerte. El número de contratos de mantenimiento, que son inherentemente estables y altamente rentables, está creciendo a medida que aumenta su cartera de clientes. Tuvimos suficiente suerte como para comprar la mayor parte de nuestra posición a menos de 200 € por acción durante la crisis de pánico de marzo. Ahora cotizan a casi el doble. Creemos que todavía conservan bastante valor. Las fábricas en España, Estados Unidos y Francia, así como las instalaciones de mantenimiento local en México, Argentina, Reino Unido y Portugal, indican una buena capacidad de crecimiento, al igual que la creciente demanda de un medio de transporte colectivo limpio y seguro en ciudades de todo el mundo.

Una pequeña empresa, llamada Wasion, es una de las ideas que nos está proponiendo nuestra oficina de Singapur. Con base en China, fabrica medidores eléctricos, de los que sigue habiendo una gran carencia en el país, dado que antes en la mayoría de las viviendas no se medía el consumo energético. Las acciones han subido mucho de precio este año (se han más que cuadruplicado), pero siguen cotizando a un precio muy razonable.

Bienes de consumo. Una inversión muy rentable en esa zona ha sido Cermaq, productor de salmón, con sede en Noruega, al igual que Inditex, propietaria, entre otras, del imperio de la moda de sport Zara. Estas empresas son muy diferentes, pero ambas podían comprarse a precios muy bajos. La buena noticia es que el precio de las acciones está subiendo muy rápido. Lo malo es que no queda mucho valor en ellas, por lo que ya estamos trabajando para encontrarles sustitutas.

Por otra parte, Steinhoff, un fabricante de mobiliario de gama media-baja, sigue siendo muy barato, a pesar de haberse duplicado el precio de su acción desde que lo compramos.

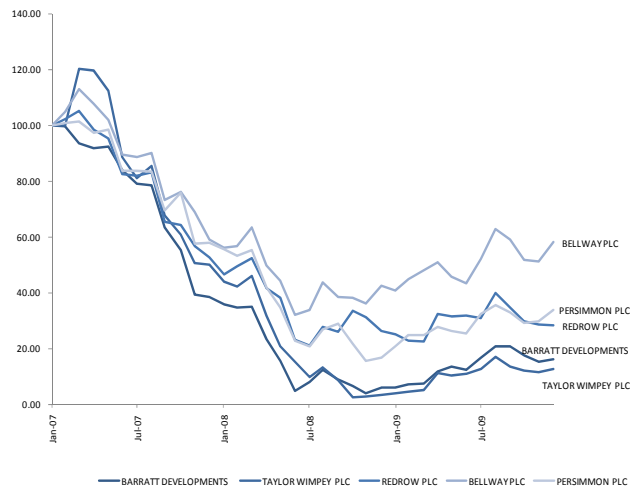
Sanidad. Por lo general, se trata de un sector que los inversores de "valor" no tocan, algo por lo que también nos hemos caracterizado en el pasado. Hay dos motivos fundamentales: siempre ha sido caro, porque combina estabilidad y crecimiento; y, en algunas áreas, existen riesgos "tecnológicos": los nuevos tratamientos pueden hacer caer en la obsolescencia a los productos de una empresa. En 2008-2009, las acciones del sector cayeron, como consecuencia de

Newsletter Diciembre 2009

liquidaciones generales en los mercados y de los temores al impacto de la reforma del sistema sanitario estadounidense. Ha sido un esfuerzo tremendo analizar empresas que nunca habíamos estudiado antes, pero el gran equipo de analistas que hemos formado ha hecho posible este tipo de análisis. Muchas de nuestras inversiones en esta área han tenido tanto éxito que ya hemos vendido las acciones, al llegar al punto en que creíamos que quedaba poco valor por obtener de ellas. Estas sociedades han sido: Synthes, Tecan, IMS Health y Novo Nordisk. Todavía tenemos algunas inversiones en esta área, y esperamos que aumenten en los próximos meses, dado que hemos encontrado precios de entrada atractivos.

Otra adición importante a nuestra cartera (más del 5%) durante este año ha sido una vieja conocida: la construcción en el Reino Unido. El sector quedó totalmente destruido el ejercicio pasado: los precios de las viviendas cayeron más del 20%, lo nunca visto en un espacio de tan pocos meses y, como es lógico, los volúmenes desaparecieron, dado que nadie quiere comprar cuando los precios se encuentran en caída libre. Para colmo, la banca británica en su conjunto estaba prácticamente en bancarrota, lo que dificultaba enormemente el acceso a la financiación mediante hipotecas. Como no es de extrañar, las sociedades que se habían endeudado se vieron muy próximas a la quiebra y todas dejaron de hacer dinero. Los precios de las acciones cayeron en picado (véase en la Figura 12 el precio de las acciones de los principales operadores).

Figura 12: precios de las acciones (rebasados) de los principales constructores residenciales, 2007-2009



Seguimos estos acontecimientos muy de cerca y fijamos precios de entrada basándonos en lo que pensamos que serían los precios reales de las viviendas, a juzgar por la oferta, la demanda y los niveles asequibles. Una característica muy positiva del mercado británico es que no hay un excedente de viviendas sin vender. De ahí que el reducidísimo nivel de operaciones en el suelo del mercado fuera claramente insostenible: después de todo, la gente debe mudarse cada cierto tiempo, dados los nacimientos, las muertes, los divorcios, los traslados por trabajo, etc. Y, dado que no existe un excedente, cualquier incremento de la actividad tendría que traducirse en nueva construcción. Ya ha sucedido, y estamos convencidos de que hemos podido comprar empresas con "bancos de terrenos" muy extensos a un precio inferior al que alcanzarán esos terrenos en el mercado: los precios de la vivienda han estado subiendo los últimos meses. Si efectivamente hemos comprado en lo más bajo, tenemos casi garantizada una óptima rentabilidad.

El de las Telecomunicaciones es otro sector nuevo para nosotros. Las inversiones en él no suelen tener la rentabilidad del 15% que buscamos, pero la estabilidad del negocio es excelente, y hemos podido encontrar empresas muy sólidas con rentabilidades en dividendos por encima del 6%. Hemos comprado y vendido Telefónica, ya que había llegado a su precio objetivo, pero hemos mantenido Vivendi, KPN y Swisscom. En un campo tecnológico relacionado, hemos comprado acciones de Accenture a precios muy bajos. Todavía las mantenemos.

Los otros sectores en los que hemos invertido y que ofrecen estabilidad a la cartera son los suministros públicos y las carreteras. Suelen ser negocios estables que generan flujos de

Newsletter Diciembre 2009

efectivo y que tienden a ofrecer buenos dividendos y a crecer muy moderadamente. Pero en el ataque de pánico de marzo, encontramos algunas empresas de estos sectores a muy buen precio. Por ejemplo, la concesión de autopistas italiana Atlantia tuvo unos meses flojos a finales de 2008 y a comienzos de 2009: el tráfico disminuyó en un 3,5%. El mercado supuso inmediatamente que era el fin del negocio. Pero esa conclusión pasaba por alto el hecho de que en esos meses había tocado fondo la recesión más profunda que hemos sufrido en una generación y que, en enero-febrero de 2009, el norte y el centro de Italia sufrieron las mayores nevadas en décadas. Pensamos que la recesión no duraría para siempre y sabíamos que dejaría de nevar cuando llegara el verano. Con seguridad, el tráfico se recuperaría y, con él, el precio de las acciones. Para que se hagan una idea de lo equivocado y corto de miras que puede ser el mercado: compramos las acciones a 10 €, y las vendimos seis meses después por 17 €. Y se trata de un negocio monopolista cuyos beneficios, por ley, no varían prácticamente de un año para otro.

Pero, además de esas rentabilísimas acciones, encontramos otras en el sector de suministros y carreteras con buen crecimiento, sobre todo en los mercados emergentes. Hemos invertido en sociedades de carreteras chinas; algunas compañías de suministros europeas sujetas a regulación, y algunas sociedades de distribución y producción brasileñas. Una de ellas, Coelce, paga dividendos del 12% al año, que creemos que es una cifra sostenible. No es el 15% que queremos, pero un 12% en efectivo no está tan mal, sobre todo en un país con excelentes perspectivas de crecimiento.

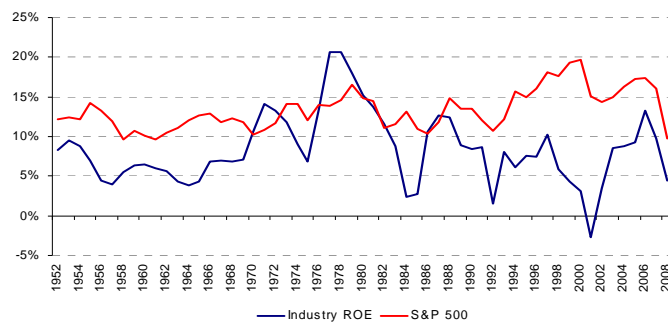
Mantenemos nuestra posición relativamente amplia en algunas empresas de recursos naturales, sobretudo productoras de petróleo, cobre y carbón. La demanda de estos productos va en continuo aumento a medida que el mundo avanza en su proceso de urbanización, y la oferta cuenta con serias limitaciones. El efecto resultante, inesperado para los inversores que no siguen el balance de la oferta y la demanda, ha sido el aumento de sus precios a niveles no alejados a los vigentes antes de la crisis del 2008. Creemos que estos precios son más que sostenibles, con claras posibilidades de aumento en el futuro. De ser así, nuestras sociedades resultarían extremadamente rentables. Sin duda, es otra área en la que es crucial discriminar: no todos los productos generarán la misma rentabilidad, dado que la situación de la oferta varía mucho, como ya hemos comentado.

Por último, mantenemos nuestra amplia posición en el sector seguros y, sobretudo, en las compañías de reaseguro. Creemos que este sector está infravalorado por varios motivos. En primer lugar, las sociedades han estado muy mal gestionadas durante la pasada burbuja del mercado de valores: hace 10 años, muchas compañías eran felices perdiendo dinero en su cartera de seguros básica mientras eso significara conseguir acceso a la "flota" (las primas de seguro pagadas previamente

por sus clientes) e invirtiéndola en un mercado bursátil en auge. Cuando el mercado se hundió en el año 2000, muchas aseguradoras estuvieron al borde de la quiebra y tuvieron que llevar a cabo grandes emisiones de acciones con efectos dilusivos.

Además de estas maniobras especulativas (que se han evitado de manera general desde entonces), han sido muy indisciplinadas con los precios. La cantidad de riesgo que puede asegurar una compañía depende de su capital. Tras unos años de óptimos resultados, las compañías contaban con un generoso capital, ya que mantenían los beneficios obtenidos. Pero la demanda de seguros no aumenta mucho de un año para otro, por lo que las compañías históricamente han ido bajando sus precios para "vender" su nueva capacidad. Esto, como es obvio, termina generando pérdidas, lo que reduce el capital y, así, la capacidad, lo que lleva a las compañías a subir los precios. Esta es la esencia del "ciclo de los seguros", que no está relacionado con el ciclo económico. Esta falta de disciplina se refleja en la baja rentabilidad de los recursos propios (ROE) registrada tradicionalmente por el sector, como se muestra en la Figura 13:

Figura 13: Rentabilidad de los recursos propios del sector seguros

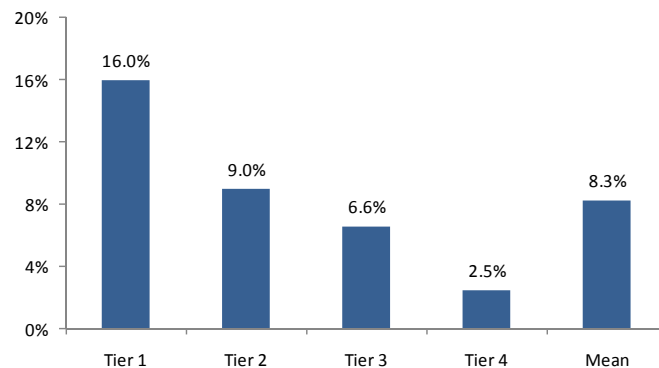


Además de estos "fallos históricos", los inversores se enfrentan a un sector que es muy difícil de analizar. En la mayoría de los países, las compañías saben más o menos cuáles son sus beneficios en un corto espacio de tiempo: fabrican algo y lo venden, y los beneficios equivalen a la diferencia entre el precio de venta y los costes incurridos. Por supuesto, existen todo tipo de convenciones contables a la hora de estimar los costes, pero la mayor parte de los mismos ya se ha producido. Un asegurador, por el contrario, "vende" un contrato de seguro y no sabe cuánto tendrá que pagar, si es que paga algo. El contrato puede ser todo beneficio o catastróficamente deficitario. Por consiguiente, deben realizarse hipótesis estadísticas (actuariales) sobre los costes futuros basándose en la experiencia pasada. Estas hipótesis pueden ser más o menos precisas, pero también llevan a desviaciones entre los beneficios que declaran las compañías en un ejercicio y en lo

que se quedan realmente esos beneficios cuando se liquida todo años después. A los inversores no les gusta esta incertidumbre y reducen el precio que están dispuestos a pagar por las acciones de estas compañías.

Pero todos estos problemas son oportunidades para los inversores de valor. Como se presenta en la Figura 14 más abajo, la escasa rentabilidad de los recursos propios que se presentan en la Figura 13 anterior es una media: algunas compañías son mejores que otras.

Figura 14: Rentabilidad de los recursos propios del sector P&C estadounidense. Datos basados en la media 1997-2008



Hemos estado trabajando más de un año en perfeccionar nuestras técnicas de análisis particulares, con las que estudiamos estas sociedades. Creemos que tenemos una clara visión de las distintas acciones y que podemos invertir el dinero de nuestros clientes de forma rentable y segura. Estas sociedades cotizan a múltiplos muy bajos y muchas de ellas pagan excelentes dividendos, como se muestra en la tabla 2.

Tabla 2: Rendimiento en dividendos de las compañías aseguradoras (12 meses consecutivos)

Compañía	Rendimiento en dividendos 12 meses
CATLIN GROUP LTD	7,7%
MUENCHENER RUECKVER AG-REG	5,1%
AMLIN PLC	4,9%
BEAZLEY PLC	6,7%
ZURICH FINANCIAL SERVICES AG	4,9%
LANCASHIRE HOLDINGS LTD	17,2%
VALIDUS HOLDINGS LTD	3,0%
FLAGSTONE REINSURANCE HOLDING	1,5%
AXIS CAPITAL HOLDINGS LTD	2,9%

Una última consideración: las acciones de estas sociedades tienen un comportamiento muy poco relacionado con el resto de nuestra cartera, lo que le brinda una función atípica de diversificadoras.

A finales de enero, realizaremos presentaciones públicas de nuestro análisis del sector y de nuestras inversiones en Ginebra y Zurich. Se invita a los inversores que estén interesados y no puedan asistir a solicitar los materiales que utilizaremos en la presentación.

Como es natural, tenemos más sociedades en la cartera (los fondos Classic, Alpha y Stability cuentan ahora con inversiones en 70 sociedades), que no han sido incluidas en esta *newsletter*. Aumentan nuestro grado de diversificación y van de los distribuidores de acero (Kloekner) a los fabricantes de juegos electrónicos (Nintendo), de los operadores ferroviarios y de autobuses (Firstgroup plc) a los fabricantes textiles (Li Heng). En nuestra opinión, todas cumplen la doble norma: buena rentabilidad y bajo precio en la actualidad. En general, la rentabilidad a largo plazo prevista para nuestra cartera, basándonos en la previsión de beneficios de las sociedades, se sitúa por encima del 16% anual.

Perspectivas de futuro

Nuestra premisa básica es que el éxito a largo plazo depende mucho más de la selección de valores que del intento de adivinar las idas y venidas del mercado. Se puede perdonar a cualquier inversor que se haya enfrentado a las fluctuaciones de los dos últimos años y que haya pensado que lo importante es cogerle los tiempos al mercado. Después de todo, ¿a quién no lo hubiera gustado haber vendido todo en junio de 2008 para reincorporarse al mercado en marzo de 2009? Los rendimientos hubieran sido espectaculares. Nuestro fondo Classic, por ejemplo, tendría un Valor liquidativo por acción de más de 800 € ahora, en lugar de 228 €. Pero eso no es invertir, sino jugar a la lotería (y eso es

más rentable todavía ... si se escoge el número acertado). Invertir es poner el dinero a trabajar en un buen negocio, entrando a un precio razonable, y dejando crecer el negocio. Si el negocio cotiza en Bolsa, su precio fluctuará mucho de vez en cuando. Pero, al final, los precios de las acciones siempre reflejan el valor intrínseco.

Ahora podemos mirar a nuestro "historial", como solíamos hacerlo al final del año. Alguien que hubiera invertido con nosotros cuando lanzamos nuestro fondo Classic hace ocho años, habría más que duplicado su dinero en términos de apreciación de la acción. En realidad, el resultado es mejor, ya que el valor contable ha crecido un 250%, frente al 130% de las acciones, y el precio de las acciones se equiparará antes o después (ya lo está haciendo, como demuestra la apreciación de este año). En términos anualizados, las acciones han subido un 11% desde la creación, incluyendo una caída en 2008 que es muy poco probable que vuelva a producirse en los próximos ocho años. Si traducimos la rentabilidad a dólares, que es como se presentan la mayoría de los fondos, estas serían algunas de las comparaciones; creemos que ponen de manifiesto la validez a largo plazo de nuestro enfoque.

Tabla 3: Comparación (rentabilidad total)

Sociedad	Indexado en USD		Tasa de crecimiento anualizada %
	fecha valor 14.01.2002	fecha valor 31.12.2009	
LTIF SIA CLASSIC USD	100	363	17,6
BERKSHIRE HATHAWAY 'A'	100	134	3,8
MSCI WORLD US\$ - TOT RETURN IND	100	143	4,6
FRANK RUSSELL 1000 (FRC) - TOT RETURN IND	100	119	2,2
S&P 500 COMPOSITE - TOT RETURN IND	100	114	1,7
	Indexado en €		
LTIF SIA CLASSIC EUR	100	228	10,9
DJ EURO STOXX - NET RETURN	100	111	1,3

¿Generarán los próximos 8 años más de un 15% anual? No lo sabemos. Pero la rentabilidad prevista para nuestras acciones claramente indica que deberíamos obtener esa rentabilidad. Por supuesto, será volátil, pero eso no le importa realmente a un inversor a largo plazo. De hecho, como ya hemos explicado muchas veces, la volatilidad sólo proporciona buenos puntos de entrada y salida que permiten a los inversores que saben lo que hacen aumentar su rentabilidad prevista. En la mayoría de los "rankings" (Bloomberg, Morningstar), nuestros fondos aparecen entre el primer 5% a 1% de todos los fondos comprobables del mundo cuando se miden a más de 1 ó 3 años (no hay estadísticas oficiales anteriores). De hecho, el instituto suizo VZ Vermögenszentrum ha publicado recientemente un análisis de todos

los fondos registrados en Suiza, teniendo en cuenta la apreciación pero también el riesgo, y nuestro fondo Stability ha resultado ser el mejor, con mucha diferencia, en la categoría de "Renta Variable Global".

Comentarios sobre nuestros fondos

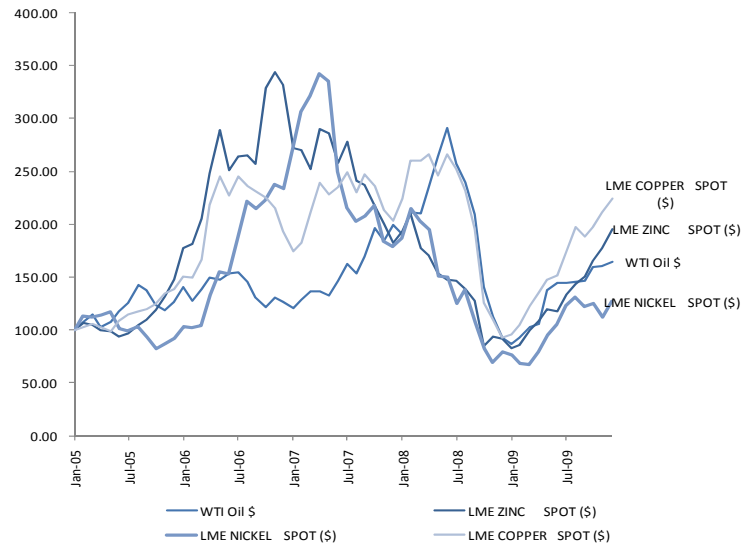
El fondo Stability, denominado en francos suizos, ha mostrado un excelente rendimiento en 2009. Desde su creación, ha subido un 36%, y ha recuperado casi por completo la caída de 2008. En 2009, nos hemos beneficiado de oportunidades muy buenas en el mercado de bonos de empresa y hemos pulido nuestras estrategias de cobertura. Sinceramente creemos que una apreciación anual de un dígito alto o dos dígitos bajos, con muy poca volatilidad, es posible, a pesar de las fluctuaciones de los últimos dos años.

Nuestros fondos de "recursos" han experimentado dos años aún más increíbles que los de nuestros fondos generalistas. Tras el hundimiento total de las valoraciones en 2008, han subido más del 110% en el caso del fondo Energy y del 250% en el caso del fondo Mining en 2009. Son un ejemplo extremo de la exagerada reacción del mercado: la mayoría de nuestras sociedades están haciendo más o menos lo que esperábamos de ellas hace dos años. Por eso, la mayor parte de la caída y recuperación de su precio es, por así decirlo, injustificada. Lo interesante es que las acciones todavía siguen estando muy por debajo de su nivel de junio de 2008, un nivel que creíamos (y seguimos creyendo) que estaba justificado. Eso significa que, a pesar de la rápida apreciación de 2009, todavía queda mucho valor en ellas.

Pero, como ya se ha mencionado, también debemos ser muy selectivos en este terreno. Realmente no nos gustan las discusiones de "productos" como oportunidades de inversión si no se diferencian los distintos materiales. La apreciación se deriva del desequilibrio entre la oferta y la demanda. Como hemos explicado en muchas ocasiones, el crecimiento de la demanda es bastante constante y similar en todos los productos, ya que está estrechamente relacionado con el crecimiento del PIB mundial, que apenas cambia. Pero la oferta varía mucho de un producto a otro. Algunos abundan, y sólo se necesitan algunos céntimos de precios fuertes para provocar una importante respuesta en la oferta, volviendo a bajar los precios (en algunos casos, incluso por debajo de los precios iniciales, si la oferta ha crecido demasiado).

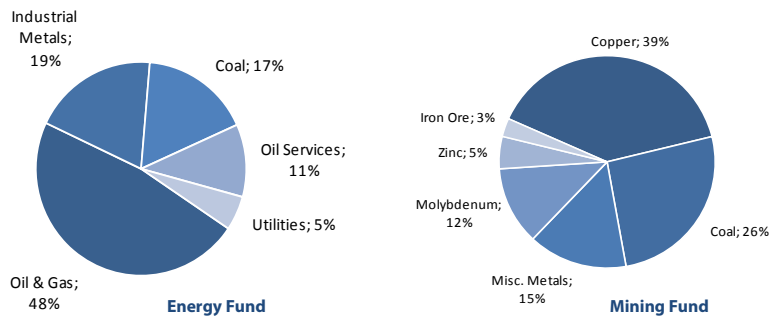
Pero otras cosas son difíciles de fabricar. Hemos comentado muchas veces el caso del petróleo, pero la situación es similar (de hecho, peor) con el cobre o el cabrón de coque. Por consiguiente, no todos los precios de productos se comportarán de la misma manera, lo que ya hemos visto en el pasado, como se muestra en la Figura 15.

Figura 15: Precios de contado (rebasados) 2005-2009 del cobre, níquel, zinc y petróleo



Pero no basta con distinguir entre productos. Es muy posible que los precios del petróleo suban y que invertir en petroleras sea una mala idea: realmente depende del precio que se pague por las acciones de la sociedad. Si los precios de las acciones ya reflejan el futuro incremento de los precios del petróleo y de los beneficios, invertir en ellas no será muy rentable, y viceversa. Por eso, además de entender detalladamente la evolución futura de los precios de las materias primas, es necesario analizar el valor de cada sociedad y compararlo con el precio de su acción en ese momento. El "espacio de los recursos naturales" requiere un análisis muy pormenorizado que no suele llevarse a cabo; por ello, es relativamente sencillo encontrar acciones infravaloradas y sobrevaloradas. Y por ese motivo, además de por todos los motivos estructurales (crecimiento de los mercados emergentes, dificultad de la oferta, etc.), creemos que pueden generar un excelente valor para nuestros inversores. Por ahora, nuestros fondos han obtenido mejores resultados que sus índices latentes.

Figura 16: Inversiones por sector de los fondos Energy y Mining



No obstante, lo explicado en el párrafo anterior tiene una consecuencia inequívoca: para proporcionar el valor que queremos a nuestros inversores, debemos tener un amplio abanico de acciones entre las que elegir. En el sector de la energía, eso significa sociedades productoras

de petróleo, gas carbón, más servicios petroleros. No es un abanico muy amplio, ya que la mayoría de las acciones suben o bajan a la vez, lo que genera gran volatilidad y reduce las opciones de inversión. Para mitigar en parte el problema, hemos incluido recientemente algunas productoras de cobre en nuestro fondo Global Energy Value Fund; el cobre es claramente necesario para la producción de energía y, lo que es más importante, vemos mucho valor en esas acciones, al tiempo que diversificamos en parte la cartera. En el fondo Global Value Mining Fund, ahora estamos concentrados fundamentalmente en productoras de cobre y carbón (que es donde vemos oportunidades), pero, una vez más, se trata de un abanico muy limitado. Por lo tanto, hemos considerado fusionar los dos fondos en un fondo de recursos naturales de valor ("Natural Resources Value Fund"), que nos daría un abanico de elección más amplio en el que invertir de forma rentable el dinero de nuestros clientes, manteniendo parte de la diversificación.

El impacto de esta fusión sería reducido para nuestros inversores:

Para los inversores del fondo Global Energy Value Fund, el único cambio sería la incorporación a la cartera de algunas posiciones en compañías mineras que no están ahora: véase las posiciones en níquel, zinc, etc. de la Figura 16 anterior. Recuerde que su peso en la cartera resultante sería el 50% de lo que es ahora en la cartera minera. Creemos que estas son inversiones muy buenas, al menos tan rentables como la media de la cartera de energía y aportarían cierta diversificación.

En el caso de los inversores del Global Mining Value Fund, habría dos tipos de cambios: en la composición de la cartera y en las condiciones legales.

Desde el punto de vista de la composición de la cartera, la fusión implicaría la inclusión de productoras de petróleo y gas en la cartera en un porcentaje que optimizaría su relación rentabilidad/volatilidad. Creemos que, en términos netos, sería positivo.

Desde un punto de vista legal, el fondo resultante mantendría las características actuales del fondo Energy, lo que implica una comisiones menores (1,5% de comisión de gestión y 15% de comisión de rendimiento, frente a 2% de comisión de gestión y 20% de comisión de rendimiento), y Máximo Histórico superior al del fondo Mining. Esto sólo significa que los inversores del fondo Mining no pagarían comisiones de rendimiento una vez fusionados los fondos por más tiempo, ya que se tomaría el Máximo Histórico del fondo Energy.

Otra ventaja para los inversores del fondo Mining en que el fondo Energy es un fondo luxemburgués conforme a la "Parte I", lo que significa que está registrado para su distribución en una serie de países (actualmente, Suiza, España, Italia, Francia, Alemania,

Newsletter Diciembre 2009

Austria y, pronto, el Reino Unido); carece de mínimo de inversión y tiene una liquidez diaria.

Anunciaremos formalmente el plan en unas semanas, pero agradeceríamos cualquier comentario que los inversores actuales (o futuros) pudieran tener. La única motivación para la fusión es ofrecer a nuestros inversores mejor rentabilidad con menor volatilidad en el futuro, dado que la fusión nos brindará la oportunidad de invertir en un abanico de activos más amplio.

Noticias SIA

A principios de año, Cristian Busquets de nuestra oficina de Barcelona se trasladará a Singapur para reforzar nuestro equipo allí. Nuestro plan consiste en comenzar a contratar poco a poco analistas locales, pero queremos aumentar nuestra capacidad de análisis desde el principio y contar con suficiente "cultura SIA" en la oficina de forma que cualquier incorporación nueva pueda adoptar rápidamente nuestro enfoque exclusivo de investigación.

Y una pequeña novedad administrativa: a finales de este trimestre, los inversores del Reino Unido podrán invertir en nuestros fondos, que están en proceso de registro en ese país y ya cotizan en libras esterlinas.

Cifras de las clases en USD

Tabla 4: Valor liquidativo – Activos gestionados en USD

Diciembre 2009	VL	Δ hasta la fecha	Δ 12 meses	Rentabilidad anualizada desde la creación	Activos gestionados (en millones)
LTIF Classic [USD]	326,72	74,29%	74,29%	17,58%	860,78
LTIF Alpha [USD]	207,95	43,52%	43,52%	9,97%	152,30
LTIF Global Energy Value [USD]	168,55	117,15%	117,15%	5,07%	68,70
Global Mining Value Fund [USD]	141,81	264,35%	264,35%	2,22%	67,10
MSCI World Index TR (GDDUWI) [USD]	3.818,86	30,79%	30,79%		

Figura 17
LTIF – Classic USD

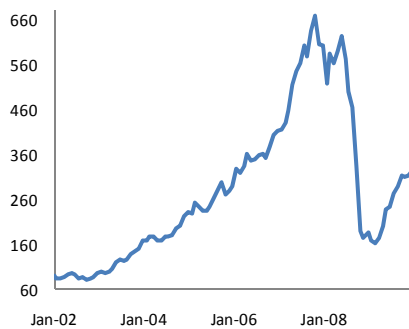


Figura 18
LTIF - Alpha USD

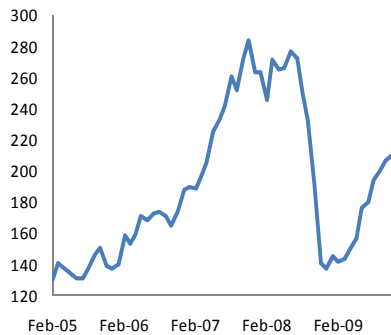


Figura 19
LTIF – Global Energy Value USD

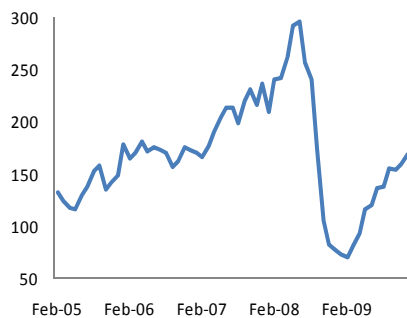
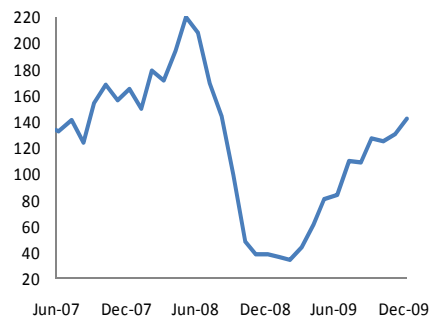


Figura 20
Global Mining Value Fund USD



Cifras de las clases en CHF

Tabla 5: Valor liquidativo – Patrimonio neto gestionado en CHF

Diciembre 2009	VL	Δ hasta la fecha	Δ 12 meses	Rentabilidad anualizada desde la creación	Activos gestionados (en millones)
LTIF Classic [CHF]	337,75	69,28%	69,28%	10,86%	889,83
LTIF Alpha [CHF]	214,7	39,39%	39,39%	6,89%	157,44
LTIF Global Energy Value [CHF]	174,24	110,91%	110,91%	2,52%	71,02
Global Mining Value Fund [CHF]	146,60	253,88%	253,88%	-4,75%	69,37
MSCI World Index TR (GDDUWI) [CHF]	3.947,62	27,03%	27,03%		

Figura 21
LTIF – Classic CHF

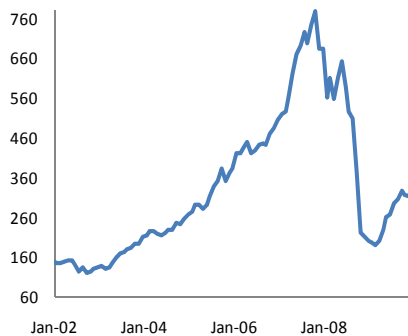


Figura 22
LTIF – Alpha CHF

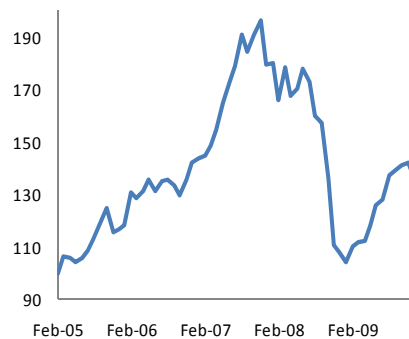


Figura 23
LTIF – Global Energy Value CHF

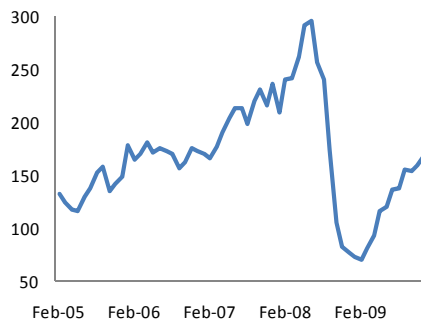
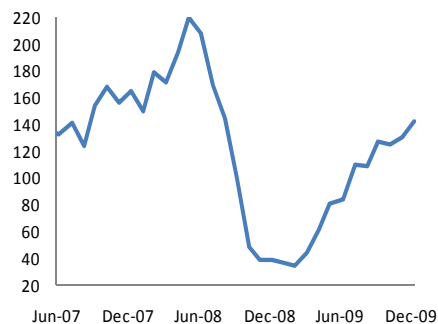


Figura 24
Global Mining Value Fund CHF



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 no puedan resultar adecuados para sus lectores.

LTIF - Classic EUR

ISIN: LU0244071956
Telekurs: CH2432569
Bloomberg: LTIFFLA LX

LTIF - Classic USD

ISIN: LU0301247077
Telekurs: CH3101820
Bloomberg: LTIFFLU LX

LTIF - Classic CHF

ISIN: LU0301246772
Telekurs: CH3101817
Bloomberg: LTIFFLC LX

LTIF - Alpha EUR

ISIN: LU0244072178
Telekurs: CH2432573
Bloomberg: LTIFFALP LX

LTIF - Alpha USD

ISIN: LU0301247150
Telekurs: CH3101828
Bloomberg: LTIFFALU LX

LTIF - Alpha CHF

ISIN: LU0301246855
Telekurs: CH3101824
Bloomberg: LTIFFALC LX

LTIF - Global Energy Value EUR

ISIN: LU0244072335
Telekurs: CH2432575
Bloomberg: LTIFFGEV LX

LTIF - Global Energy Value USD

ISIN: LU0301247234
Telekurs: CH3101839
Bloomberg: LTIFFGEU LX

LTIF - Global Energy Value CHF

ISIN: LU0301246939
Telekurs: CH3101836
Bloomberg: LTIFFGEC 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: CH3183766
Bloomberg: GMVFEUR LX

GMVF-Global Mining Value USD

ISIN: LU0305469545
Telekurs: CH3183768
Bloomberg: GMVFUSD LX

GMVF-Global Mining Value CHF

ISIN: LU0305470048
Telekurs: CH3183771
Bloomberg: GMVFUSD LX

Administrador:

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

Gestor de Inversiones:

SIA Funds AG
3 Seedammstrasse
CH-8808 Pfäffikon
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 no puedan resultar adecuados para sus lectores.

LTIF - Stability

ISIN: CH0026389202
Telekurs: CH2638920
Bloomberg: LTIFFSTA SW

Administrador:

Pictet Funds SA
29, boulevard Georges Favon
CH-1204 Ginebra
Suiza

Gestor de Inversiones:

SIA Funds AG
3 Seedammstrasse
CH-8808 Pfäffikon
Suiza

Depositario:

Pictet & Cie
29, boulevard Georges Favon
CH-1204 Ginebra
Suiza