

Long Term Investment Fund

“La vida es... un cuento contado por un idiota, lleno de ruido y de furia, que no significa nada” (Macbeth, Acto V, Escena V)

No pudimos evitar pensar en los famosos versos de Shakespeare al ver las fluctuaciones del mercado este trimestre. Tras el optimismo eufórico vino el pánico y luego... algo de optimismo nervioso. Como de costumbre, un ejército de expertos salió a explicar por qué estaba sucediendo todo, para tener que tragar-se sus explicaciones unas semanas después.

Estos giros serían casi cómicos si no hicieran tanto daño a muchos inversores. Tomemos, por ejemplo, el precio de algunas acciones que tenemos, como Quadra Mining, un productor de cobre y molibdeno. En la Figura 1 se muestra su evolución desde el inicio del ejercicio. Esta volatilidad extrema está justificada en parte por la evolución del precio del cobre, también desde el inicio del ejercicio, que se muestra en la Figura 2.

Tras la primera semana de enero, el precio del cobre había caído un 11%, de 2,87 \$ a 2,55 \$, para tocar fondo en 2,42 \$, para luego cerrar el trimestre a 3,13 \$ (ahora está en 3,52 \$). Como es lógico, nada ha cambiado en la demanda industrial de cobre ni en su oferta estos últimos meses.

Frente a esta volatilidad, uno puede o bien ser un genio y conseguir una ingente cantidad de dinero en nada de tiempo... o verse sacudido por estos movimientos, perder la fe y vender en el momento más bajo, para luego comprar cuando “se recupere” — una forma segura de obtener rentabilidades mediocres. Como es natural, hay una tercera solución: estudiar la demanda de cobre, las nuevas minas que van a comenzar a producir, las viejas minas que van a dejar de producir, la estructura de costes de los distintos productores, y llegar a la predicción lógica del precio que debe tener el cobre a largo plazo. Por suerte, la oferta y la demanda en el mundo real (frente a los mercados de materias primas) cambia a ritmo de glacial, y realizar ese análisis no es tan difícil. Sólo hace falta tener la convicción suficiente para contenerse cuando todo el mundo está preso del pánico porque los precios caen bruscamente o porque se están perdiendo la recuperación. Pero esto es, por supuesto, lo que tratamos de hacer: ignorar “el ruido y la furia” y concentrarnos a fondo en la recopilación de datos y su análisis. Como Ben Graham, fundador de la inversión en valor, solía decir “el hecho de que otra gente esté de acuerdo o en desacuerdo contigo no te da ni te quita la razón. Tendrás razón si tus datos y tu razonamiento son correctos.”

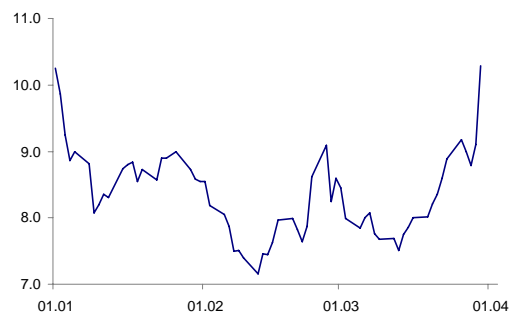
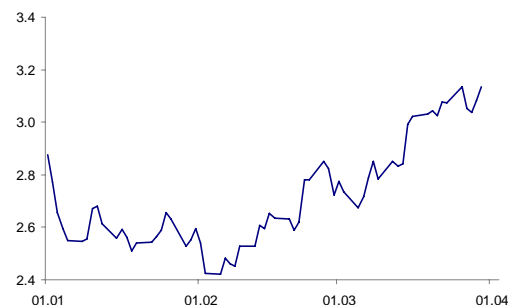


Figura 2
Precio de LME Copper – en USD/lb



Comentario sobre nuestros fondos

Durante los tres primeros meses de 2007, nuestros fondos evolucionaron como se muestra en la Tabla 1 y en las Figuras 3 a 6:

Figura 3
LTIF - Classic

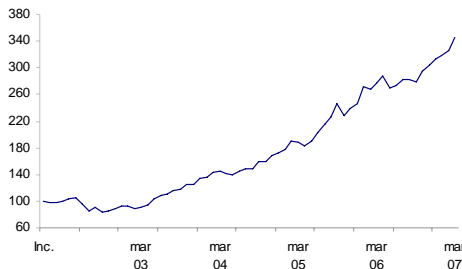


Figura 4
LTIF - Alpha Series

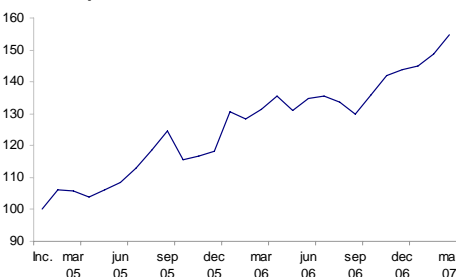


Figura 5
LTIF - Energy

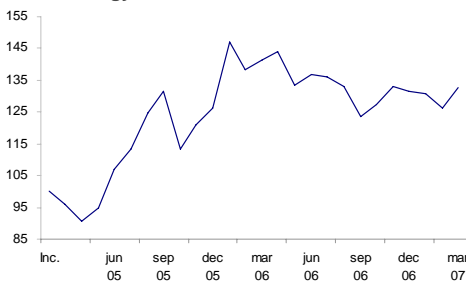


Figura 6
LTIF - Stability Series

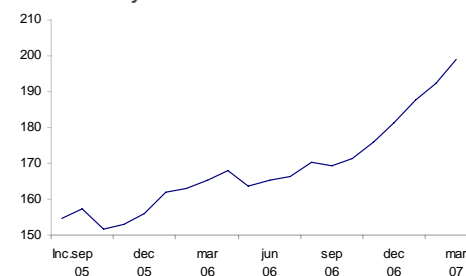


Tabla 1: Valor Liquidativo – Patrimonio gestionado

March 2007	NAV	Δ YTD	Δ 12m	Δ Inception	AUM (in mio)
LTIF - Classic	345.08	10.18%	24.46%	245.1%	€ 484
LTIF - Alpha	154.61	7.52%	17.75%	54.6%	€ 93
LTIF - Energy	132.61	0.82%	-6.11%	32.6%	€ 24
LTIF - Stability	198.9	9.65%	20.32%	28.5%	CHF 21
MSCI World Index	3'442	1.64%	5.46%		

Es obvio que estos resultados son excelentes, tanto en términos absolutos como relativos. Pero nos gustaría señalar, como hacemos casi cada trimestre, que estos no son los resultados importantes. El precio de las acciones sube y luego baja. Lo que importa a los inversores a largo plazo son los beneficios de las sociedades en las que han invertido. Y, en este sentido, estamos muy satisfechos. Un gran número de nuestras inversiones, desde los navieros coreanos a los distribuidores de acero europeos, están cosechando fantásticos resultados, aumentando las ventas y los beneficios a gran velocidad. Estamos convencidos de que nuestra cartera está preparada para ofrecer una rentabilidad global excelente en los próximos dos años, por mucho que estemos seguros, por nuestra experiencia, de que el precio del fondo bajará en algún momento en los próximos meses (aunque evidentemente no sabemos cuándo, ni cuánto habrá subido antes de caer, ni cuánto tiempo tardará en recuperarse).

En el fondo **Classic**, hemos estado trabajando en una diversificación sistemática, una tarea que comenzamos hace unos dos años. Ahora tenemos cerca de cien sociedades, que pueden agruparse en unos veinte «temas», que cubren diversos sectores y situaciones, como se muestra en las Figuras 7 y 8 (gráficos de distribución por sector y zona geográfica). Aunque nuestro objetivo no es evitar la volatilidad sino obtener beneficios a largo plazo, nuestra iniciativa de diversificación muestra cuantitativamente una desviación estándar baja del 3,29% en el último año, sólo 83 puntos por encima del índice MSCI World, que es un de los índices menos volátiles del mundo (pese a ser el más amplio).

Figura 7
Desglose por sector

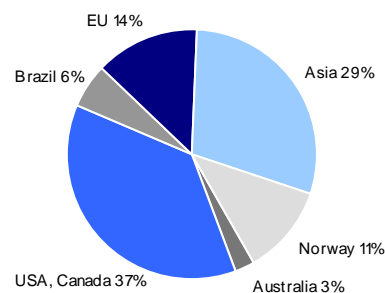
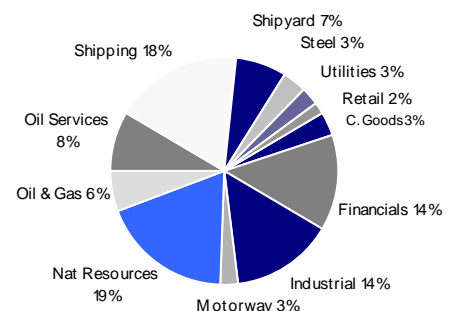


Figura 8
Desglose por zona geográfica



Por supuesto que tenemos intención de seguir buscando grandes sociedades infravaloradas. Tenemos que hacerlo, porque el aumento del precio de nuestras participaciones nos obliga constantemente a buscar sustitutos. Pero, con un p/b medio a futuro de 7, nuestros inversores pueden estar tranquilos de que el Fondo va a ir bien a medio plazo, con independencia de las ajetreadas “idas y venidas” del mercado.

Tabla 2: Cartera LTIF – medidas de Valor

LTIF portfolio ratios	31.03.07
Earnings per share - EPS (€) (2008e)	€ 49.7
Price/Earnings - PE (2008e)	6.9
Earnings Yield (2008e)	14.4%
Dividend Yield - DY	2.0%
EV / EBIT (2008e)	5.3
EV / EBITDA (2008e)	4.3

También seguimos trabajando en encontrar coberturas más eficientes para el fondo **Alpha**. Eficiencia, en este contexto, significa proteger el valor liquidativo frente a las caídas del mercado (“acortando” de algún modo el mercado), pero sin pagar una penalización demasiado alta cuando el mercado suba, lo que siempre sucede a largo plazo. En este sentido, hemos adquirido algunas *puts*, que protegen la caída pero limitan las pérdidas en caso de subida, y lo hacen a un coste muy razonable. También hemos incorporado alguna protección específica de las acciones de mercados emergentes que tenemos. En general, el Fondo debería seguir rindiendo en torno al 15% anual, con independencia de los movimientos del mercado, aunque puede experimentar algunas caídas a corto plazo: cuando comience “el ruido y la furia”, la gente venderá en exceso muchas de las acciones que tenemos.

El fondo Stability está comenzando a crecer, habiendo alcanzado ya una inversión total de 21 millones de francos suizos. Su “rentabilidad” en los primeros meses del ejercicio probablemente no sea representativa del futuro. Obtuvo resultados mucho mejores que el fondo Alpha porque tiene una parte menor de sociedades de recursos naturales, y esas bajaron drásticamente en enero, y tiene una mayor ponderación de las sociedades de infraestructuras, sobre todo chinas, que ha obtenido muy buenos resultados ese mismo mes. De cara al futuro, no obstante, debería mantener su objetivo de rentabilidad de dos dígitos con muy baja volatilidad, es decir, muy pocos meses “en números rojos”.

Por último, el fondo **Energy** ha sido sometido a una reestructuración a fondo de su cartera. Como saben nuestros inversores, nos han decepcionado los beneficios de muchas productoras de petróleo, no porque el precio del petróleo haya sido inferior a lo que esperábamos (que no lo ha sido), sino porque se han disparado los costes en todo el sector. Ahora no sólo los proyectos de arenas petrolíferas de Canadá son el doble de caros que hace un año, sino que la UK Offshore Operators Association calcula que los costes de detección y desarrollo por barril han subido un 45% en 2006. Además de todo esto, los gobiernos de todo el mundo (empezando por el británico) han sub-

ido los impuestos y cánones a las compañías petroleras: pocos inversores saben, por ejemplo, que la mayoría de las compañías petroleras pagan hasta un 80% del precio de cada barril al gobierno receptor.

Todo esto mantiene el elevado precio del petróleo, pero no de forma que beneficie a la mayor parte de los productores. Por este motivo, hemos restringido nuestra elección de productores de petróleo a los que tienen una combinación de costes/reservas que pueden prosperar en este entorno, y hemos incorporado una proporción importante de sociedades que venden bienes y servicios a los productores de petróleo — en cierto modo, las sociedades responsables del aumento de los costes.

Estas sociedades van de productores de conductos especializados utilizados en las plataformas petrolíferas a los verdaderos propietarios de las plataformas, generalmente arrendadas a los exploradores de petróleo; de los especialistas en los estudios sísmicos necesarios para conocer las perspectivas futuras de producción de petróleo a los propietarios de los buques utilizados para el suministro de las plataformas *off-shore*. En la mayoría de los casos, esos precios de productos y servicios se han más que duplicado en los últimos 18 meses, disparando la rentabilidad. Por supuesto, la oferta con el tiempo irá ganando terreno para captar esos beneficios, y los márgenes se reducirán. Pero va a pasar una buena temporada, dados los embotellamientos en muchas instalaciones, como los astilleros especializados, o sencillamente la disponibilidad de personal cualificado. Los precios a los que puede comprarse ahora estas sociedades garantizan una excelente rentabilidad en los próximos años, como muestra, por caso Atwood Oceanics, un propietario estadounidense de plataformas petrolíferas, que arrienda a productoras de petróleo.

A día de hoy, posee ocho plataformas de ese tipo con distintas características. Una novena se entrega en septiembre del año que viene. La Sociedad arrienda sus derechos en contratos a medio-largo plazo (de uno a dos años). La mayoría de las plataformas está totalmente comprometida los próximos dos años. Las tarifas diarias han subido de 150.000 \$ en los contratos vigentes a más de 300.000 \$ en los contratos del año que viene. Esto deja ver buenos resultados, y un ratio p/b 2008 de en torno a 6. Y lo que es más, mantenemos una lista detallada de todas las plataformas que se van a entregar en los próximos tres años (que es el plazo máximo por el que los astilleros aceptan pedidos) y sencillamente no hay modo de que la oferta mantenga el ritmo de la demanda, lo que garantiza que esas tarifas seguirán siendo elevadas. De hecho, algunas sociedades ya están firmando contratos a cinco años a los precios actuales.

Tras reestructurar la cartera hacia los proveedores de servicios, además de hacia los productores de petróleo, podemos decir que la rentabilidad prevista para el fondo Energy es tan buena como la del fondo Classic (si no mejor): su p/b a futuro es del 6,9. Pero tiene una importante ventaja: protege las carteras de los inversores de un aumento prolongado en el precio del petróleo, que sin duda va a producirse, en nuestra opinión, antes o después, dada la dinámica de la oferta y la demanda.

Noticias sobre SIA

La mayoría de nuestros inversores ya han recibido noticias sobre algunos cambios en el Folleto de los fondos de Luxemburgo, ya introducidos. Se reducen a dos cosas: la reestructuración descrita de la cartera del fondo Energy, y el hecho de que SIA Funds AG sea ahora el gestor oficial del fondo, en lugar de Pictet et cie. Es el fin de un largo proceso legal para establecer a Strategic Investment Advisors como sociedad gestora de fondos suiza, totalmente supervisada por la Comisión Federal Suiza de Banca, responsable de la gestión de fondos "on-shore", luxemburgueses y suizos.

La otra noticia es que hemos comenzado a contratar jóvenes licenciados para ayudarnos a seguir nuestras sociedades. Esperamos del todo que se conviertan en buenos analistas y contribuyan a nuestra rentabilidad a largo plazo. Se incorporarán en los próximos meses y los presentaremos a nuestros inversores en estas *newsletters*.

Por último, y esto se explicará en una comunicación especial al efecto, estamos preparando un "fondo minero". Seguimos viendo un gran valor en las sociedades mineras y nos gustaría ofrecer a nuestros inversores la oportunidad de participar en ese valor, más allá de la parte necesariamente limitada de los fondos actuales que está invertida en este sector.

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.

Administrador:

Pictet & Cie (Europe) S.A.
1, Boulevard Royal
L-2016 Luxemburgo
Luxemburgo

Gestor de Inversiones:

SIA Funds AG
3, Seedammstrasse
CH-8808 Pfäffikon
Suiza

Depositario:

Pictet & Cie (Europe) S.A.
1, Boulevard Royal
L-2016 Luxemburgo
Luxemburgo

Domicilio social:

1, Boulevard Royal
L-2016 Luxemburgo
Luxemburgo

Asesor de Inversión:

SIA Funds AG
3, Seedammstrasse
CH-8808 Pfäffikon
Suiza

LTIF – Classic

ISIN: LU0244071956
Telekurs: CH2432569
Bloomberg: LTIFCLA LX

LTIF – Alpha

ISIN: LU0244072178
Telekurs: CH2432573
Bloomberg: LTIFALP LX

LTIF – Global Energy Value

ISIN: LU0244072335
Telekurs: CH2432575
Bloomberg: LTIFGEV LX

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.

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

LTIF – Stability

ISIN: CH0026389202
Telekurs: CH2638920
Bloomberg: LTIFSTA SW