

Long Term Investment Fund

Estado de los Fondos

A junio, la evolución del valor teórico de la participación y del patrimonio gestionado de Long-Term Investment Fund ha sido la siguiente:

Tabla 1: Valor liquidativo – Patrimonio gestionado

June 2006	NAV	Δ June	Δ 3 months	Δ 12 months	Δ Year to Date
LTIF - Classic	274.19	1.56%	-1.11%	35.36%	11.71%
LTIF - Alpha	134.93	2.95%	2.76%	24.47%	14.13%
LTIF - Stability	105.48	0.68%	0.91%	n.a.	5.01%
LTIF - Energy	136.86	2.71%	-3.10%	28.04%	8.51%
ACMSCI World Index	3,079	0.46%	-5.67%	11.24%	-1.88%

Este último trimestre ha sido testigo del traslado de LTIF de las Islas Vírgenes Británicas a Luxemburgo (los nuevos *tickers* de Bloomberg se muestran al final de esta *newsletter*). La operación relativamente complicada fue bien, en gran medida, gracias al excelente trabajo realizado por el administrador del antiguo fondo, TMF, en Rotterdam. Una pequeña cantidad todavía no ha sido transferida, pero esperamos tenerla en Luxemburgo en los próximos meses, cerrándose los fondos en las Islas Vírgenes Británicas al final del verano.

El proceso de registro del Fondo todavía continúa en los principales países europeos. Para finales del verano, el Fondo debería estar totalmente disponible para inversores minoristas en la mayoría de estos países.

Evolución de los fondos

Durante el último trimestre, la evolución de las sociedades que tenemos fue, en términos generales, satisfactoria, aunque hubo excepciones:

- Clinton Cards, un productor y distribuidor británico de tarjetas de felicitación, ha atravesado bastantes más dificultades de lo esperado para integrar a su mayor competidor, adquirido el año pasado. Esta dificultad coincidió con un débil entorno de comercio al por menor en general y una reducción generalizada de las ventas de tarjetas de felicitación. Vendimos la posición.
- Sanderson Farms, productor avícola estadounidense también encontró dificultades para hacer frente a la caída de la demanda provocada por el miedo a la gripe aviar. El exceso de capacidad en el sector ha llevado a unos precios muy bajos, y la sociedad registró una pequeña pérdida en el trimestre.

Figura 1
LTIF - Classic



Figura 2
LTIF - Serie Alpha



Figura 3
LTIF - Energy

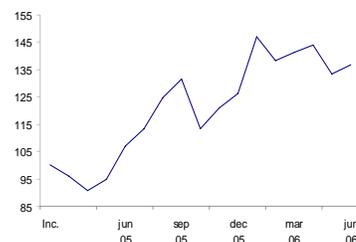
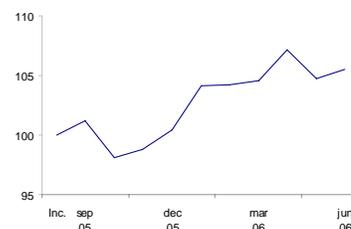


Figura 4
LTIF - Serie Stability



- Algunos productores de materias primas que tenemos registraron importantes cancelaciones contables como consecuencia de operaciones de coberturas. Muchos productores de materias primas venden su producción futura en los mercados de futuros para “asegurar” un determinado precio. Puede ser una forma prudente de asegurarse de que la sociedad tenga suficiente efectivo para financiar sus proyectos de ampliación de capital, con independencia de lo que hagan los precios de las materias primas. Pero cuando esos precios suban por encima de las

coberturas, las nuevas reglas contables a menudo exigen que la diferencia entre el precio de venta real (determinado por la cobertura) y el precio de mercado de la materia prima sea reconocida de inmediato como pérdida, aún cuando haga referencia a ventas futuras. Esto puede producir una enorme pérdida contable en un determinado trimestre si el precio de la materia prima sube de forma brusca y las coberturas cubren varios trimestres de producción. Pero es meramente una pérdida contable: las ventas futuras se registrarán a precios de mercado, aunque de hecho se realicen a precios cubiertos. Es una pérdida que no importa mucho.

- Más importante es el hecho de que pocas compañías mineras están registrando resultados de producción ligeramente (o no tan ligeramente) decepcionantes. En algunos casos, el mineral es de menor calidad (menor concentración) de lo esperado. En otros, han sucedido accidentes, que han provocado el paro de la producción durante días o semanas. Por último, las huelgas de trabajadores que exigen una parte de los beneficios en auge cada vez son más frecuentes. Todos estos incidentes afectan a los beneficios de las sociedades, pero también garantizan que los precios de las materias primas sigan siendo altos, como comentaremos más adelante.

No obstante, a pesar de estas salvedades, debe observarse que la rentabilidad global del Fondo (la de sus sociedades) es excelente. Estimamos un “beneficio transparente normalizado” de cerca de 7 € para el trimestre. Este beneficio transparente normalizado es un concepto extremadamente importante, sobre el que creemos que merece la pena reflexionar otra vez.

Los siguientes gráficos muestran la composición sectorial y geográfica del Fondo:

Figura 5
Desglose por sector

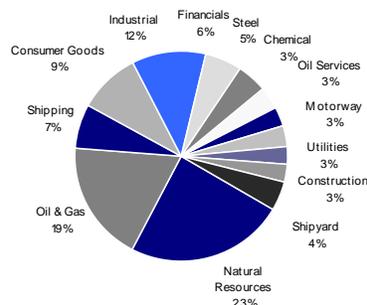
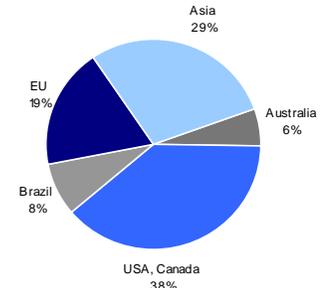


Figura 6
Desglose por zona geográfica



Precios y beneficios: el concepto de «transparencia»

Hemos dicho una y otra vez que cualquier inversión puede verse de dos formas diferentes. En la primera, el precio de mercado de la inversión es lo que importa, y uno hace dinero cuando vende la inversión a un precio superior al precio de compra. Hemos denominado a este enfoque de “contratación”, o incluso de “especulación”. El buen especulador realmente no necesita saber mucho sobre el activo que compra, mientras el precio suba.

El segundo enfoque se concentra en la rentabilidad de los activos. Los inversores compran un activo que ofrece un beneficio, y ganan dinero gracias a las “rentas” que genera ese activo, que deben ser proporcionales al precio de compra. En este enfoque, el precio de mercado posterior del activo no es muy importante, salvo porque el inversor probablemente preferirá vender si el precio aumenta de repente para comprar otro activo más barato que le genere más beneficios. Hemos denominado a este enfoque «inversión estratégica», que es, por supuesto, la estrategia que seguimos con el LTIF.

Los especuladores pueden seguir sus inversiones casi minuto a minuto si quieren: sólo tienen que comprobar el precio de mercado de sus inversiones en Internet, Bloomberg, CNBC o en el periódico de la mañana. Si las acciones suben, ganan dinero. Si bajan, lo pierden.

Los inversores estratégicos, sin embargo, no pueden tener este conocimiento inmediato de lo que están haciendo, porque la cifra que les interesa no es el precio de sus acciones, sino los beneficios obtenidos por las sociedades que poseen, y las sociedades no actualizan constantemente sus informes de rentabilidad. Además, esta rentabilidad es fácil de conocer (una vez al trimestre) cuando el inversor posee la sociedad directamente, pero prácticamente imposible de determinar si el inversor la posee a través de un fondo, porque el fondo normalmente no desglosa la composición exacta de la cartera. Y aunque fuera a hacerlo, calcular los beneficios agregados de todas las sociedades en la proporción adecuada y determinar los “beneficios por acción del fondo” sería una engorrosa tarea.

Y aún así, esa cifra, que también se conoce como “beneficios transparentes”, ya que implica ver más allá de la estructura jurídica del fondo la realidad económica de los activos subyacentes, es la que realmente importa a un inversor estratégico.

Como hemos mencionado anteriormente, estimamos que nuestros beneficios transparentes para 2006 estarán en torno a 30 € por participación del Fondo. Esto significa que, actualmente, el Fondo renta un 10,9% a sus inversores (porque el precio de la participación del Fondo era de 274,19 a finales de junio). Y merece la pena poner de relieve la tendencia alcista de estos beneficios: en 2005, el fondo ganó 20 € por participación. Esperamos que gane unos 40 € en 2007. Creemos que, hasta la fecha, una inversión en el Fondo ha resultado extremadamente buena, *con independencia de lo que haga el precio de las participaciones*. Pero si el mercado le diera un p/b a nuestras participaciones de 10 (la media de todo el mercado se encuentra ahora en torno a 15), el valor teórico de la participación del Fondo ascendería el año que viene a 400 €, casi un 50% por encima de su precio actual.

Por supuesto, estos números se aplican al subfondo Classic. El subfondo Alpha se verá afectado por lo que haga el mercado: si el mercado tiene un buen cierre, el valor teórico de la participación del subfondo Alpha subirá menos que el del subfondo Classic; y al contrario si el mercado tiene malos resultados. Si las rentabilidades pasadas fueran indicativas del futuro, el subfondo Alpha debería tener un rendimiento básicamente del 15% a 20% anualizado, con independencia de lo que haga el mercado.

El fondo Energy tiene, como es lógico, una dinámica diferente. El interés en la inversión en energía ha disminuido drásticamente, pese a que el precio del petróleo es de 73,85 \$ por barril cuando escribimos esta *newsletter*. Tras recalcular por milésima vez el valor intrínseco de nuestras acciones, estamos convenidos de que es una de las mejores inversiones que se pueden realizar hoy, teniendo en cuenta tanto el potencial de revalorización como la visibilidad de dicho potencial.

El precio de las acciones durante los últimos tres meses: «burbujas» y «agujeros negros»

En la newsletter anterior, hace tres meses, escribimos:

“...es del todo posible que los precios de las materias primas bajen temporalmente, como lo hacen los precios del petróleo cada seis meses más o menos. Si sucede, también es muy posible (y hasta probable) que baje el precio de las acciones de nuestras compañías mineras”.

Bien, pues teníamos razón. Tras unas semanas de bruscas subidas, los precios del metal bajaron, y todos los productores de metales con ellos. Las acciones de todos los mercados emergentes y sus monedas también experimentaron un brusco aumento. Esta caída completa ha provocado una reducción de un 1,2% en nuestro valor liquidativo desde el final de marzo. No obstante, creemos que nuestras inversiones son excelentes (ver el análisis anterior de los beneficios transparentes). ¿Por qué son tan baratas entonces nuestras participaciones?

El primer punto que debemos aceptar es que, cada cierto tiempo, se producirá una gran divergencia entre el valor real de (algunos) accionistas – calculado según sus beneficios futuros – y su precio. El mejor ejemplo de esto fue, como no, la famosa “burbuja de Internet” durante los últimos años del siglo pasado. Echando la vista atrás, es difícil creer que la gente pagara tanto por acciones que obviamente no valían nada. Hasta las acciones que valían *algo* cambiaron de manos a precios que hacían imposible que el comprador obtuviera beneficios. Así es como Scott McNealy, fundador y presidente de Sun Microsystems, lo expuso para los furiosos accionistas (para que conste, incluimos la Figura 7, que muestra un gráfico del precio de las acciones de Sun durante los últimos diez años):

“Pero hace dos años vendíamos a 10 veces los ingresos cuando estábamos en 64. A 10 veces los ingresos, para darles un plazo de recuperación de 10 años, tengo que pagarles el 100% de los ingresos durante 10 años seguidos en dividendos. Eso supone que puedo obtener

eso de mis accionistas. Eso supone que no tengo costes de ventas, lo que es muy difícil para una empresa de informática. Eso supone que no tengo gastos, lo que es realmente difícil con 39.000 empleados. Eso supone que no pago impuestos, lo que es imposible. Y eso supone que no pago impuestos sobre sus dividendos, lo que es más o menos ilegal. Y eso supone que sin invertir nada en I+D en los próximos 10 años, puedo mantener el nivel de ingresos actual. Ahora, una vez hecho esto, ¿a quién de ustedes le gustaría comprar mis acciones a 64 \$? ¿Se dan cuenta de lo ridículas que son las hipótesis básicas? No necesitan transparencia. No necesitan notas a pie de página. ¿En qué estaban pensando?” Scott McNealy, *BusinessWeek*, abril 2002)



Figura 7
Sun Microsystems – Precio de la acción
1995-2006 (USD)

Fuente: Datastream

La idea que queremos transmitirles con esto es que, en ocasiones, podemos caer en “agujeros negros”, simétricos a esas “burbujas”. Cuando el mercado de valores, o una parte de él, entra en un “agujero negro”, la gente vende las acciones con el mismo fervor irracional que cuando las compran durante las “burbujas”. En nuestra opinión, las acciones de muchas de las sociedades de recursos, de las petroleras a las minas de cobre, de las perforadoras “off-shore” a las fundiciones de aluminio, están atravesando un “agujero negro”.

Veamos una de las sociedades de cobre que poseemos: Quadra Mining. Se trata de una sociedad constituida en Canadá, que opera en Estados Unidos y Canadá. Para calcular sus beneficios futuros debemos, por supuesto, realizar una hipótesis sobre el precio del cobre. En estos momentos, el mercado de metales de Londres negocia futuros a 3,40 \$. Tenemos serios motivos para creer que el precio del cobre no puede bajar de forma permanente por debajo de 2,5 \$, ya que es el coste total de apertura y explotación de nuevas minas y que las viejas minas se están agotando con rapidez. Pero, para ser prudentes, tomemos un precio a futuro de 2,2 \$. Con esta hipótesis, Quadra obtendrá un beneficio de 2,1 \$ por acción el próximo año. Pero sus acciones cotizan a 10 \$, lo que da a los inversores una rentabilidad esperada, partiendo de hipótesis muy prudentes, del 21%. Y éste es sólo un ejemplo: algunos perforadores de petróleo “off-shore”, como Todco, tendrán un flujo de efectivo libre (esto es, dinero para repartir, una vez pagados todos los gastos y las reinversiones) de más del 20% por acción el próximo año. No obstante, la figura 8 muestra la evolución del precio de la acción de Cuadra y Todco.

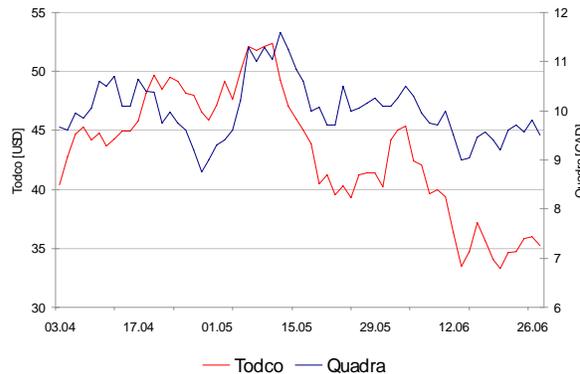
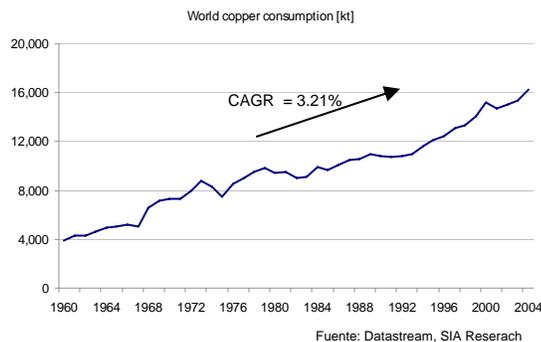


Figura 8
Quadra & Todco – Precio de la acción en el último trimestre

Fuente: Datastream

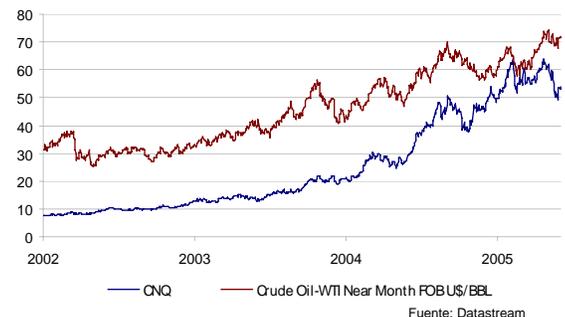
Evidentemente, si el mundo deja de utilizar cobre su precio caerá en picado. Pero, ¿qué probabilidades hay? En la Figura 9 se muestra la demanda histórica de cobre: no se ven muchas caídas. El cobre representa sólo un pequeño porcentaje de una casa nueva o de un coche nuevo. Nadie va a diferir la compra de una casa porque el cobre cueste ahora 100 € más. Pensemos ahora en los perforadores de petróleo "off-shore". El mercado vende esas acciones cuando el precio del petróleo baja un poco. Pero esto es ridículo: la perforación en busca de petróleo es rentable mientras los precios se mantengan por encima de 50 \$, y el precio actual es 73 \$ para entregas en un mes y casi 70 \$ para los próximos 7 años. Esto significa que la demanda de servicios de perforación de petróleo está prácticamente garantizada durante muchos años. O sencillamente miren a nuestras viejas amigas, las sociedades con tierras petrolíferas canadienses. Nos pasamos una buena parte de las vacaciones de Navidad recalculando su valor intrínseco. Llegamos a la conclusión de que, con los precios del petróleo vigentes en ese momento, eran una inversión excelente, equivalente a una obligación con un rendimiento superior al 15% en dólares canadienses en los próximos 40 años. Bien, desde entonces el precio del petróleo ha aumentado un 20% y las acciones están estables o ligeramente por debajo, como muestra la Figura 10.

Figura 9
Consumo mundial de cobre [kt]



Fuente: Datastream, SIA Reserach

Figura 10
CNQ vs Crude Oil Near Month FOB



Fuente: Datastream

Pero estos no son los argumentos que se oyen. Hemos estado leyendo todo el tiempo sobre la “burbuja” de las materias primas y las sociedades productoras de materias primas. ¿Cómo podemos hablar de una burbuja cuando las sociedades literalmente no saben qué hacer con el efectivo que entra y sus múltiplos (p/b y demás) son la mitad que los del mercado en general? ¿Cómo podemos hablar de una burbuja cuando sencillamente no hay oferta inminente para satisfacer la demanda normal? Poca gente se da cuenta de que, por ejemplo, los países de la OPEP produjeron un 3% menos de petróleo en el primer semestre de 2006 que el ejercicio anterior. O que sólo se abrirá una mina de cobre de tamaño sustancial en el periodo 2005-2010, mientras muchas de las minas más importantes se están agotando rápidamente.

Podríamos pasar tanto tiempo intentando encontrar la lógica de estas caídas como se dedicó a encontrar la lógica a las valoraciones de las acciones de Internet, pero sería una pérdida de tiempo. Los inversores estratégicos saben que el precio y el valor divergen cada cierto tiempo, porque el mercado atraviesa fases irracionales, y sencillamente se aprovechan de ello.

Esto nos lleva a un último punto que, en nuestra opinión, es muy importante: el de la volatilidad y su relación con el riesgo.

¿Qué es el riesgo?

Una de las máximas del mundo de la inversión es que el riesgo y la recompensa van unidos. Es intuitivamente obvio: si la inversión se percibe como un riesgo, nadie invertirá a menos que la posible ganancia compense el riesgo (y viceversa en el caso de una inversión sin riesgo). La teoría financiera moderna ha creado un aparato analítico riguroso e impresionante que se basa básicamente en esta idea.

No obstante, existe un problema en ese aparato para el inversor particular: la definición técnica de riesgo no es la misma que la definición cotidiana de riesgo. Cuando los inversores normales piensan en riesgo de inversión, normalmente suelen pensar en la probabilidad de perder permanentemente parte de su capital. Cuando los profesionales de la inversión piensan en riesgo, piensan en la volatilidad del precio de la inversión. Así, consideran que una acción tiene riesgo cuando su precio fluctúa mucho y existen muchas técnicas extremadamente sofisticadas en la “gestión de riesgos” que se basan esencialmente en esta noción de riesgo como volatilidad.

Sin embargo, nos gustaría dejar claro que, para el inversor apalancado a largo plazo (es decir, sin renta fija), esta asimilación de riesgo y volatilidad sencillamente no tiene sentido. Vuelva al comentario de Scott McNealy sobre la cotización de las acciones de Sun a 10 veces su cifra de ventas. ¿Cree que se trataba de una inversión con riesgo? Lo cierto es que sus probabilidades de perder dinero (mucho dinero) eran básicamente del 100%. Pero eso no tiene nada que ver con la volatilidad: tiene que ver con el precio.

Imagine una acción que sube paulatinamente cada mes, con muy poca volatilidad, hasta que se encarece mucho en términos de sus beneficios subyacentes. Según las “finanzas profesionales”, no es una inversión especialmente arriesgada: por ejemplo, General Electric en los últimos años de la década pasada (figura 11). De hecho, su precio sube un poco todos los días, su volatilidad disminuye, al igual que el riesgo “técnico”. Pero claramente cada vez está uno en territorio más peligroso. La Figura 12 muestra lo que sucedió cuando el mercado descubrió que los trajes del emperador no eran tan bonitos como se decía. De hecho, ¿cuándo era más arriesgado comprar GE, en abril de 2000, cuando cotizaba por encima de 59 \$ y la acción mostraba poca volatilidad histórica (y la sociedad tenía un beneficio por acción de 1,18 \$), o ahora, que cotiza a 33,27 \$ (y tiene un beneficio por acción de 1,56 \$) y una volatilidad histórica mucho mayor?

Figura 11
Precio de la acción de GE (1990-2000)

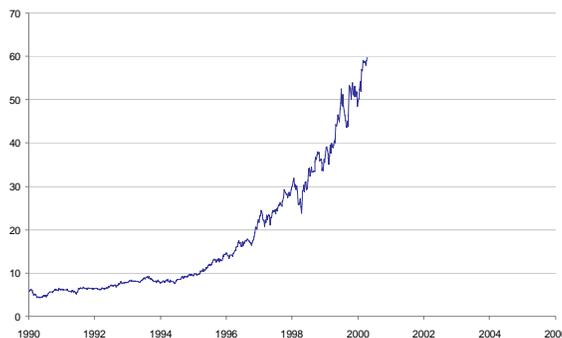
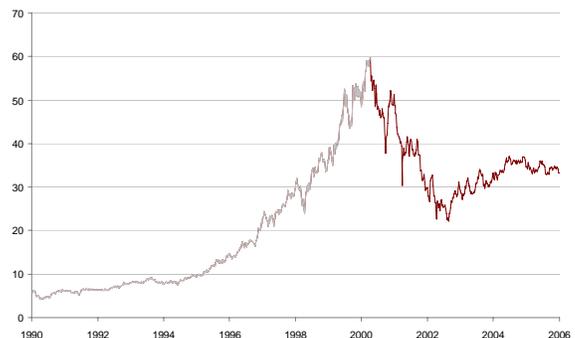


Figura 12
Precio de la acción de GE (2000-2006)



Así puede tener inversiones que son estables y peligrosas y otras alocadas pero seguras. Miremos otra vez nuestras sociedades canadienses con tierras petrolíferas. Canadian Natural Resources tiene, en sus tierras petrolíferas, reservas de petróleo para los próximos 40 años. El petróleo está ahí: no existe riesgo de exploración. La sociedad opera en Canadá: no hay mucho riesgo político. Están a punto de terminar su gigantesca instalación para tratar el petróleo: queda poco riesgo de proyecto. Y puede comprar las acciones a un precio que implica un valor de 40 \$ por barril para sus reservas. ¿Dónde está el riesgo? ¿Sería el riesgo el mismo si el precio implícito por barril fuera de 90 \$? ¿O de 20 \$? Por supuesto que no. A los precios actuales, el riesgo (de perder permanentemente una parte importante de su capital invirtiendo en la sociedad) es muy pequeño. Aún así la volatilidad de la acción es muy grande, como se muestra en el gráfico 10. Pero ¿cómo afecta la volatilidad al inversor a largo plazo? ¿A quién le importa si a algunos les entra el pánico y malvenden sus acciones a precios ridículos sólo porque todo el mundo lo está haciendo? ¿O si algunas sofisticadas entidades deben vender a cualquier precio porque sus informatizados modelos de Valor en Riesgo indican que hay que hacerlo, acentuando la espiral en caída del precio de la acción, y empujándola así a un “agujero negro”?

En LTIF, compramos Canadian Natural Resources hace tres años a 13 dólares canadienses (ajustado al desdoble). Ha subido mucho, y ha bajado mucho, pero tres años después, cotiza a unos 60 dólares canadienses. ¿Dónde está el riesgo? Sí, cayó un 25% durante este mes de mayo. ¿Y? Compramos más, cortesía de los vendedores irracionales.

Los inversores que saben lo que estamos haciendo deberían ignorar por completo la volatilidad. Cierto, si uno compra acciones sin saber lo que está comprando, es obvio que empezará a ponerse nervioso si caen un 20%. Pero si uno invierte en sociedades con buenas perspectivas bien analizadas a bajos precios (que es lo que intentamos hacer en LTIF), la volatilidad sencillamente ofrece puntos de entrada (y salida), y no crea ningún problema especial. Por eso el concepto de “beneficios transparentes” comentado anteriormente es tan importante: durante este pequeño “agujero negro” que hemos atravesado, sencillamente hemos mantenido la vista en los beneficios que nuestras sociedades están obteniendo, reevaluándolas y reanalizándolas, tratando de ignorar el ruido que hay en torno a ellas. Y es importante que los inversores hagan lo mismo: si tratan de evitar la volatilidad a todo coste, sencillamente perderán excelentes oportunidades de inversión. En este sentido, estamos muy contentos de que nuestros inversores parezcan entender lo que estamos tratando de hacer: durante estos meses de caída del precio de las acciones, el ratio de nuevas inversiones / reembolsos del Fondo ha sido de 10/1.

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 (Luxemburgo) - Directorio

Administrador:

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

Gestor de Inversiones:

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

Domicilio social:

1, Boulevard Royal
L-2016 Luxemburgo
Luxemburgo

Depositario:

Pictet & Cie (Europe) S.A.
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: LU024072335
Telekurs: CH2432575
Bloomberg: LTIFGEV LX