

Long Term Investment Fund

Los distintos fondos mantuvieron más o menos su valor liquidativo durante el cuarto trimestre de 2005, cayendo primero en octubre y recuperándose en gran medida en los dos meses siguientes. Los resultados anuales se muestran en la Tabla 1, mientras que el índice MSCI World, en euros, ofrece una comparación.

El patrimonio total gestionado asciende a 189 millones, distribuidos de la siguiente manera: 93,1 para el fondo Classic, 55,2 para el fondo Alpha, 3,7 para el fondo Stability y 37,3 para el fondo Global Energy Value Fund.

Comentario sobre la rentabilidad de nuestros fondos

Como repetimos casi en todas las *newsletters*, la rentabilidad realmente importante es la de nuestras sociedades, no la de sus acciones. En este último sentido, octubre pudo parecer un mal mes, pero no lo fue: nuestras sociedades obtuvieron resultados bastante buenos o por lo menos no peores que los de septiembre. Pero sabemos que, a largo plazo, ambas rentabilidades coinciden. Echemos un vistazo a cómo les fue durante 2005.

La cifra más importante para un inversor es cuánto dinero están generando sus inversiones. Durante 2005, las sociedades que tenemos ganaron un poco más de 20 € por acción del fondo (es decir, la Serie Classic). Se trata de una mejora de más del 17% con respecto a los beneficios de 2004. El p/b global es inferior a 9. Luego una persona que comprara una acción de LTIF a 100 € en 2002 está ganando un 20% anual sobre su inversión tan sólo cuatro años más tarde. Y lo que es aún mejor: esos beneficios siguen creciendo cerca del 20% cada año. Mientras esos beneficios sigan creciendo y el p/b no suba mucho, los inversores tienen garantizadas excelentes rentabilidades a futuro, con independencia de lo que haga el mercado. No obstante, si cae bruscamente nuestras acciones podrían hacerlo también, como sucedió en 2002. Pero a largo plazo, los beneficios y los precios de las acciones van unidos. Es interesante observar que el beneficio por acción del fondo ha aumentado entorno a un 20% anual, al igual que las acciones del fondo. Aunque éstas son más volátiles (-7% en 2002, +42,83% este año), porque los mercados son inestables, sin embargo los números con el tiempo convergen.

Tabla 1: Resultados anuales

	NAV	Δ December	Δ 3 months	Δ 12 months	Δ 2005
LTIF - Classic	245.44	2.69%	-0.56%	42.83%	42.83%
LTIF - Alpha	118.22	1.39%	-5.07%	NA	18.22% ¹
LTIF - Stability	100.45	1.68%	-0.72%	NA	0.45% ²
GEVF	126.13	4.38%	-4.14%	NA	26.13% ³
AC MSCI World Index	92.083	2.41%	5.62%	27.72%	27.72%

1) desde febrero 2005

2) desde septiembre 2005

3) desde marzo 2005

Figura 1
LTIF - Classic

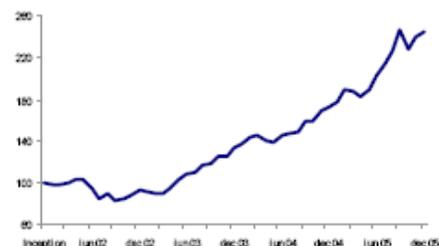


Figura 2
LTIF - Alpha Series

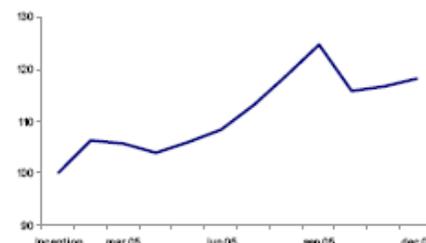
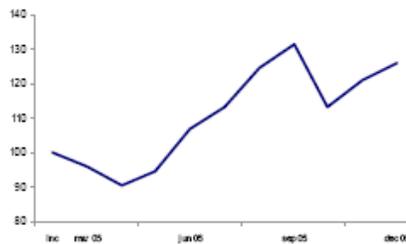


Figura 3
GEVF



Por supuesto, si se comienza pagando un precio demasiado alto por las acciones, esta convergencia de rentabilidades no se produce: los beneficios subirán y el precio de las acciones no, porque los beneficios sencillamente se están "recuperando" (esto es lo que ha estado sucediendo con los mercados estadounidenses durante varios años).

Por el contrario, si las acciones se compran a un precio anormalmente bajo, el aumento de las acciones será superior al aumento de los beneficios (ver Brasil o Corea este año). Por lo tanto, trataremos de comprar las acciones con crecimiento de beneficios relativamente bueno a precios relativamente baratos. Así, el precio de nuestras acciones subirá al más rápido que el beneficio subyacente a largo plazo. Esto es lo que, de hecho, ha estado sucediendo los últimos 4 años.

Otra forma de mirar nuestros beneficios es adoptando la postura más fría: el efectivo puro y duro. Nuestras acciones han pagado casi 7 € en dividendos este año. Una vez más, en el caso de alguien que invirtiera en 2002, ya es un rendimiento en dividendos del 7% por año, que crece a un ritmo de entorno al 20% anualmente.

Un punto importante es que la rentabilidad se ha logrado en un ejercicio en que los activos gestionados han pasado de 37 a 189 millones de euros, es decir, se han multiplicado por cinco. No cabe duda del hecho de que cualquier programa de inversión que se precie tiene su límite, y lo alcanzaremos, puede que en un futuro no muy lejano. Pero no parece que estemos ahí ahora. Estamos convencidos de que los activos gestionados todavía pueden crecer sustancialmente sin afectar a la rentabilidad. La inmensa mayoría de las sociedades en que invertimos son, después de todo, suficientemente grandes como para acomodar posiciones mayores sin problema. No obstante, no nos sorprendería mucho tener que cerrar el fondo dentro de un par de años. Además, nuestro objetivo no es, y nunca ha sido, alcanzar un tamaño determinado, sino mantener al menos una rentabilidad anual del 15% para nuestros inversores. El tamaño es una variable residual para nosotros, y lo limitaremos en cuando pensemos que puede afectar negativamente a la rentabilidad.

Comentarios sobre nuestra cartera

Durante 2005, hemos ampliado nuestra cartera con una serie de inversiones que le dan mayor diversificación y, creemos, mayor potencial de beneficio.

Aunque mantenemos nuestra estrategia centrada en 20-25 posiciones, a menudo, como hemos explicado con anterioridad, adoptamos "subposiciones". Por ejemplo, tenemos varias socie-

dades canadienses que tienen tierras bituminosas. Conceptualmente, sólo forman una posición ya que sus rentabilidades están estrechamente correlacionadas. Sin embargo, preferimos contar con la protección adicional frente a riesgos operacionales que proporciona el hecho de tener varias sociedades que forman una posición.

- Hemos establecido nuevas posiciones en tres áreas de la minería de metales: **cobre, níquel y hierro**. Aunque cada uno de estos metales tiene una historia totalmente diferente, gran parte del análisis que se aplica al petróleo se les aplica también a ellos: décadas de escasa inversión y una simultánea demanda creciente han provocado finalmente una situación en la que es muy difícil satisfacer las necesidades mundiales. Se trata de una situación que está lejos de ser transitoria, ya que desarrollar una mina de níquel de "campo verde" (partiendo de cero) lleva unos diez años. Nos parece que los analistas que suponen que los precios son demasiado altos y pronto revertirán en medias históricas se olvidan de las enormes dificultades a las que se enfrentan las sociedades cuando tienen que crear relaciones de transporte donde no existe nada, satisfaciendo normativas medioambientales cada vez más estrictas, o tratando bastante con poblaciones nativas.

Además de estas productoras de metales base, que representan un 15% del fondo, hemos abierto posiciones en los sectores de los seguros/reaseguros, refinerías, maquiladores y procesadores avícolas.

- El negocio de los **reaseguros** ha tenido un año terrible tras las enormes pérdidas provocadas por los huracanes en Estados Unidos. De hecho, muchas sociedades de mediano tamaño van a cerrar el ejercicio con ligeras pérdidas. Esto ha provocado un brusco aumento de las primas de seguro y reaseguro de 2006. Creemos que pudimos comprar en lo mas bajo del ciclo de un sector que es bastante rentable con el tiempo, y tiene un ciclo completamente desvinculado al de la energía y los metales base, lo que aporta valor complementario a nuestra cartera.
- Las sociedades que **refinan** petróleo en productos útiles como la gasolina, el gasóleo para calefacción y el *jet fuel* también están experimentando un aumento de la demanda y una reducción de la oferta. No se ha construido ninguna refinería en Estados Unidos en los últimos 30 años, y la demanda se ha duplicado. Hasta el año pasado, expansiones menores a las plantas existentes y la absorción del exceso de capacidad (que fue responsable de la rentabilidad histórica tan escasa de las sociedades en cuestión) permitieron al

sector hacer frente a la creciente demanda. Ya no queda exceso de capacidad y las refinerías están trabajando a todo gas. Añada las nuevas demandas ecológicas que deben observarse y el resultado neto es unos márgenes de refino que están en máximos históricos... y es probable que se queden así. Es difícil prever una caída de la demanda o un brusco aumento de la oferta en los próximos años. De hecho, la construcción de nuevas refinerías en los países occidentales es tan difícil que el futuro radica en construir las cerca de las instalaciones de producción de crudo, mayoritariamente en el Golfo Pérsico, desde donde pueden exportarse los productos destilados. Esto será caro –el petróleo refinado es más difícil de transportar y almacenar que el crudo– y llevará tiempo. Mientras tanto, tenemos sociedades muy rentables que generan enormes cantidades de efectivo, y cuyas acciones se venden a precios muy bajos.

- Los **maquiladores** son las sociedades que realmente fabrican el ordenador en el que está leyendo esta *newsletter* o la impresora con la que la ha impreso. Tienden a estar ubicados en Taiwán, Singapur, Malasia o Tailandia, mientras que sus fábricas cada vez se encuentran con más frecuencia en China. Prosperan con costes muy bajos y prestando buen servicio a los clientes, las grandes empresas electrónicas como IBM, Apple o Toshiba. Las propias sociedades no son muy conocidas, sus acciones son baratas y el ritmo de crecimiento de todo el sector es bueno, ya que cada vez más empresas occidentales (y ahora, japonesas) subcontratan la fabricación.

Su rentabilidad no es enorme, porque no se pueden diferenciar con facilidad, y sus clientes nunca les permitirían dominar el sector. Pero, sin embargo, pueden generar un beneficio muy decente y pagar buenos dividendos.

- Históricamente, las acciones de los **productores avícolas** han cotizado a precios muy bajos, porque no son muy conocidos, al ser relativamente pequeños, con la excepción de uno o dos líderes del mercado. Además, las acciones de los productores estadounidenses tienen ahora muy bajo precio por el miedo a que la gripe aviar pueda provocar una caída del consumo de pollo. Lo cierto es que los precios del pollo son baratos en Estados Unidos, pero el panorama más amplio muestra una clara tendencia al alza de la demanda mundial y, a los precios actuales, estas sociedades deberían proporcionarnos fácilmente el 15%-20% de rentabilidad que buscamos.

Por último, nos gustaría realizar un breve comentario sobre nuestra posición más importante en el Fondo: la energía (21%).

Durante 2005, el precio del petróleo aumentó más de un 50%, confundiendo a los expertos que afirmaron, como si fuera obvio, que el precio pronto volvería a los 30 \$ por barril, a lo sumo, una vez pasada la "prima de terror". En realidad, el petróleo cerró el ejercicio por encima de 60 \$. Como hemos repetido muchas veces (ver nuestra *newsletter* de julio de 2005), no vemos el modo de que el petróleo se estabilice por debajo de los precios actuales, dada la dinámica intrínseca de la oferta y la demanda. Y con el petróleo a estos precios, nuestras sociedades pueden seguir estando claramente infravaloradas. De acuerdo con nuestros cálculos, podrían valer más de dos veces su precio actual, a pesar de que el precio de alguna de ellas haya aumentado repentinamente: Canadian Natural Resources y Nexen lo han más que duplicado este año, y la mayoría de las otras han subido más de un 50%. Todavía creemos que se trata de una posición muy sólida que nos proporcionará excelentes beneficios a largo plazo, a pesar de que tengamos que pagar por ello con una volatilidad alta. Los mercados, aparentemente incapaces de poner un precio adecuado al petróleo y a las compañías petroleras, van del entusiasmo a la desesperación, haciendo fluctuar los precios más de un 20% en un mes. Hay que vivir con eso y aprovecharse cuando los precios están más bajos de lo normal. Por supuesto, estos comentarios también se aplican al fondo Global Energy Value Fund, sólo que con más razón. Sinceramente creemos que este fondo es un instrumento muy bueno para aumentar la exposición de los inversores a un sector clave. En las Figuras 3 y 4 se muestra el desglose por sector y zona geográfica de LTIF.

Figura 3
Desglose por sector

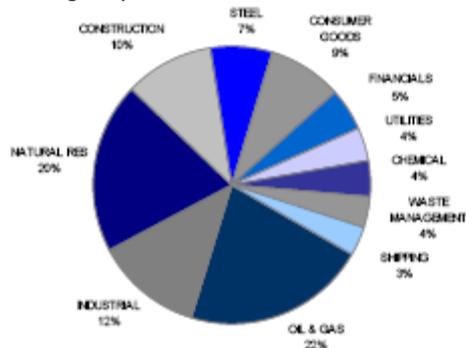
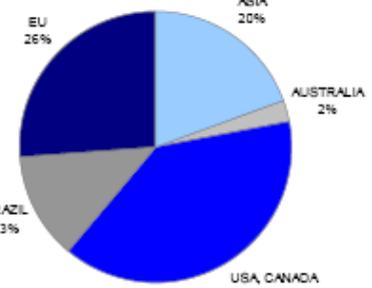


Figura 4
Desglose por zona geográfica



Algunas reflexiones sobre la Rentabilidad Absoluta: la Serie Alpha

En febrero de 2005, lanzamos la Serie Alpha, que como saben nuestros inversores consiste en la misma cartera que la Serie Classic más una "cobertura" frente al mercado. Con el tiempo, los resultados de la Serie Alpha serán equivalentes al importe en que la cartera mejore al índice MSCI World. En el sector de la

inversión, esto se denomina un fondo de "rentabilidad absoluta": en principio, no se ve afectado por lo que haga el mercado, sólo por la calidad de su cartera. Tendrá éxito o fracasará en función de esa calidad, con independencia de las subidas y bajadas del mercado.

Tras sus 11 primeros meses de funcionamiento, podemos afirmar con certeza que la Serie Alpha ha cumplido su promesa. Tiene una rentabilidad anualizada del 19,88% (el rendimiento desde su creación es sólo del 18,22%, pero comenzó en febrero, no en enero). Nuestra esperanza es que proporcione más de un 1% al mes, con independencia de que el mercado suba o baje, y así lo ha hecho. Dada la naturaleza de la inversión en valores, un 1% al mes no significa un 1% todos los meses: esta cifra debe tomarse como una media de muchos meses, preferentemente más de un año.

Esta rentabilidad no debe compararse con la del fondo Classic, que es un fondo en el que influye el mercado, sino con otras inversiones que no se ven afectadas por los precios de los valores en general, como las obligaciones, los inmuebles, etc. En comparación con esas inversiones, la Serie Alpha ha obtenido unos resultados excelentes. Por supuesto, un año es poco tiempo, pero es todo lo que tenemos. Como se suele decir, por ahora funciona.

Dado que nuestro índice de referencia, el MSCI World, ha subido un 27,7% (su mejor rentabilidad en cinco años), sólo cabe esperar que la rentabilidad de la Serie Alpha sea inferior a la de la Serie Classic. No obstante, el índice no subirá en este porcentaje de todos los años. Los inversores de la Serie Alpha deben preguntarse si fue razonable la decisión de invertir en un instrumento "no relacionado con el mercado". Si es así, deben seguir con su estrategia y no cambiar sólo porque el mercado haya subido durante un año. Si, por otra parte, los inversores están convencidos de que los mercados seguirán subiendo en un futuro cercano, deben pasarse a inversiones sólo a largo plazo, como la Serie Classic.

En nuestra opinión, tener parte de la cartera invertida en fondos de "rentabilidad absoluta" tiene mucho sentido, ya que diversifica el riesgo de mercado. Con el tiempo, las inversiones sólo a largo plazo deberían ser algo más rentables, pero las inversiones de "rentabilidad absoluta" proporcionan una póliza de seguro muy sensible frente a las caídas bruscas en los mercados.

Reflexiones sobre 2006

En estos momentos, es casi obligatorio proporcionar a los inversores algún tipo de previsión de lo que nos deparará el próximo año. Una vez más, afirmamos desconocer por completo lo que harán los mercados, ya sean los índices, el dólar o cualquier otra variable macroeconómica. Por eso asegurarse en parte siempre es algo bueno, precisamente porque no se sabe realmente si se nos quemará la casa o no.

Pero, como mencionamos antes, comenzamos el año con una cartera muy bien diversificada, compuesta de sociedades muy rentables que crecen con fuerza y cotizan a un precio general muy bajo. El sentimiento de los inversores puede subir o bajar, y con él el precio de nuestras acciones. No obstante, estamos bastante seguros de que en 2006 nuestros beneficios por acción crecerán por encima de los niveles nada desdeñables obtenidos en 2005. Esto es lo que, en última instancia, determinará nuestro éxito.

Aviso legal

Long-Term Investment Fund (series A, B y C) cuenta con autorización de distribución en Irlanda a inversores cualificados (y cotiza oficialmente en el Mercado de Valores de Dublín), pero no ha sido registrado para su distribución pública en Suiza, la Unión Europea ni Estados Unidos. El fondo Global Energy Value Fund no ha sido registrado en ninguna jurisdicción salvo las Islas Vírgenes Británicas. Esta newsletter sólo se dirige a inversores privados cualificados que han manifestado su deseo de recibirla y, en modo alguno, constituye una oferta para vender productos financieros que no puedan ser adecuados para sus lectores.

Directorio LTIF

Administrador:

TMF Fund Administrators BV
Westblaak 89
P.O.Box 25121
3001 HC Rotterdam
Países Bajos

LTIF – Classic

Telekurs:
1341036
Bloomberg:
LONGTRM VI

Gestor de Inversiones:

Van Daalen International Ltd
Kings Court,
Bay Street
P.O.Box N-1417
Nassau,
Bahamas

LTIF – Alpha

Telekurs:
2048550
Bloomberg:
LONGTRB VI

Domicilio social:

Mill Mall,
P.O.Box 964
Road Town,
Tortola
Islas Vírgenes Británicas

LTIF – Stability

Telekurs:
2207914
Bloomberg:
LONGTRC VI

Depositario:

Pictet & Cie
29, Boulevard Georges Favon
1204 Ginebra Suiza

GEVF

Telekurs:
2053248
Bloomberg:
GLOBENV VI

Asesor de Inversión:

Strategic Investment Advisors SA
11 Cours de Rive
1204 Ginebra Suiza