

Como explicamos en el manual del propietario, los inversores de LTIF deben mirar los resultados de nuestras sociedades para conocer los nuestros, más que el precio de sus acciones (y que el valor de liquidación del fondo, que es sencillamente la suma del precio de las acciones que tenemos en una fecha determinada). Por eso hablamos esencialmente de la "rentabilidad intrínseca", más que de la rentabilidad de las acciones.

Si desea una descripción detallada de la filosofía de inversión de LTIF, y su "manual del usuario", que explica a fondo nuestros conceptos de valoración, como el "valor intrínseco" y el "beneficio por acción del fondo", consulte nuestro sitio en Internet en la dirección www.ltif.com. También puede encontrar *newsletters* anteriores y resultados detallados del fondo desde su creación.

Si tiene cualquier pregunta, envíela a info@ltif.com.

Resultados de nuestra cartera

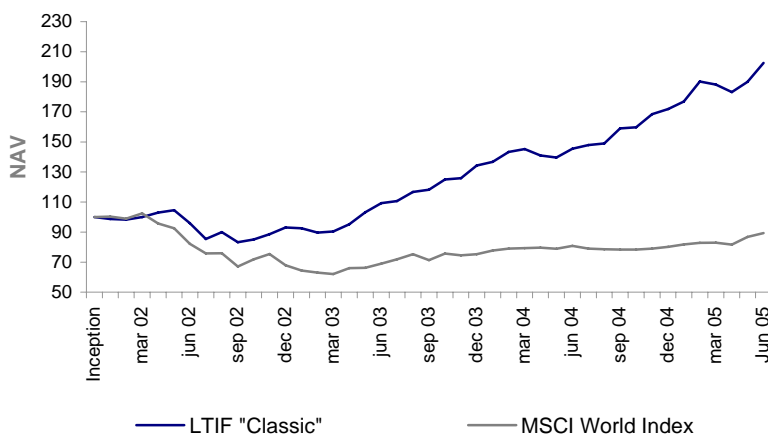
Este segundo trimestre ha sido, en muchos sentidos, una continuación del anterior: hemos incorporado algunas sociedades (6) y hemos vendido aún menos (sólo 1). No se han producido noticias destacables en nuestras sociedades, todas han obtenido más o menos los resultados esperados. Desde el punto de vista del precio de las acciones, también ha sido más de lo mismo: la mayoría de las acciones europeas han subido, como ocurrió con las de las compañías energéticas, mientras que las acciones de nuestras sociedades brasileñas y coreanas han bajado en su mayoría. En general, el valor liquidativo de nuestra cartera ha subido un 17,88% desde el inicio del ejercicio, situando así el valor teórico de la participación del fondo en 202,57 €.

El valor liquidativo ha aumentado un 17,88% desde el 1 de enero.

El total de activos gestionados supera actualmente 100 millones de euros.

Figura 1:

Valor teórico de la participación del fondo LTIF, comparado con el índice MSCI World



Directorio LTIF

Administrador:

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

Gestor de Inversiones:

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

Domicilio social:

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

Depositario:

Pictet & Cie
29, Boulevard
Georges Favon
1204 Ginebra
Suiza

Asesor de Inversión:

Strategic Investment Advisors SA
4, rue de l'Ecole de Chimie
1205 Ginebra
Suiza

LTIF – Class A

Telekurs: 1341036
Bloomberg: LONGTRM VI

LTIF – Class B

Telekurs: 2048550
Bloomberg: LONGTRB VI

GEVF

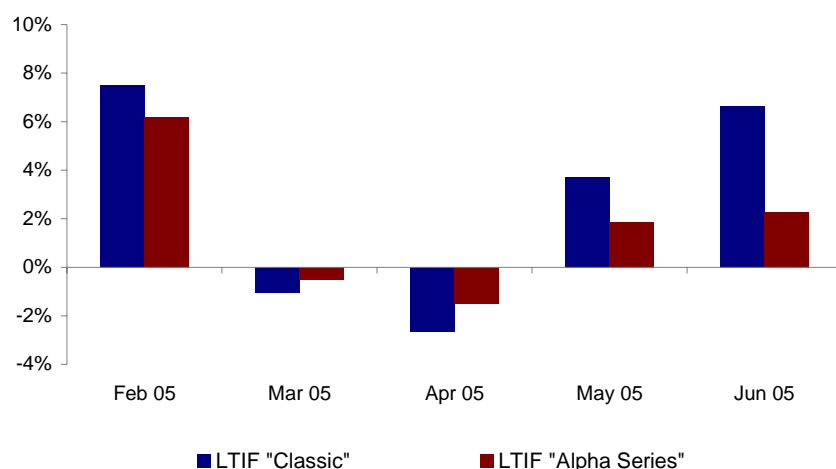
Telekurs: 2053248

Es algo más del doble de los 100 € originales, lo que significa que hemos más que duplicado nuestro dinero en unos tres años y medio, obteniendo una apreciación anual próxima al 20% (el índice MSCI World en euros, con dividendos, se encuentra básicamente estancado en este momento). El tamaño total del fondo, incluidas las series A series ("Classic") y B ("Alpha"), asciende en estos momentos a más de 100 millones de euros.

La Serie Alpha ha aumentado un 8,40% desde su creación, en febrero, con baja volatilidad.

El valor liquidativo de la Serie Alpha ha subido un 8,40% desde febrero, mes de su lanzamiento, y ha sido menos volátil (aumentos y disminuciones más pequeñas), en términos mensuales, que la Serie "Classic". La rentabilidad total es menor que la de LTIF "Classic" porque los índices han subido de media un 7% durante el ejercicio.

Figura 2:
Comparación de rendimiento: LTIF Serie "Classic" – Serie Alpha



Sociedades que hemos vendido

La única sociedad que hemos vendido durante este trimestre fue Sadia, la empresa brasileña de productos de ave y cerdo. Poseemos su principal competidor, Perdigao, y tras considerarlo detenidamente, hemos decidido que era mejor opción concentrar nuestra posición sólo en esta última.

Sociedades que hemos comprado

Como hemos mencionado, hemos comprado seis sociedades, en su mayoría europeas. Aunque nuestro enfoque es "ascendente" (sólo buscamos sociedades buenas y baratas, donde quiera que estén), hemos hecho un esfuerzo por equilibrar nuestra cartera hacia sociedades europeas, porque teníamos muy pocas. Las sociedades que hemos comprado son:

- **Interseroh**, una sociedad alemana especializada en el reciclaje de materiales (envases usados, aparatos usados, etc.). La legislación alemana (y europea) cada vez demanda más reciclaje e Interseroh cuenta con el enfoque y la tecnología para sacar partido de ello.
- **Balda AG** fabrica componentes y montajes para teléfonos móviles. Aunque tiene sede en Alemania, ha trasladado la mayor parte de sus actividades de fabricación a Europa del Este y China.
- **Neste** es una sociedad finlandesa que se dedica al transporte, refinado y comercialización de petróleo. Puede tratar petróleo pesado, que

es mucho más barato que el petróleo ligero, más raro, lo que le da buenos márgenes. Presta sus servicios en la zona del Báltico, donde se disfruta de un crecimiento económico superior a la media.

- **Valero** también se dedica a producir, refinar y comercializar petróleo (es el tercer mayor productor de Estados Unidos), y está realmente centrado en el refino de petróleo pesado, por lo que disfruta de excelentes márgenes.
- **ING Canada** es una aseguradora, participada mayoritariamente por ING en Países Bajos, con una posición de mercado muy sólida, una excelente rentabilidad y bajo precio.
- **Grupo México** es uno de los mayores productores mundiales de cobre y es el que cuenta con mayores reservas. Al igual que con otros bienes básicos, los mercados descuentan una importante caída en el precio del cobre, lo que hace que la sociedad sea muy económica (su rendimiento en dividendos es actualmente del 12%). Creemos que ya se ha producido una importante caída en el precio de las acciones, y cualquier sorpresa al alza (claramente posible, incluso probable) proporcionaría unos beneficios excepcionales.

Noticias de la cartera

Ambas clases (A- "Classic" y B- "Alpha") cotizan actualmente en el mercado de valores de Irlanda

Como se anunció, ambas series cotizan ahora en el Mercado de Valores de Irlanda (si desea consultar las cotizaciones, haga clic en <http://www.ise.ie/app/showFund.asp?fundID=13284>), por lo que están ahora sujetas a la regulación de ese mercado. Una consecuencia práctica es que ahora la inversión mínima debe ascender efectivamente a 100.000 € (ya era así en el pasado, aunque el Consejo del Fondo podía renunciar a ello, y ahora debe cumplirse obligatoriamente).

María Vázquez se incorpora a SIA, SA como Directora de Oficina.

Se ha unido al equipo de Strategic Investment Advisors María Vázquez. María cuenta con una amplia experiencia en todas las funciones de back-office, tras haber pasado muchos años en BSCH y JP Morgan en Ginebra ocupando cargos de gestión. Estamos muy contentos de que haya decidido unirse a nosotros y estamos seguros de que su presencia aportará rigor a nuestras operaciones y nos permitirá dedicar más tiempo a la búsqueda de sociedades buenas e infravaloradas.

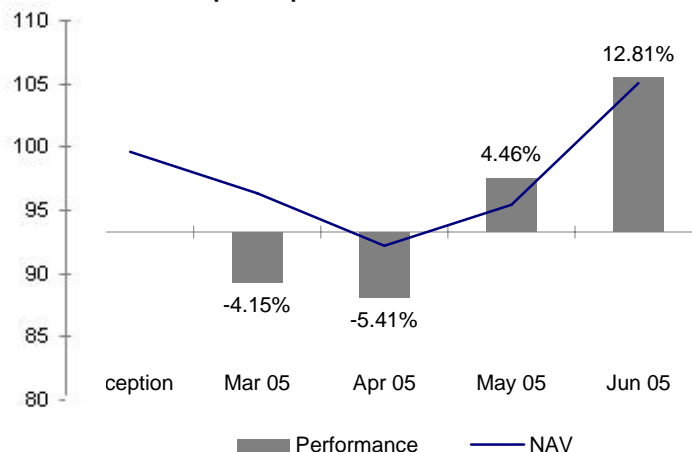
Dos noticias de menor importancia son que trasladamos nuestras oficinas a 11, Cours de Rive, en Ginebra (las anteriores se habían quedado muy pequeñas), y que se ha constituido Strategic Investment Advisors, Sociedad Anónima, en España para atender nuestros negocios en este país. Aunque puede que España no sea el primer mercado al que debemos dirigirnos, lo cierto es que la reputación de Walter Scherk allí hace casi imposible no desarrollar un sólido negocio. Tenemos previsto comenzar nuestras actividades en marzo de 2006, esencialmente con los mismos fondos que tenemos en estos momentos.

Global Energy Value Fund

El fondo GEVF ha aumentado un 6,83% desde su creación en marzo de este año, a pesar de su alta volatilidad.

Como saben nuestros inversores, lanzamos el fondo Global Energy Value Fund (GEVF) el 1 de marzo de 2005. Desde entonces, los inversores no han dejado de leer en los titulares de la prensa que los precios del petróleo están subiendo a 100 \$ el barril... o que están a punto de colapsarse por el peso de la especulación desenfrenada. Como la volatilidad del rendimiento puede presentar indicios en cualquier dirección (v. figura 3), creemos que es especialmente importante que los inversores entiendan el análisis fundamental que nos lleva a estar convencidos de que la energía, en general, y el fondo GEVF, en particular, es una de las mejores inversiones disponibles en el mundo en estos momentos, con independencia de cualquier variación a corto plazo en el precio del petróleo o las acciones de las compañías petroleras. Desde el punto de vista de un inversor, las compañías petroleras tienen dos atractivos principales: no sólo están muy infravaloradas, sino que el análisis que lleva a la conclusión anterior es relativamente sencillo. Por tanto, tenemos importantes ganancias potenciales claramente visibles, algo que sencillamente no está disponible en ninguna otra parte en los mercados actuales.

Figura 3:
Valor teórico de la participación mensual en GEVF



Para aclarar este argumento, tenemos que cubrir básicamente dos puntos: cuál será el precio probable del petróleo en el futuro, y cómo valorar una compañía petrolera basándonos en esa previsión de precio. Empecemos por el primero.

El precio futuro del petróleo

Gran parte de los que se dice sobre la evolución de los precios del petróleo carece totalmente de fundamento.

Como hemos mencionado anteriormente, no es raro leer en la prensa de negocios frases como "el precio actual del petróleo soporta una "prima de terror" de 20 \$", "basándonos en los datos fundamentales, el precio "correcto" del petróleo es 25-35 \$", "estamos experimentando una burbuja especulativa en el petróleo"... pero también se habla de picos muy altos que elevan el precio del petróleo por encima de 100 \$ el barril. De estas afirmaciones, ¿cuál es cierta? ¿Quién tiene razón?

Una primera característica de la mayoría de estas afirmaciones, si no de todas, es que carecen de base alguna. ¿Cómo estima la gente una "prima de terror"? ¿Cómo saben cuál debería ser el precio "fundamental" del petróleo? Vamos a ver si, partiendo de una sólida teoría microeconómica y datos reales, podemos establecer un argumento sólido y riguroso que nos indique el buen camino.

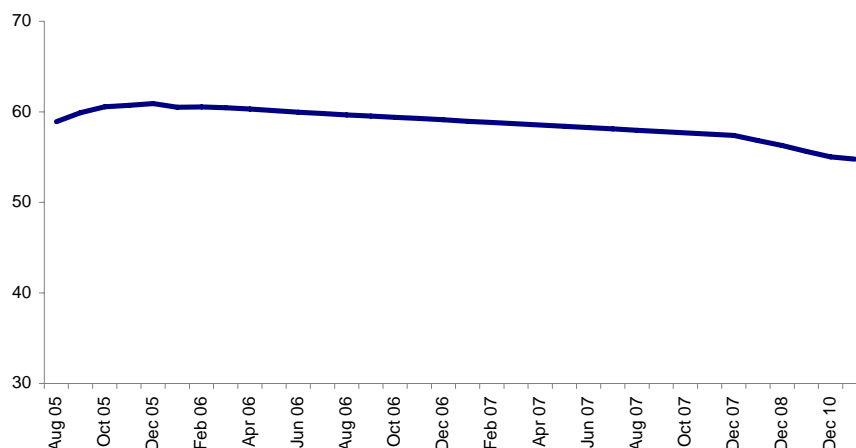
Los precios de "contado" de los bienes que no pueden almacenarse rara vez se ven afectados por la especulación; están determinados por la oferta y la demanda.

En los mercados libres, todos los precios están determinados por la oferta y la demanda. El precio de mercado es, sencillamente, el que satisface a la mayor parte de los consumidores y de los productores, y los mercados tenderán, con mayor o menor rapidez (dependiendo de algunas características específicas, que comentaremos más adelante), hacia él.

Algo que podemos dejar claro en este momento, pero que volveremos a comentar más adelante, es que los precios de contado de los productos básicos que no pueden almacenarse suelen estar sujetos a especulación¹. Pongamos un ejemplo. Si corriera la voz de que se va a producir una grave carencia de jabón en tres meses, la mayoría de nosotros reaccionaría comprando más de lo normal, por si acaso. Esto provocaría un aumento del precio actual del jabón, ya que la demanda sería mayor y la oferta sería la misma. Pero si corriera este mismo rumor sobre las manzanas, no pasaría nada con su precio actual, ya que almacenar muchas manzanas no nos serviría de nada (por lo que no se dispararía la demanda).

Cuando vemos que el petróleo cotiza en el mercado de contado a cualquier precio, podemos estar seguros de que ese es el precio de mercado "correcto" (el que corresponde a la oferta y a la demanda reales), ya que la capacidad mundial para almacenar petróleo es muy reducida en comparación con su uso total. Por tanto, no existe especulación en el precio de contado. Puede haber (y de hecho, *debe* haber) especulación en los precios futuros, ya que son esencialmente una apuesta sobre cuál será el precio de contado en el futuro. Resulta curioso que el precio del petróleo hoy sea prácticamente el mismo si se entrega la semana que viene o dentro de tres años.

Figura 4:
Precios del petróleo para suministro futuro (NYMEX), mediados de julio de 2005



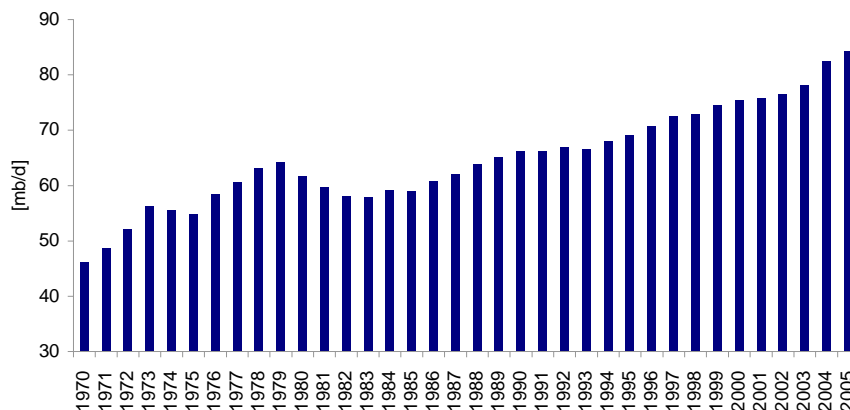
Si el precio está determinado por la oferta y la demanda, debemos entender la evolución de estas dos fuerzas para predecir con certeza la evolución de los precios. Empecemos con la demanda.

¹ Un precio de "contado" es un precio pagado, en efectivo, por algo comprado y entregado de inmediato. Un precio "futuro" es un precio ya fijado que se pagará en el futuro por un suministro, ya sea en un plazo de un mes o de cinco años.

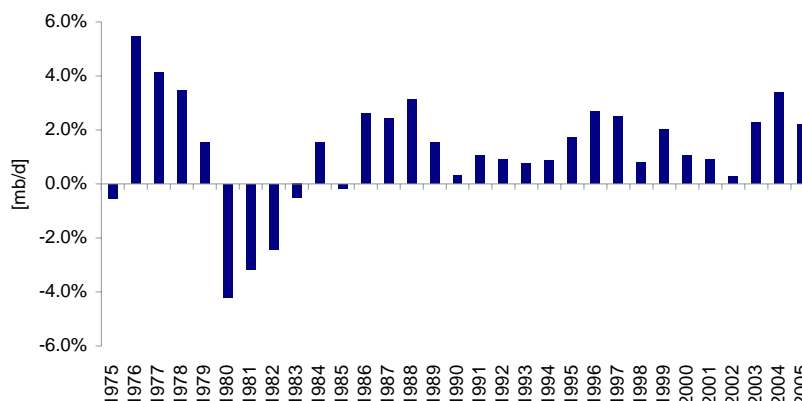
La demanda de petróleo

Según la Agencia Internacional de la Energía, el consumo mundial de petróleo en 2005 ascenderá a una media de 84.3 millones de barriles al día (bpd). Esto es una media, no un número diario constante, por dos motivos: la demanda es estacional (es mayor en verano e invierno, y menor en primavera y otoño en el hemisferio norte); y va en aumento. La tasa de crecimiento futura se desconoce, por supuesto, pero en el siguiente gráfico se muestra cómo ha sido en el pasado:

Figura 3:
 Consumo mundial total y tasa de crecimiento



Fuente: International Energy Agency

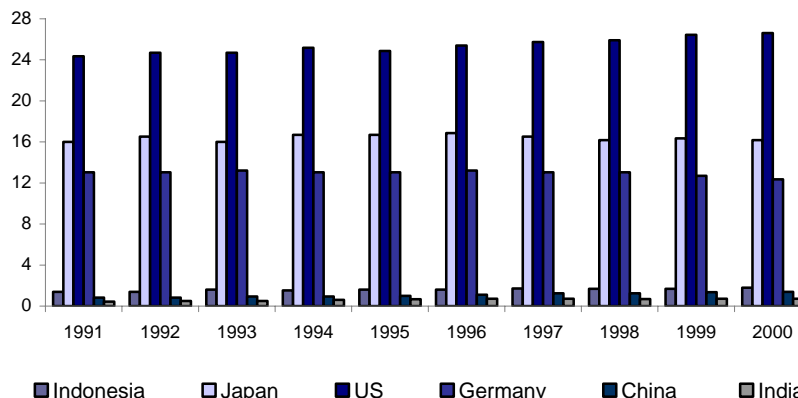


Fuente: International Energy Agency, SIA

Como puede verse, sólo durante una recesión extrema se redujo realmente el consumo. El resto del tiempo, el consumo subió a tasas de crecimiento variables.

Se ha hablado mucho de la aceleración de la tasa de crecimiento y el desarrollo de China en los últimos años. Es lógico, ya que China es un país inmenso que experimenta un crecimiento económico rápido y que partía de un consumo de petróleo per cápita extremadamente bajo (lo mismo podríamos decir de la India, por cierto), como se demuestra en la figura 6.

Figura 4:
Consumo de petróleo per cápita de varios países, incluidos China y la India



Pero observemos que la cifra absoluta mayor de nueva demanda sigue viniendo de Estados Unidos, que engulle más de una cuarta parte de toda la producción mundial.

Es difícil imaginar una economía mundial en crecimiento que no conlleve un importante aumento de la demanda de petróleo

¿Cómo evolucionará la demanda? Creemos que existen importantes motivos para pensar que seguirá creciendo. El consumo mundial de petróleo se disparó de 10 millones de barriles al día en 1950 a 50 millones de barriles al día en 1970 (esto es, experimentó una tasa de crecimiento anual compuesto del 8,38%), sólo porque las clases medias de occidente (500 millones de personas) compraron un coche. Pues bien, las compras de vehículos han aumentado un 24% en China el último mes de mayo con respecto al ejercicio anterior, y un 20% en la India. Es evidente que, con subidas y bajadas, cientos de millones de personas van a tratar de disfrutar de las comodidades básicas (un vehículo de motor, aire acondicionado) que en occidente se dan por sentado. Esto representará un sustancial incremento de la demanda. Claro que habrá recesiones por el camino, pero la tendencia general está clara. (No obstante, merece la pena señalar que China está creciendo más despacio de lo que lo hicieron Japón, Corea y Taiwán cuando se encontraban en la misma fase de desarrollo. Japón creció durante 40 años sin experimentar ninguna recesión).

¿Qué significa todo esto? Que con un mundo cuya población va en aumento, cuya economía crece y añora comodidades que demandan energía (y fertilizantes, por cierto, porque más gente sin duda significa más alimentos), la demanda de petróleo sólo puede seguir subiendo. Ya sea a un 1,5% o a un 3%, no lo sabemos (recuerde, fue superior al 8% en los 50 y los 60). Pero podemos estar convencidos de que la demanda, a medio plazo, crecerá de forma significativa.

La oferta de petróleo

Veamos ahora la oferta. El mundo produce cerca de 84.3 millones de bpd: prácticamente lo mismo que consume ya que, recordemos, no hay mucha capacidad de almacenamiento. Este es el nivel que, dada la demanda actual, genera el precio actual. Pero ¿podría ser más bajo, como sugieren muchos analistas? Para dar una respuesta razonada, tendrá que repasar con nosotros un par de párrafos de teoría microeconómica.

En un mercado competitivo, el precio de un producto básico es igual al coste marginal del proveedor marginal. Más sencillo, el precio está determinado por cuánto le cuesta al proveedor con mayor coste producir un barril más. Si el precio baja de ese nivel, el proveedor no

lo produce, porque a nadie le gusta perder dinero, y el precio sube. A corto plazo, el precio que importa es el "coste en efectivo" marginal: cuánto cuesta, en términos estrictamente variables, extraer un barril más de petróleo de un pozo que ya está ahí. A medio plazo, el precio debe cubrir también el coste de abrir el pozo, porque si no nadie lo haría (y, como los pozos se agotan rápido, la producción bajaría).

Si un productor de bajo coste (por ejemplo, Arabia Saudí), tiene capacidad suficiente para satisfacer toda la demanda del mundo, el precio es bajo y el resto de competidores se quedan sin negocio. Pero ese productor puede decidir no satisfacer toda la demanda y guardar parte de sus reservas para el futuro. Entonces el precio quedará fijado por el siguiente productor más caro. Por supuesto, éste puede hacer lo mismo y el precio sigue subiendo, hasta que es lo suficientemente elevado como para que alguien empiece a pensar que, a esos precios, le compensa producir más (más vale pájaro en mano, que ciento volando), y el precio finalmente encuentra un equilibrio (más o menos estable).

En este sentido, el precio puede ser superior a lo que la teoría pura dictaría, porque algunos productores de bajo coste pueden restringir la producción, dejando así que los productores con mayor coste determinen el precio. Esto es exactamente lo que la OPEP ha estado intentando hacer, con más o menos éxito, en los últimos 30 años.

El mundo se ha quedado sin exceso de capacidad porque la demanda ha crecido y no se ha invertido lo suficiente, precisamente porque los precios eran demasiado bajos en el pasado. Hace falta muchos años para aumentar la producción.

Las consecuencias son muy importantes: si la OPEP (básicamente, Arabia Saudí) tiene capacidad extra a bajo precio, el precio del petróleo puede reducirse fácilmente aumentando su producción. Pero si no es así, la OPEP carece de poder: cada uno produce todo lo que puede y el precio queda determinado por el coste marginal del productor menos eficiente. Existen todos los motivos para creer que ésta es la situación que tenemos en la actualidad: tras años de mantener una capacidad extra, el aumento de la demanda finalmente la ha absorbido y Arabia Saudí sencillamente no puede producir más petróleo. La mayoría de la gente no sabe que, por el contrario, Arabia Saudí puede estar produciendo en la actualidad menos petróleo que el año pasado (retomaremos este punto más adelante).

En estas circunstancias, cuando la demanda está lista para absorber toda la producción disponible a corto plazo, comienza una subasta, en la que los compradores puján aumentando el precio del petróleo, hasta que algún comprador en potencia desiste. Actualmente, hay interés suficiente para comprar 84 mill. De barriles al día a más de 55 \$, y eso es lo que determina el precio.

El mundo se ha quedado sin capacidad de producción extra por dos motivos: el crecimiento de la demanda, ya comentado, y el "agotamiento", un factor mucho más importante pero poco comentado.

Todos los campos de petróleo tienen un límite, como es lógico. Después de un punto, dependiendo de lo grande que sea el campo, de lo rápido que se extraiga el petróleo y de sus propias características geológicas, todos los campos de petróleo comienzan a producir menos que en el pasado. En la mayoría de los casos, la reducción es suave, unos puntos porcentuales al año. En otros, es brusca: hasta un 10% menos de producción al año (ésta es la tasa actual de agotamiento de los campos del Mar del Norte). En este caso, el campo de petróleo se abandona en unos años. Este fenómeno sucede todos los días, desde el primer día en que se extrajo petróleo, pero se ha visto compensado por nuevos descubrimientos y por el aumento de la producción en los campos en explotación.

Un determinante clave de la oferta es el "agotamiento", la cantidad en la que se reduce la producción de los campos antiguos cada año.

Es un problema muy serio, que a menudo se pasa por alto.

Según la Agencia Internacional de la Energía, el agotamiento mundial se sitúa en estos momentos en torno al 5% anual. Eso significa que, para permanecer constante, la producción debe aumentar efectivamente un 5% al año (que, a los índices actuales, es más de 4 millones de bpd, o casi el pico de producción de Irak). Cabe destacar que en los dos últimos años, muchas de las naciones productoras de petróleo, como Noruega, Reino Unido, Australia y, posiblemente, Rusia, han sobrepasado su pico (luego producen menos petróleo al año), y que varios exportadores se han convertido en importadores (como Indonesia, Australia o incluso Reino Unido).

Por supuesto, el mundo está tratando de aumentar la producción: la mayoría de las compañías petroleras tienen planes de expandir algunos campos que ya explotan y abrir otros nuevos. Pero esa tarea lleva mucho tiempo, generalmente unos cinco años, salvo por las actividades más sencillas de desembotellamiento. Eso significa que sabemos ahora cuánto petróleo puede producirse en los próximos cinco años: la producción actual, más todas las nuevas actividades en fase de preparación, menos el agotamiento. Si se realizan nuevos descubrimientos relevantes (algo que no ha sucedido en más de 30 años, pero que podría pasar), no afectarían a la situación de oferta/demanda durante al menos cinco años, que es el plazo mínimo que se necesitaría para poner ese petróleo en el mercado (en realidad, sería más, ya que sólo se están haciendo descubrimientos en lugares donde es difícil trabajar, los últimos en ser explorados).

En la tabla 1 se muestra el potencial máximo de oferta de los próximos cinco años.

En la tabla 1 se resumen estas cifras y se presenta una indicación de la producción mundial máxima en los próximos años. Comenzamos con la capacidad actual, sumamos las nuevas actividades que se tienen previstas, y restamos el agotamiento. Intencionadamente, hemos "trucado" esta tabla: las adiciones previstas son menores, y el agotamiento es probablemente mucho mayor. Hemos querido ser muy conservadores al estimar el precio futuro, así que hemos realizado hipótesis muy optimistas en relación con la oferta.

Tabla 1:
Posible oferta máxima para los próximos cinco años

[Mill. barriles / día]	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Producción del año anterior	82,5	85,0	85,5	85,9	86,3	86,7
Exceso de capacidad	1,5	1,0	0,5	0,0	0,0	0,0
Adiciones	3,5	2,0	2,5	3,0	3,0	3,0
Agotamiento	2,5	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6
Total capacidad	85,0	85,5	85,9	86,3	86,7	87,1

Fuente: International Energy Agency, CIBC, SIA

Ahora tenemos que comparar esa oferta con la posible demanda. Como es lógico, la demanda no puede ser mayor que la oferta: no podemos consumir lo que no somos capaces de producir (recuerde, no existen existencias significativas). Luego, si la demanda tiene una tendencia "natural" a crecer (por todo el desarrollo económico que hemos comentado) por encima de la oferta, el precio tendrá que subir para "restringir" esa demanda. ¿Cuánto?

Esta es la única parte de teoría económica que necesitamos para cerrar nuestro argumento: la elasticidad de la demanda. En la mayoría de los casos, cuando el precio del bien básico sube, la demanda de ese bien baja (y viceversa). Pero las proporciones varían. La demanda de

medicamentos que salvan la vida es bastante elástica: no varía con el precio, al menos no mucho. La gente comprará el medicamento, literalmente, a cualquier precio, siempre que pueda permitírselo. Por el contrario, si el precio baja, no lo comprará mucha más gente, si no lo necesita. Por el contrario, la demanda de manzanas es elástica: si el precio sube, la gente compra peras o cualquier otra fruta.

La demanda de petróleo no es flexible a los precios a corto plazo: la gente necesita energía, aunque el precio suba.

Cuando la demanda es elástica, una ligera variación en el precio cambia rápido la actitud de la gente. Cuando no es elástica, la gente sigue demandando la misma cantidad, con independencia del precio. Eso significa que, si la demanda tiene que restringirse (o aumentarse), el precio tiene que variar mucho. Y eso es lo que sucede con el petróleo.

De acuerdo con el Departamento de Energía estadounidense, el petróleo tiene una elasticidad global de 0,2. Esto significa que un aumento del 10% en el precio se traduce en una reducción del 2% en la demanda. Como es evidente, esto varía según el producto (el petróleo para producción energética es más elástico, porque la electricidad puede obtenerse con gas natural, que la gasolina, que no tiene sustituto a corto plazo). Claro que ésta es la elasticidad a corto-medio plazo: si los precios son muy altos o muy bajos durante mucho tiempo, la gente cambiará sus coches y el modo de calentar sus hogares, pero esos cambios requieren tiempo para incidir en la demanda global.

Ahora tenemos todos los elementos que necesitamos para estimar cuál puede ser el precio del petróleo en los próximos años: en la tabla 2 se presentan los cálculos. Tomamos la oferta máxima posible, estimamos varios niveles de demanda, vemos si existe "exceso de demanda" y entonces, utilizando la elasticidad estimada, calculamos lo alto que tiene que ser el precio para que la demanda "se ajuste" a la oferta disponible. En nuestros cálculos, partimos de un precio de salida del mercado de 55 \$ (en realidad, ya está cerca de 60 \$ cuando escribimos esto).

Tabla 2
Proyección del precio del petróleo teniendo en cuenta la oferta y la demanda

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Crecimiento de la demanda, por año						
1,5%	84,5	85,8	87,1	88,4	89,7	91,0
2,0%	84,5	86,2	87,9	89,7	91,5	93,3
2,5%	84,5	86,6	88,8	91,0	93,3	95,6
Exceso de demanda (frente a capacidad total, según la tabla 1)						
1,5%	-0,5	0,3	1,1	2,0	2,9	3,9
2,0%	-0,5	0,7	2,0	3,3	4,7	6,2
2,5%	-0,5	1,1	2,9	4,7	6,5	8,5
Precio necesario para equilibrar oferta y demanda, tomando una elasticidad del 0,2						
1,5%	55,00	55,94	58,61	61,31	64,02	66,75
2,0%	55,00	57,28	61,27	65,24	69,20	73,14
2,5%	55,00	58,61	63,88	69,10	74,25	79,34

Como es evidente, estos resultados son estimaciones. Nadie sabe cuál será el precio y, sin duda, fluctuará, ya que las cuatro cifras clave (incrementos de producción, agotamiento, crecimiento de demanda y elasticidad de demanda) sólo son aproximaciones. Estos precios estimados se alcanzarán quizá uno o dos años antes o después de lo previsto.

Aunque no podemos prever el precio del petróleo de un año para el siguiente (y mucho menos de un trimestre para el siguiente), podemos entender que van a mantenerse en los niveles actuales durante mucho tiempo, con el riesgo de que suban, pese a que es posible que haya caídas a corto plazo de vez en cuando.

Esta tabla no es, por tanto, una previsión interanual del que será el precio del petróleo, sino una estimación de dónde puede situarlo el equilibrio entre la oferta y la demanda. Probablemente habrá altibajos, porque si no hay exceso de capacidad, y pasa cualquier cosa con la oferta, seguirá el pánico a corto plazo. Pero esto está claro: para que el precio del petróleo caiga significativamente por debajo de su nivel actual durante un período de tiempo razonable, debe suceder una de las siguientes dos cosas: que se encuentre mucho petróleo que pueda extraerse de forma inmediata a bajo coste, o que la demanda caiga permanentemente, quizá como consecuencia de una profunda recesión mundial muy prolongada en el tiempo, o porque las nuevas tecnologías nos permitan sustituir de inmediato el petróleo por otro combustible. De no ser así, es muy difícil imaginar cómo podría bajar el precio del petróleo de su nivel actual. (Por el contrario, es fácil imaginarse cómo podría seguir subiendo: que un accidente tuviera lugar en la capacidad de producción o que el agotamiento fuera más rápido de lo previsto. Y existen motivos de sobra para no descartar ninguna de estas dos posibilidades).

Un último punto: ¿qué pasa con la elasticidad de la oferta? Si el precio del petróleo sube, también lo hace el incentivo para producirlo. Eso es exactamente lo que está sucediendo: el GEV es un gran inversor en tierras petrolíferas canadienses, un tipo de producción petrolífera que sólo puede justificarse con un precio del petróleo superior a 25 \$. Como cada vez es más evidente que los precios se mantendrán por encima de ese nivel, las sociedades están empezando a destinar los miles de millones de dólares necesarios para extraer ese petróleo. Además de un aumento de la oferta, los elevados precios traerán con el tiempo sustitutos, como el carbón licuado, la energía eólica o cualquier tipo de nueva tecnología que puede inventarse (no descartemos una importante vuelta a la energía nuclear). El mundo no se ha quedado sin petróleo. Se ha quedado sin petróleo barato. Se estima que Canadá tiene, en sus tierras petrolíferas, tanto petróleo como el resto del mundo junto... salvo por las tierras petrolíferas venezolanas, donde hay tanto petróleo como en Canadá. Pero cuesta mucho extraer ese petróleo y tendrá que pasar mucho tiempo hasta que afecte a la oferta mundial. El mundo no se quedará sin energía, pero vamos a presenciar unos años de gran tensión, porque conseguir nueva producción y sustitutos requiere mucho tiempo y todo el mundo pensó hace dos años (y algunos todavía lo piensan) que los precios del petróleo bajarían otra vez a 25 \$ y que cualquier nuevo proyecto terminaría siendo un fracaso. El mundo no está preparado en absoluto para una situación en la que la producción del petróleo crezca a menor ritmo que la demanda.

Por tanto, si aceptamos que el precio del petróleo va a situarse, en un futuro cercano, al menos aproximadamente donde está, podremos empezar a valorar las compañías petroleras.

Cómo valorar una sociedad petrolera

Una compañía petrolera tiene dos actividades relacionadas con el petróleo y, a veces, una tercera no tan relacionada. Las dos primeras son la explotación de sus reservas y su capacidad para encontrar más petróleo. La tercera es, en el caso de las compañías denominadas "integradas", el transporte, el refinado y la distribución. La rentabilidad

de estas últimas actividades no se ve realmente afectada por el precio del petróleo, que es sólo la “materia prima” en la que se basan.

Valorar las reservas no es muy difícil: las compañías deben decidir el petróleo que tienen y eso basta para multiplicar ese número por el precio previsto para el petróleo, y descontar los gastos de extracción (“elevación”), durante el tiempo que falta hasta el agotamiento total de las reservas. Como es lógico, en el mundo real la estimación de las reservas es más un arte que una ciencia, pero no obstante contamos con estimaciones razonables.

Nuestra metodología de valoración basada en la investigación pone énfasis en las reservas por encima de los flujos de caja actuales

La valoración de las actividades de exploración es más complicada, puesto que no sabemos cuánto petróleo encontrará la compañía en el futuro. Lo cierto es que, en el caso de la mayoría de las compañías, la cantidad de petróleo que han encontrado en los últimos años es cada vez menor y, en algunos casos, la reducción es muy rápida (algunos de los “grandes” están encontrando ahora cada año menos de la mitad del petróleo que producen). Obviamente, el valor de una unidad de exploración que no encuentra petróleo es negativo, ya que cuesta mucho dinero seguir buscando. Por estos motivos, atribuimos un valor conservador a las actividades de exploración y preferimos las compañías con un alto nivel de reservas probadas.

Partiendo de este enfoque, hemos analizado un gran número de compañías petroleras y hemos estimado un “valor liquidativo actual” para cada una de ellas en los distintos niveles de precios del petróleo. Este valor es el valor de sus reservas (teniendo en cuenta el tipo de petróleo que tienen, sus costes de elevación, su ritmo de extracción, etc.), más algo de valor de sus actividades de exploración, menos la deuda financiera que tienen contraída. Entonces las comparamos con el valor de mercado de la sociedad y decidimos si la sociedad está sobrevalorada, infravalorada o tiene un “precio razonable”.

De acuerdo con nuestros cálculos, la mayoría de las compañías tendrían un “precio razonable” si el precio del petróleo se quedara alrededor de 35 \$. “Valor razonable” significa que una inversión en la sociedad generaría un rendimiento del 10% anual durante la vida de la inversión. Si fijamos un precio constante de 55 \$ en nuestros cálculos, muchas de las sociedades que hemos seleccionado valen en realidad el doble, como mínimo, de su precio actual. Y este cálculo no tiene en cuenta la inflación o cualquier avance futuro. Además, algunas de estas sociedades tienen más de 40 años de reservas. Todos los argumentos anteriores nos hacen pensar que es extremadamente improbable que el precio del petróleo no vaya a subir de 40 \$ en los próximos 40 años (ya está a 60 \$) y, por lo tanto, hay mucho valor en estas sociedades.

Creemos que el fondo GEVF es un buen modo de explotar este valor porque nos concentramos en la vida de las reservas y la producción futura, más que en los beneficios o flujos de efectivo del ejercicio en curso. Invertimos en sociedades que empiezan ahora a tener el reconocimiento del mercado, que son las que sufren una mayor infravaloración. Creemos que es una inversión con un “margen de seguridad” enorme (aunque el petróleo se colocara en 40 \$, seguirían siendo sociedades aceptables) y con grandísimas ventajas (puede duplicar fácilmente su cotización en los próximos años). Además, ofrecen una “cobertura” a cualquier cartera: si los precios del petróleo suben drásticamente, el resto de los sectores sufrirá.

Seguimos supervisando nuestra cartera, perfeccionando nuestro análisis y ajustando nuestras posiciones en consecuencia. Algunas de nuestras sociedades han subido drásticamente en el mercado este año (en algunos casos, más del 50%), pero todavía hay más valor que

antes, ya que ese aumento no refleja totalmente la subida del precio del petróleo, que creemos que será más o menos sostenible, como ya hemos comentado.

El GEVF debería demostrar ser una inversión excepcionalmente rentable a largo plazo, a pesar de su volatilidad.

Sin embargo, va a ser una inversión volátil: dado que es un fondo que se concentra sólo en un sector, no puede haber una "homogenización por diversificación" de los resultados, como sucede en los fondos generalistas, como LTIF. Por eso, no sería de extrañar que el valor liquidativo del fondo cayera varios puntos porcentuales durante uno o varios meses (como sucedió en marzo-abril este año), ni deberíamos esperar aumentos mensuales constantes del 12,81%, como el pasado mes de junio. (Quizá, esa volatilidad debería ser bien acogida por los inversores, ya que no guarda relación –o, por lo menos, negativa– con la mayor parte del resto de inversiones). Lo que los inversores deben saber es que, mientras los precios futuros a largo plazo (petróleo para suministrar dentro de cinco años) estén muy por encima de los 40 \$ (están a más de 55 \$ ahora), el GEVF demostrará ser una de sus mejores inversiones de toda la vida.

Aviso legal

Long-Term Investment Fund (Series A yB) cuenta con autorización de distribución en Irlanda a inversores cualificados, 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 esos inversores.