

Long-Term Investment Fund

Newsletter diciembre 2003

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

Excelentes beneficios de la práctica totalidad de las sociedades

Una vez más, la mayoría de nuestras sociedades han obtenido muy buenos resultados durante el último trimestre. No tenemos todavía la información del ejercicio 2003 completo, pero más de la mitad de las sociedades que tenemos presentarán beneficios récord en ese ejercicio. En la *newsletter* de marzo, publicaremos el valor intrínseco del fondo, una vez hayan sido publicados todos los resultados anuales. Sin embargo, ya podemos anticipar un buen aumento. Es interesante observar que ninguna de las sociedades adquiridas en 2003 ha obtenido malos resultados.

Aumento del 44,25% del valor liquidativo del fondo, neto de gastos

En el siguiente gráfico se presenta la evolución del valor liquidativo del fondo por acción, en comparación con el índice de acciones MSCI World, con dividendos (netos), en euros, en los dos últimos ejercicios:

Directorio LTIF

Administrador:

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

Gestor de Inversiones:

J3 Associates Ltd.
Mill Mall, P.O. Box 964
Road Town, Tortola
Islas Vírgenes Británicas

Domicilio social:

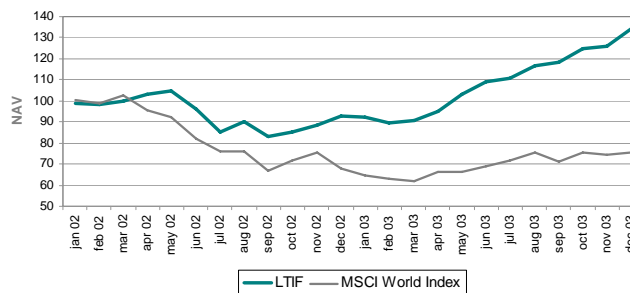
Mill Mall, P.O. Box 964
Road Town, Tortola
Islas Vírgenes Británicas

Depositario:

Pictet & Cie
29, bd Georges Favon
1204 Ginebra
Suiza

Telekurs: 1341036

Bloomberg: LONGTRM VI



El valor patrimonial total ha aumentado de 4.818.440 € a 12.497.584 € en 2003

En nuestro segundo ejercicio de actividad, el mercado ha reconocido nuestra filosofía de inversión. Así, el «valor liquidativo» del fondo ha experimentado un espectacular aumento, superando la apreciación global de la mayoría de los mercados. Los inversores del fondo verán una revalorización de su inversión del 44,25% en el ejercicio, neta de comisiones y gastos.

Todo ello en un contexto de entrada constante de flujos de efectivo al fondo. El valor patrimonial del fondo se ha incrementado de 4.818.440 € al cierre de 2002 a 12.497.584 € al 31 de diciembre de 2003. Este incremento se debe a la entrada de flujos (4.540.111 €) y a la revalorización del capital, más dividendos.

Las cifras de rentabilidad del fondo son las siguientes:

Rentabilidad al 31 de diciembre de 2003, neta de comisiones

· Mensual	6,69%
· Anual	44,25%
· Desde la creación	34,30%
· 3 meses renovable	13,63%
· 6 meses renovable	23,00%
· 12 meses renovable	44,25%

Análisis estadístico (12 meses renovable)

· Desviación estándar	3,42%
· Desviación estándar (anualizada)	11,85%

Comparación con el índice de referencia (MSCI World con dividendos netos, en euros)

· Alfa	26%
· Beta	.54

Noticias de la cartera

Hemos vendido dos sociedades desde la última *newsletter*, otra vez por motivos encontrados. También hemos incorporado dos nuevas sociedades a nuestra cartera.

La venta de Petroleum Development Corporation generó un importante

Hemos vendido Petroleum Development porque, aunque seguimos creyendo que es una excelente sociedad, su valoración ha llegado mucho más lejos de lo que justifica cualquier

beneficio (revalorización del capital por encima del 250%)

fundamento razonable. La compramos a unos 6 \$ (aumentando la posición en torno a los 9 \$) y la hemos vendido por encima de 22 \$. Era una posición grande y ha proporcionado al fondo una extraordinaria rentabilidad. Todavía creemos que el gas natural americano es una estupenda inversión y hemos destinado parte del producto de la venta a incrementar nuestra posición en Canadian Natural Resources. Si el precio de la acción de PET cae a un nivel razonable, es posible que compremos de nuevo.

La venta de Teleplan NV se tradujo en una importante pérdida (45%)

Teleplan NV ha sido una decepción constante. Primero, nos equivocamos comprando demasiado caro, como explicamos en una *newsletter* el año pasado. Hemos aprendido que cuando el aumento de los beneficios procede de adquisiciones, es difícil evaluar las perspectivas reales de la sociedad. Quizá sea la única sociedad que hemos comprado por un precio superior al que normalmente demandamos, pero pensamos que sus excelentes perspectivas de crecimiento garantizaban múltiplos mayores.

Pues bien, nos equivocamos. Primero, la sociedad sorprendió a los inversores con resultados muy por debajo de lo que nos había hecho creer. Y después, salió con que había cerrado contratos a largo plazo en dólares, pero que sus costes eran en euros. La (relativamente previsible) caída del dólar ha hecho que la sociedad haya perdido básicamente su rentabilidad.

El problema es que la sociedad no había revelado su riesgo de cambio más importante (que no estaba cubierto) hasta que ya era demasiado tarde. De lo contrario, hubiéramos vendido antes y a un precio mejor. Pero creemos sinceramente que, en comparación con las expectativas de crecimiento de la sociedad, vendimos a un precio muy bueno. Por desgracia, el precio era más o menos la mitad de lo que habíamos pagado.

Hemos incorporado dos sociedades brasileñas al fondo y seguimos aumentando nuestras posiciones en materias primas

Hemos tenido que encontrar nuevas inversiones durante el ejercicio, ya que, como mencionamos anteriormente, hemos recibido aportaciones por un valor equivalente a lo que teníamos el inicio del ejercicio, además de tener que reinvertir el producto de la venta de sociedades que llevamos a cabo.

En la *newsletter* anterior, decíamos que las empresas de materias primas podrían ser una excelente inversión a largo plazo, si estaban bien gestionadas y podían comprarse a precios bajos. Seguimos pensando así, pero el problema es que la mayoría de las empresas de materias primas se han encarecido mucho porque el mercado se ha dado cuenta de la escasez de algunos componentes básicos necesarios para el crecimiento económico.

Siguiendo nuestro profundo enfoque en el valor, hemos decidido comprar dos empresas de materias primas muy interesantes, situadas en Brasil. Aunque el fondo trata de concentrarse en los países desarrollados, creemos que Brasil ofrece un entorno relativamente seguro para nuestro dinero, sobre todo cuando las sociedades que compramos están orientadas básicamente a la exportación y tienen por tanto sus ventas denominadas en dólares.

- Caemi es una sociedad que deriva la mayor parte de sus ventas de mineral de hierro y es uno de los mayores fabricantes del mundo. Vende en Europa y China. La

hemos encontrado a un precio muy bajo y ya ha experimentado una revalorización sustancial (35% en un par de meses). Creemos que tiene un excelente futuro, ya que tiene costes muy bajos y enormes depósitos. Aunque la demanda de hierro disminuya (reduciendo así los beneficios de la sociedad), creemos que podremos venderla por más del doble de lo pagado en unos años.

- Klabin, también con sede en Brasil, en una empresa de pulpa y papel. Está especializada en cajas de cartón. Sus costes son aproximadamente una tercera parte de los costes de Estados Unidos. Tiene grandes plantaciones de eucalipto y sólidos planes de crecimiento. La sociedad atravesó una fase estratégicamente mala, pero acaba de terminar una reestructuración que la ha convertido en una sociedad orientada y bien gestionada.

Perspectivas para 2004

Es parte esencial de la filosofía del fondo no tratar de adivinar lo que el «mercado» va a hacer. De ahí que admitamos no tener ni idea de lo que sucederá con el precio de las acciones en 2004. Sin embargo, estamos bastante seguros de que las sociedades que componen nuestra cartera tendrán buenos resultados. Por ello, aunque los precios de las acciones bajen en 2004, seguiremos generando valor intrínseco y obtendremos una buena revalorización de las acciones cuando el mercado cambie de tendencia. Si, por otra parte, los mercados siguen subiendo, lo mismo sucederá con nuestras acciones.

En cualquier caso, hay tres puntos clave que destacar, en nuestra opinión, a la hora de tratar de considerar el año 2004:

- La persistente debilidad del dólar

Una vez más, no sabemos lo que sucederá con el dólar, pero creemos que es muy probable que siga bajando y que se mantenga bajo durante un espacio de tiempo relativamente largo. Esto tiene dos implicaciones para nosotros. En primer lugar, debemos seguir cubriendo todas nuestras posiciones basadas en dólares. En segundo lugar, debemos tener cuidado a la hora de comprar sociedades con un alto nivel de venta en Estados Unidos. Por esta razón, no hemos aumentado nuestras posiciones en Natuzzi y Hunter Douglas. Ambas tienen sede en Europa, pero venden más del 50% de su producción total en Estados Unidos. En ambos casos, las ventas están aumentando de volumen, pero se reducen al convertirse a euros. Por suerte, ambas sociedades tienen también una importante parte de sus costes denominada en dólares, pero los beneficios son necesariamente menores de lo que hubieran sido si el dólar se hubiera mantenido alto. Creemos que este fenómeno afectará a los patrones de consumo a largo plazo: los europeos consumirán más y los americanos menos. No pasa nada, pero las sociedades necesitarán tiempo para redirigir sus iniciativas de marketing y no debemos olvidarnos de este proceso.

- El crecimiento en China y, estrechamente ligadas, las presiones sobre los precios de las materias primas.

Al cierre de 2002, la mayoría de las materias primas eran mucho más baratas, en dólares constantes, de lo que lo eran 20 años antes. Esto se debe a una serie de razones, pero ha tenido una clara consecuencia: los inversores no han invertido gran cosa en la producción de materias primas en los últimos 10 años. Así, la capacidad efectivamente se ha reducido en los últimos años, a medida que se han ido agotando las minas, los bosques y los pozos de gas natural sin renovación.

Como es lógico, esto no es sostenible por sí mismo, pese a que el desequilibrio entre la oferta y la demanda se haya visto drásticamente agravado por el fuerte crecimiento logrado por China. Este crecimiento va a tener un impacto tremendo en un futuro cercano y es probablemente el avance más importante para un inversor en los inicios de este siglo.

Otros países se han desarrollado rápido en el pasado, desde Estados Unidos en el s. XIX a Japón o los «Tigres Asiáticos» (Corea, Singapur, Hong Kong y Taiwán) en el s. XX. Lo que es diferente esta vez es, por supuesto, el tamaño de China. Por eso, el impacto en el resto del mundo no es el mismo si China crece un 8% que si Singapur crece un 8%. Ciertamente, sólo una parte de China está «avanzando», pero esa parte es mayor de lo que la mayoría piensa. Lo ilustraremos con dos ejemplos: la industria china del acero ya es mayor que las de Estados Unidos y Japón juntas; la penetración de la telefonía móvil ya alcanza el 18% de la población total (por cierto, esto significa que prácticamente *todo* el crecimiento de ese sector se está centrando ahora en China).

China no seguirá un patrón de crecimiento lineal. Tendrá sus crisis, como cualquier país en desarrollo (por ejemplo, su sector bancario está corrompido). Pero la tendencia general es evidente. En este sentido, es interesante la comparación con los Estados Unidos del s. XIX. En un siglo, Estados Unidos pasó de una economía rural infradesarrollada a ser la mayor potencia económica mundial. Pero los inversores extranjeros lo perdieron todo seis veces, en diversas crisis. Luego las perspectivas a largo plazo son buenas, pero invertir a ciegas «en la novedad» es una forma segura de perder dinero.

China tiene una gran diferencia con Estados Unidos: carece de recursos naturales. Por eso, el desarrollo chino ejercerá presión necesariamente en las materias primas que son tan necesarias como ajenas a China. Invertir con acierto en esas materias primas es, a nuestro entender, el mejor modo de beneficiarse del crecimiento a largo plazo de China.

- El elevado precio de las acciones en general

El tercer punto está relacionado en parte con los dos anteriores. Las acciones son, desde un punto de vista fundamental, muy caras en Estados Unidos, bastantes caras en Europa y sólo razonablemente asequibles en otros mercados si uno se olvida de sus riesgos intrínsecos.

Tras casi veinte años de mercados en alza, los inversores siguen obsesionados con las acciones, aunque, tomadas en su

conjunto, no son una buena inversión y probablemente no lo serán en muchos años, dado lo caras que son.

Por ello, debemos ser muy cuidadosos a la hora de invertir. Encontrar el tipo de sociedades que queremos es difícil, ya que los precios son muy altos en general. Pero es un enfoque que garantiza que nuestras inversiones darán fruto, si no necesariamente a corto plazo, sin duda en un horizonte temporal de tres a cinco años.