

Long Term Investment Fund

Estado de los Fondos

La siguiente tabla muestra la evolución del valor liquidativo del Fondo en el último trimestre:

Tabla 1: Valor Liquidativo – Patrimonio gestionado

| December 2006 | NAV | Δ 3m | Δ 12m | Δ Inception | AUM (in mio) |
|-------------------------|--------|--------|--------|-------------|--------------|
| LTIF - Classic | 313.21 | 12.64% | 27.61% | 213.2% | €345 |
| LTIF - Alpha | 143.80 | 10.81% | 21.64% | 43.8% | €67 |
| LTIF - Stability | 131.53 | 6.50% | 16.16% | 17.2% | CHF 12 |
| LTIF - Energy | 181.40 | 7.16% | 4.28% | 31.5% | €29 |
| MSCI World Index | 3,387 | 4.21% | 7.93% | | |

En las Figuras 1 y 2 se muestra la composición sectorial y geográfica del Fondo y en las Figuras 3 a 6 la evolución del valor liquidativo del Fondo desde el inicio de cada uno de sus subfondos.

Figura 1
Desglose por sector

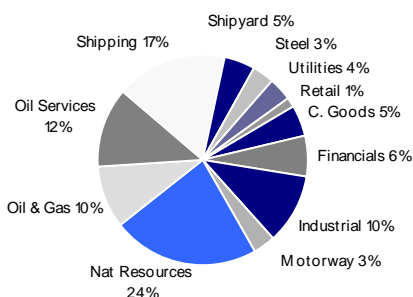
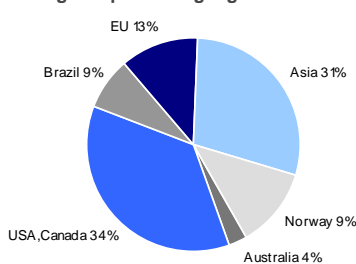


Figura 2
Desglose por zona geográfica



Como anunciamos en nuestra *newsletter* anterior, ahora publicamos las estadísticas agregadas básicas que permiten a los inversores tener una buena idea del *valor* de su inversión, frente a meramente su *precio*, todos los meses. Al cierre del ejercicio, estas estadísticas eran las siguientes:

Tabla 2: Cartera LTIF – parámetros para medir el valor

| LTIF PORTFOLIO RATIOS | 31.12.2006 |
|------------------------------|------------|
| Earnings per share - EPS (€) | € 48.9 |
| Price/Earnings - PE (2007e) | 6.4 |
| Earnings Yield (2007e) | 15.6% |
| Dividend Yield -DY | 2.1% |
| EV / EBIT (2007e) | 4.9 |
| EV / EBITDA (2007e) | 4.0 |

Por comparación: el ratio p/b medio del mercado estadounidense, representado por el índice S&P 500, es superior a 17.

Figura 3
LTIF - Classic

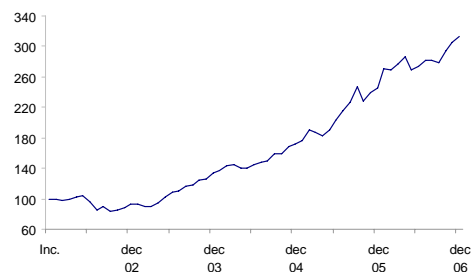


Figura 4
LTIF – Serie Alpha

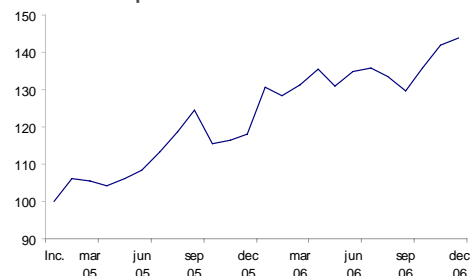


Figura 5
LTIF – Energy

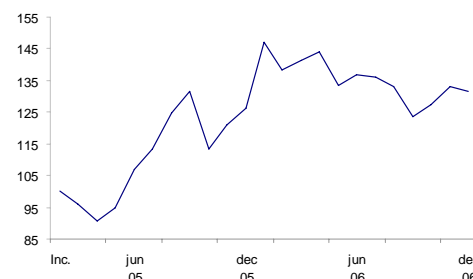
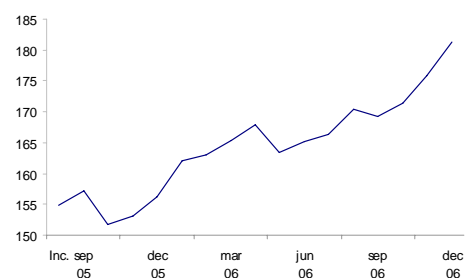


Figura 6
LTIF – Serie Stability



DURANTE diciembre, los fondos con sede en Luxemburgo fueron registrados ante la Comisión Federal Suiza de Banca para su distribución minorista en Suiza. Esperamos tener el registro para la distribución minorista en España, Alemania, Italia, Austria y Francia durante el primer trimestre de 2007.

Evolución de la cartera

En 2006, nuestros esfuerzos se concentraron en la diversificación de nuestra cartera sin sacrificar el valor. Como puede verse en las Figuras 1 y 2 anteriores, este esfuerzo ha tenido sus frutos. No existe ningún sector ni ninguna zona geográfica que represente más del 20% de nuestra cartera, lo que se refleja en la volatilidad mensual del fondo: menos del 15% (anualizada) en el caso del subfondo Classic, que se compara bien con el 10% a 13% de los grandes índices. Es cierto, los “recursos naturales” llaman la atención con el 23%, pero conviene recalcar que este grupo se compone de sociedades que producen diferentes metales base (cobre, níquel, zinc, plomo...) y que, al contrario de algunas opiniones simplistas, se trata de negocios diferentes, con datos fundamentales diferentes y situaciones de oferta/demanda diferentes, etc.

En 2006, incorporamos un área muy importante a nuestras inversiones: el transporte, sobre todo, de “carga seca a granel”, es decir, buques que transportan materias primas sin tratar, como trigo, mineral de hierro o carbón. En nuestra *newsletter* anterior, mencionamos estos y desde entonces hemos aumentado nuestra posición y hemos visto explotar los precios de las acciones. En algunos casos, hemos más que duplicado nuestra inversión realizada tan tarde como en agosto. Sorprendentemente, todavía queda mucho valor en estas acciones. Otra área, comentada más adelante en mayor detalle, es la de las sociedades “perforadoras”, es decir, las que proporcionan a las productoras de petróleo todo el equipo y personal necesario para perforar pozos efectivamente.

Reflexión sobre nuestros distintos fondos de cara a 2007

De cara a 2007, creemos que hemos “asegurado” un “beneficio fundamental” de al menos un 15%. Con esto queremos decir que esperamos plenamente que nuestras sociedades ganen en torno a un 15% sobre el valor de nuestras acciones, o unos 45 a 50 € por acción. Por supuesto, esto no significa que las acciones vayan a subir un 15%; se verán influidas por lo que haga el mercado en general. Pero si los mercados obtienen malos resultados, y todas las acciones también, seguiremos teniendo un 15% más de dinero en el banco al cierre del año, y eso se reflejará en el precio de las acciones en 2008. Como repetimos casi cada trimestre, lo que importa no es el precio de las acciones (ni el valor liquidativo del Fondo, que es lo mismo), sino los beneficios de las sociedades.

También es cierto que nuestras expectativas de beneficios podrían ser equivocadas. De hecho, este año, nos equivocamos con la mayoría de nuestras sociedades energéticas, como comentaremos más adelante. Pero no creemos que todas nuestras posiciones vayan a ser equivocadas. Tenemos más

de sesenta compañías en nuestra cartera, y nuestras previsiones de beneficios siempre se calculan siguiendo un método bastante conservador. Por tanto, creemos que nuestros beneficios deberían de hecho materializarse más o menos de acuerdo con nuestras expectativas.

Algunos inversores se preocupan mucho por la “gran imagen”: ¿Se ralentizará la economía estadounidense? ¿Qué pasará si se estanca el crecimiento chino? ¿Puede crecer otra vez la economía de la Unión Europea? Pensamos que, para un inversor a largo plazo orientado en el valor, estas no son preocupaciones importantes. La razón es muy simple: las sociedades bien gestionadas tienden a ganar dinero en cualquier ciclo, y el desarrollo global de la economía mundial será positivo, lo ha sido durante los últimos 200 años, salvo por contadísimos periodos extremadamente malos por guerras, de lo que no hay indicios en la actualidad. Así tiene sentido seguir invirtiendo en sociedades buenas y económicas y dejar que los mercados giren.

En muchos casos, el problema con los “macro problemas” no son los “macro problemas”, sino la reacción de los inversores. Así, en mayo del año pasado, todos los mercados cayeron porque se “temía” que la Reserva Federal estadounidense subiera los tipos “demasiado” (sea lo que sea eso, por cierto). Y cuando los mercados bajan, lo hacen todos, especialmente los que se perciben como más “arriesgados”, como los “mercados emergentes”, o las productoras de materias primas. Escribimos estos términos entrecomillados porque realmente no quieren decir mucho: ¿Qué significa colocar a Corea del Sur y a Zimbabue en la misma “categoría”? Es cierto, cuando se produce una venta irracional, bajan los dos. Pero considerar estos dos mercados comparables en cualquier sentido es absurdo a largo plazo (en perjuicio de los ciudadanos de Zimbabue, que llevan mucho tiempo sufriendo). Por cierto, el “contagio irracional” también puede suceder al alza, cuando es mucho más peligroso, porque conduce a los inversores a pagar más sin pensarlo. Y cuando uno ya ha pagado en exceso, es mucho más probable que siga perdiendo más dinero por el camino (salvo si uno encuentra al mítico “tonto mayor”, por supuesto).

Una y otra vez, debemos insistir en una cosa: la forma de generar riqueza como inversor es ignorando el ruido ensordecedor que rodea a los mercados y concentrarse en comprar sociedades rentables a bajos precios. Pese a todo, un inversor determinado que esté muy preocupado por el “panorama general” tiene la posibilidad de invertir en el fondo Alpha, como comentamos más adelante.

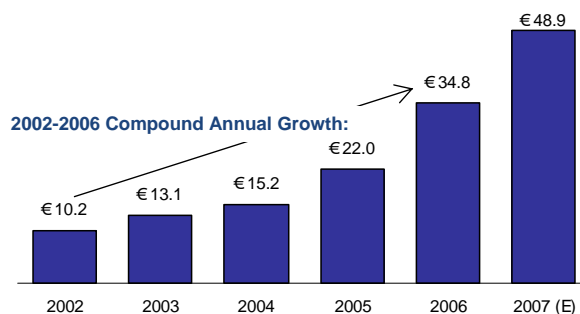
Algunos comentarios sobre el Fondo Classic

El 14 de enero, el fondo pasará su marca de los 5 años, ya que precisamente se creó en esta fecha, hace 5 años. En este tiempo, el valor de mercado de sus acciones se ha multiplicado por tres y el patrimonio gestionado ha crecido de 5 millones de euros a 350 millones de euros.

Esta sólida “rentabilidad” (crecimiento anual del valor liquidativo superior al 27% durante más de cinco años) no es pura casualidad, ni se debe al “auge

del mercado”, ni siquiera a nuestra capacidad para encontrar “las acciones que vayan a subir”. Existe una razón clave que subyace en esta “rentabilidad”: el notable aumento del beneficio por acción del Fondo, como se muestra en la Figura 7. En estos 5 años, el beneficio por acción (la rentabilidad real de la inversión realizada por alguien que comprara nuestro fondo) ha subido una media anual de casi un 25%. El aumento del valor de las acciones del Fondo es esencialmente atribuible a esta estadística clave. Se trata de beneficios reales, no sólo el resultado de los movimientos del mercado. Nuestras sociedades pagan dividendos, que reinvertimos, y que también van aumentando. La belleza de invertir en valor es que podemos controlar esto: podemos optar por evitar las sociedades “de moda” y comprar sólo aquellas cuyos beneficios son altos en comparación con el precio de compra (o sea, las que son económicas) y que creemos que tienen un sólido futuro por delante. Creemos que la combinación de un enfoque de valor, un pormenorizado análisis estratégico de cada inversión y un estudio muy detallado de los datos financieros de cada sociedad ha demostrado ser un éxito durante este tiempo. No podemos esperar mantener estos resultados excelentes siempre, pero estamos convencidos de que nuestra meta del 15% de rentabilidad anual, después de la inflación, es perfectamente alcanzable en términos medios.

Figura 7
Beneficio por acción del Fondo, 2002-2006, realizado; 2007 (estimado)



Algunos comentarios sobre el Fondo Alpha

Estas últimas palabras son la clave: “en términos medios”. Como hemos reiterado muchas veces, la dirección general (a menudo irracional) de los mercados afecta a todas las acciones a corto plazo. Así, si los mercados bajan, deberíamos esperar que nuestras acciones lo hicieran en cierta medida, y al revés. Esto se refleja en la evolución anual del valor liquidativo del Fondo Classic en los últimos 5 años: ha variado del menos 7% en 2002 al más 44% en 2003. Pero todos estos resultados anuales tienen una característica común: cada año eran superiores al mercado global – medido por el índice de rentabilidad total MSCI World – en un 20%. Esto, por así decirlo, es el “factor alfa” del Fondo: la parte de su rentabilidad que no se debe a los movimientos del mercado.

El Fondo Alpha fue creado para ofrecer a los inversores una forma conveniente de captar ese “factor alfa” no contaminado por los movimientos del mercado. Si el “alfa” del Fondo se mantiene constante (¡menuda condición!), es decir, si seguimos encontrando buenas sociedades para comprar a bajos precios, la rentabilidad anual debería estar entre el 10% y el 20%, *con independencia de lo que hagan los mercados*. En los 2 años que lleva funcionando el Fondo, su valor liquidativo ha crecido un 20% cada año. Y este sería el caso aun cuando los mercados cayeran - aunque fuera bruscamente.

Por supuesto, eliminar los movimientos del mercado tiene un coste de oportunidad a largo plazo, porque los mercados suben a largo plazo. Desde 2007, estamos tratando de mitigar este coste poniendo en práctica una cobertura más “inteligente” que simplemente vender los mercados, manteniendo la protección en todo momento. Por este motivo, esperamos que los resultados del Fondo Alpha sean mejores que los del Classic cuando el mercado baje, y peores cuando suba, aunque de menos que el aumento del mercado.

En cualquier caso, nos gustaría subrayar que un aumento del 20% anual, que ha experimentado el Fondo, es bastante excepcional para un vehículo de rentabilidad absoluta, es decir, uno que está protegido frente a las caídas del mercado. El hecho de que los mercados hayan subido estos 2 años no significa que este seguro incorporado no sea útil en el futuro. Como hemos señalado antes, los inversores realmente preocupados por la “imagen global” pueden estar interesados en este fondo.

Algunos comentarios sobre el Fondo Energy

El Fondo Global Energy Value Fund ha sido nuestra gran decepción este año. No porque sus acciones hayan subido sólo un 4,28%, sino porque la rentabilidad de nuestras sociedades ha sido claramente inferior a la esperada. A esta decepción han contribuido varios factores:

Las sociedades energéticas eran baratas cuando las compramos porque “el mercado” esperaba que los precios del petróleo bajaran bruscamente. Allá por 2004, se hablaba de una “reversión de precios” a 30 \$ o 40 \$ el barril de petróleo. A principios de 2005, elaboramos nuestro modelo de precios futuros de petróleo, que publicamos en nuestra *newsletter* de julio de 2005. En ese modelo, nuestra predicción fue que el precio del petróleo estaría entre 56 \$ y 58,6 \$ al cierre de 2006. Como saben nuestros inversores, cerró el año por encima de 60 \$ y también debería cerrar 2007 por encima de 60 \$, probablemente aumentando sustancialmente en 2008. Luego la decepcionante rentabilidad de nuestras sociedades energéticas no se deriva de un precio del petróleo más bajo de lo esperado. Se debe a un factor que afecta a todo el sector y a una región específica: el enorme aumento de los costes de exploración y producción y la situación especial en el gas natural de Norteamérica. Esta situación especial es sencilla: el invierno pasado y lo que llevamos de éste han sido más cálidos de lo normal en Norteamérica. Esto implica un menor consumo de gas natural para calefacción. Dado que la capacidad de almacenamiento es limitada, una reducción en el consumo signi-

fica rápidamente un menor precio y una reducción de la producción. Esto ha afectado negativamente a algunas de nuestras empresas que operan en Norteamérica. Pero no creemos que el invierno haya dejado de existir para siempre, a pesar del calentamiento global.

El factor sectorial es obviamente más serio. Al explotar el precio del petróleo, las sociedades reaccionaron como era de esperar: trataron de aumentar la producción al máximo posible. El resultado de esa iniciativa ha sido un repentino aumento de la demanda de todo lo necesario para producir petróleo, de ingenieros cualificados a oleoductos de acero; de plataformas de petróleo a servicios sísmicos. Como cabría esperar, el precio de estos recursos ha explotado a su vez.

Algunos de estos precios, que corresponden a aumentos de costes de las productoras de petróleo, son temporales: se producirá más acero, se construirán más plataformas, aunque llevará tiempo, luego no podemos esperar una pronta reversión. Pero también hay razones estructurales por las que producir petróleo *siempre* va a ser más caro que en el pasado. Se puede resumir en una sencilla noción: las compañías petroleras comenzaron a producir petróleo en los lugares donde era más sencillo conseguirlo; a medida que esos campos se van agotando, deben aventurarse a hacerlo en sitios donde es más difícil, es decir, más caro, lugares que van desde aguas profundas al Círculo Polar Ártico.

El resultado neto de todo esto ha sido una compresión de los márgenes de las compañías productoras. Para que se haga una idea: la inversión necesaria para producir un barril de petróleo al día en las tierras bituminosas canadienses ha aumentado en menos de un año de 50.000 \$ a 100.000 \$. El impacto es inmediato: pasamos de una rentabilidad a largo plazo prevista del 15% a una del 8%.

Ahora, esto no hace que estas compañías sean una mala inversión: comprar una acción que rinda un 8% anual en dólares canadienses durante más de 40 años y tenga todo el potencial de revalorización de un aumento a largo plazo en el precio del petróleo es una buena inversión. Pero es claramente menos buena que cuando el rendimiento era del 15%.

Nuestra respuesta en el fondo Global Energy Value Fund ha sido comenzar a comprar cada vez más sociedades que aprovisionan a las productoras de petróleo de los materiales y servicios que necesitan. En cierto modo, estamos cubriendo nuestra posición: si la rentabilidad de las productoras desciende por excesivos costes, ahora estamos en el lado de esos costes. Por eso, hemos comenzado a incluir propietarios de plataformas, buques de servicios de aprovisionamiento y empresas de servicios sísmicos, y tenemos previsto aumentar este segmento hasta aproximadamente el 50% de la cartera del Fondo.

Después de todo esto, podemos concluir que la "propuesta de valor", esto es, la rentabilidad prevista del Fondo, dados los precios del petróleo y los costes de producción actuales, es similar a la de la cartera Classic. Una desventaja

del Fondo Energy es que tendrá que ser necesariamente más volátil, porque concentra deliberadamente todos sus activos en un único sector. Una posible ventaja es su “potencial de cobertura”: si los precios de la energía caen en picado, como suelen hacer cada cierto tiempo, el Fondo se beneficiará, mientras el resto de las inversiones sufrirá. Luego puede que los inversores a largo plazo quieran mantener una parte de su cartera invertida en el Fondo, tanto por su capacidad para producir beneficios netos (nuestro p/b agregado, después de las nuevas inversiones en proveedores de servicios, se sitúa en torno a 7, muy por debajo del mercado global), como por su capacidad como cobertura que, aunque volátil en sí, puede ayudar a reducir la volatilidad de la cartera global, dada su correlación frecuentemente negativa con la mayor parte de las restantes acciones.

Un punto final, de menor importancia: nuestro Fondo Energy está denominado en euros, mientras la mayoría de los fondos energéticos están denominados en dólares. Para comparar la evolución del valor liquidativo de nuestro Fondo durante el ejercicio con el de otros fondos, hay que sumar un 11,45%, ya que el euro se ha revalorizado en esta proporción con respecto al dólar en el ejercicio pasado.

Algunos comentarios sobre el Fondo Stability

Hace dos años, un cliente nos pidió que “recompusiéramos” nuestro Fondo Classic de forma que pudiera ser mucho menos volátil, mes a mes, aún cuando eso supusiera una ligera reducción de su rentabilidad global. Puede no ser una estrategia óptima para un inversor a largo plazo, pero algunos inversores institucionales tienen claros requisitos en relación con la estabilidad de sus inversiones... al igual que algunos inversores privados que, a pesar de todo, no quieren asumir la volatilidad. Para dar respuesta a esta petición, desarrollamos el Fondo Stability.

La idea es ofrecer una rentabilidad de en torno al 10% anual, con muy pocos meses negativos y, con suerte, ningún trimestre negativo. Tratamos de lograrlo a través de dos mecanismos: volviendo a ponderar la cartera y cubriendo las caídas del mercado.

El primer mecanismo consiste en modificar la composición de nuestra cartera comprando más de las sociedades menos volátiles y menos de las más volátiles (por supuesto, volatilidad frente a la propia cartera). Por consiguiente, hemos desarrollado una herramienta cuantitativa que nos da las ponderaciones “óptimas” para minimizar la volatilidad. Esta herramienta, como es lógico, no es exacta, ya que utiliza la volatilidad pasada (la única que conocemos) para predecir la volatilidad futura. Pero funciona, a juzgar por los resultados.

El segundo mecanismo es similar al del Fondo Alpha, en el que cubrimos los movimientos del mercado, contratando seguros frente a las caídas generales del mercado, aunque sea en un ligero detrimento de la rentabilidad a largo plazo del Fondo.

No hemos mencionado este fondo en el pasado, porque tenía que mostrar una trayectoria. 15 meses no es mucho tiempo, pero ahora vemos que la idea es acertada, y este Fondo puede suponer una buena incorporación a una cartera que, por el motivo que sea, necesite un componente de baja volatilidad. Difiere del Fondo Alpha en que éste último está protegido frente a las caídas del mercado, pero puede registrar volatilidad de un mes al siguiente, mientras que el Fondo Stability debería ser... bueno, más estable.

Un último punto: el Fondo está denominado en francos suizos, que han caído frente al euro un 3,41%. Esto significa que la rentabilidad anual es superior al 12% para un inversor que invierta en euros en lugar del 16%.

Nuestros planes para 2007

No prevemos lanzar nuevos fondos: tenemos previstos mantener lo que tenemos en el futuro. Seguiremos trabajando en nuestra cartera, tratando de encontrar buenas sociedades a bajos precios para sustituir a las que debemos vender cuando suba su precio, y para diversificar más nuestra cartera. Probablemente incorporaremos algún miembro profesional a nuestro equipo para reforzar nuestras capacidades de análisis en un futuro cercano, pero no vemos otros cambios ni en nuestros fondos ni en el Grupo SIA. Todo lo que podemos desear son otros 5 años como los que acabamos de pasar.

Aviso legal - Luxemburgo

Los resultados hasta el 31/05/06 son los del fondo LTIF BVI, del que es pleno sucesor LTIF Luxemburgo. Los resultados anteriores han sido auditados por Ernst & Young. Los informes se encuentran disponibles en SIA Funds AG. Los resultados pasados no constituyen garantía de las tendencias futuras.

Long Term Investment Fund es una sociedad de inversión de capital variable de tipo "paraguas" constituida como sociedad anónima de conformidad con la legislación del Gran Ducado de Luxemburgo, y con carácter de Sociedad de Inversión de Capital Variable ("SICAV") al amparo de la Parte I de la ley de Luxemburgo del 20 de diciembre de 2002. Cuenta con tres subfondos activos, denominados "Classic", "Alpha" y "Energy", que reproducen plenamente tanto al fondo Long Term Investment Fund de BVI (clases "Classic" y "Alpha") como al fondo Global Energy Value con respecto a sus objetivos de inversión y su estructura operativa. Esta *newsletter* va destinada exclusivamente a ciertos inversores privados que han expresado su deseo de recibirla y no constituye en modo alguno una oferta de venta de productos financieros que no puedan resultar adecuados para sus lectores.

Administrador:

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

Gestor de Inversiones:

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

Depositario:

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

Domicilio social:

1, Boulevard Royal
L-2016 Luxemburgo
Luxemburgo

Asesor de Inversión:

SIA Funds AG
3, Seedammstrasse
CH-8808 Pfäffikon
Suiza

LTIF – Classic

ISIN: LU0244071956
Telekurs: CH2432569
Bloomberg: LTIFCLA LX

LTIF – Alpha

ISIN: LU0244072178
Telekurs: CH2432573
Bloomberg: LTIFALP LX

LTIF – Global Energy Value

ISIN: LU0244072335
Telekurs: CH2432575
Bloomberg: LTIFGEV LX

Aviso legal - Suiza

Los resultados hasta el 30/09/06 son los del fondo LTIF BVI, convertidos a CHF, del que es pleno sucesor LTIF Stability. Los resultados anteriores han sido auditados por Ernst & Young. Los informes se encuentran disponibles en el Grupo SIA. Los resultados pasados no constituyen garantía de las tendencias futuras.

Long Term Investment Fund Stability (SIA Funds) fue aprobado por la Comisión Bancaria Suiza el 13 de julio de 2006. El fondo inició sus actividades, en francos suizos, el 1 de octubre de 2006. Esta *newsletter* va destinada exclusivamente a ciertos inversores privados que han expresado su deseo de recibirla y no constituye en modo alguno una oferta de venta de productos financieros que no puedan resultar adecuados para sus lectores.

Administrador:

Pictet Funds SA
29, boulevard Georges Favon
CH-1204 Ginebra
Suiza

Gestor de Inversiones:

SIA Funds AG
3, Seedammstrasse
CH-8808 Pfäffikon
Suiza

Depositario:

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

LTIF – Stability

ISIN: CH0026389202
Telekurs: CH2638920
Bloomberg: LTIFSTA SW