

Long Term Investment Fund

COMENTARIO SOBRE LA EVOLUCIÓN DE NUESTROS FONDOS EN AGOSTO

Sabemos que algunos de nuestros clientes se han sorprendido un poco por la brusca caída experimentada por el Valor Liquidativo de nuestros fondos en agosto. Aunque tenemos la suerte de que nuestros inversores entienden nuestra filosofía muy bien (los ingresos netos de los fondos en agosto superaron los 50 millones de euros), creemos que sería oportuno comentar la extraña rentabilidad registrada por los fondos en las últimas semanas.

En primer lugar, los datos: En la Tabla 1 se muestra la rentabilidad de los fondos con respecto a agosto, desde el comienzo del mes de julio, y desde enero en comparación con el Índice MSCI World.

Tabla 1
Evolución de la rentabilidad de LTIF

23 de agosto de 2007	VL	Mes en curso	Julio a fecha actual	Ejercicio en curso
LTIF Classic [EUR]	406,77	-7,38%	-2,39%	29,87%
LTIF Alpha [EUR]	179,78	-5,72%	0,50%	25,02%
LTIF Global Energy Value [EUR]	143,57	-7,92%	-8,96%	9,15%
LTIF Stability [CHF]	219,30	-8,20%	-4,40%	20,89%
MSCI World Index TR (GDDLWI)	3472,38	-0,61%	-4,09%	2,52%

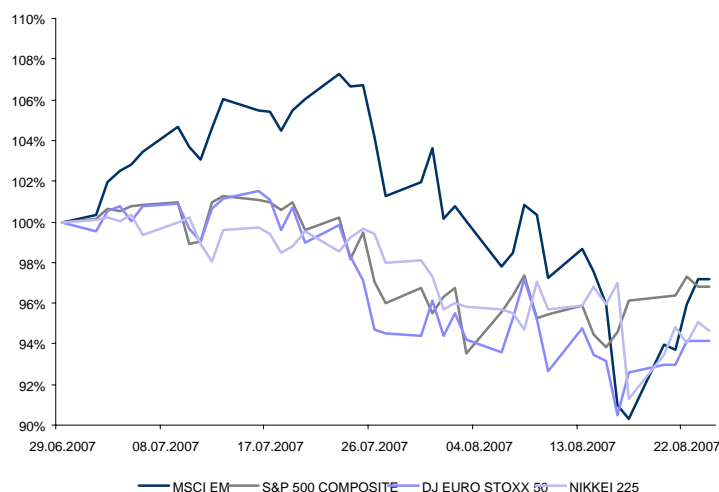
Y, ahora, el comentario:

En todas las comunicaciones a los inversores (nuestras *newsletters* trimestrales, nuestras presentaciones públicas, nuestras reuniones privadas), ponemos énfasis en que no compramos acciones, sino sociedades. Nuestra meta no es “comprar acciones que suban de precio”, sino invertir en sociedades cuyos beneficios, teniendo en cuenta el precio que pagamos por ellas, nos proporcionen una rentabilidad anual a largo plazo superior al 15%. El que las acciones que compramos suban o bajen a corto plazo es algo que está totalmente fuera de nuestro control, e incluso de nuestro interés, salvo por comprar más cuando bajan y vender cuando suben demasiado. Es evidente que, a largo plazo, los precios de las acciones siguen la misma trayectoria que los beneficios y, si nuestras sociedades consiguen los beneficios que esperamos, sus acciones experimentarán una revalorización notable.

El precio de nuestras acciones experimentó una importante revalorización en el primer semestre de 2007. Como ya explicamos en nuestras *newsletters* de marzo y junio (que recomendamos encarecidamente vuelvan a leer y adjuntamos al final de este documento), no consideramos este aumento excesivo, en el sentido de que nuestros fondos fueran demasiado caros. El aumento vino acompañado de un fuerte incremento de los beneficios subyacentes de nuestras sociedades, tras haber comenzado el año con una valoración muy baja. En su punto más alto, el fondo Classic obtuvo un ratio p/b a futuro 2008 de 7,8, menos de la mitad del del mercado, que indicaba una rentabilidad a largo plazo del 13%. De hecho, hemos reinvertido nuestras comisiones del segundo trimestre a mediados de julio, que resultó ser el punto más alto en términos de valoración (el Grupo SIA y sus empleados son probablemente el mayor inversor “particular” en los fondos). Pensamos que era una buena inversión y, como inversores a largo plazo, lo seguimos pensando.

Durante agosto, los mercados se vieron enturbiados por lo que se ha conocido como la “crisis *sub-prime*”. No vamos a aburrir a nuestros lectores con otra narración de lo sucedido. Está claro que demasiada gente ha dejado dinero a mucha otra gente que no lo puede devolver, y la titulización, que dificulta saber exactamente dónde se esconden las pérdidas reales, pone nerviosos a los inversores, como es lógico. Hasta que no se sepa con claridad, muchos inversores prefieren vender todo, por si acaso. Esa venta ha generado una gran caída de los índices del mercado, como se muestra en la Figura 1:

Figura 1
Evolución de los índices de mercado en EUR



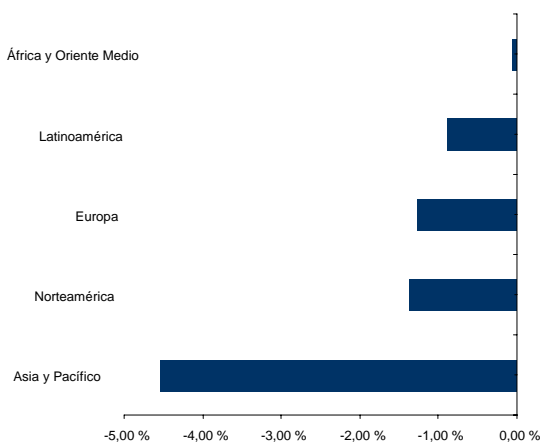
Como hemos comentado anteriormente, nuestros fondos han caído más todavía. Las caídas se detallan en las Figuras 2 y 3.

Figura 2
Atribución por sector



Fuente: Thomson Portfolio Analytics

Figura 3
Atribución por zona geográfica



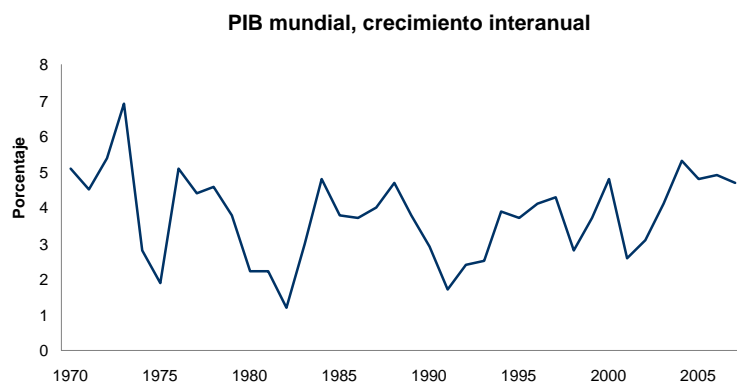
Fuente: Thomson Portfolio Analytics

¿Por qué han caído nuestros fondos más que los índices? Sinceramente, lo cierto es que no lo sabemos. Sin embargo, podemos pensar en dos razones:

En primer lugar, muchos fondos de cobertura se han visto afectados por los reembolsos y un deseo de reducir el apalancamiento de sus posiciones. Eso significa vender una importante parte de sus activos. Aparentemente, muchos han optado por vender las acciones que eran líquidas y podían presentar beneficios. La mayoría de nuestras acciones reunían esas características: algunas de las acciones de nuestras sociedades de transporte incrementaron más de cinco veces su valor en doce meses. La lógica de venderlas para un vendedor obligado era clara, independientemente de su valor intrínseco. Es interesante destacar que, durante las semanas intermedias del mes de agosto, las acciones de nuestras sociedades de transporte bajaron más de un 20%, mientras que el índice Baltic Dry, que mide el precio de la contratación de sus servicios, efectivamente subió. Sus beneficios están sencillamente disparándose.

El segundo motivo para que nuestras acciones cayeran más que la media podría ser que muchas de nuestras sociedades se consideran «cíclicas»: fabricantes de acero, compañías mineras, transportistas... Algunos inversores pueden haber pensado que la agitación de los mercados terminaría afectando a la economía real, reduciendo así la rentabilidad de las empresas «cíclicas» con respecto a las previsiones. Creemos que este argumento es del todo desmesurado. Fue el Prof. Paul Samuelson quien sentenció: «El mercado bursátil ha previsto correctamente nueve de las cuatro últimas recesiones.» La Figura 4 muestra la evolución del PIB mundial desde 1970:

Figura 4
Evolución del PIB mundial



Fuente: FMI

Como puede observarse, el ciclo económico en sí no es tan cíclico: en los últimos 36 años, el crecimiento del PIB ha oscilado entre el 2% y el 5%, con pocas excepciones y ningún año de crecimiento negativo.

Pero ni siquiera estas variaciones están realmente relacionadas con la agitación del mercado bursátil: tras la crisis de 1987, la economía mundial creció un 4,7%; tras la de 1990, un 1,7%; tras la de 1997, un 2,8%; tras la de 1998, un 3,7%; y tras la burbuja del mercado bajista, la economía mundial creció un 4,8%, 2,6%, 3,1% y 4,1% entre 2000 y 2003. Cualquier estadístico que se precie concluiría que no existe una relación apreciable entre el mercado bursátil y el crecimiento económico.

En este sentido, es importante entender que no perdimos dinero en agosto: como propietarios de una serie de sociedades, teníamos más activos (fábricas, existencias, efectivo en cajas y bancos) por participación del fondo al cierre de agosto que al inicio.

Bombardeados por el estridente ruido de los «expertos» que argumentaban que esta crisis destruiría la economía mundial, algunos inversores pueden haberse asustado. Sin embargo, deben entender que estos «expertos» sencillamente no saben de lo que están hablando (la mayoría son periodistas que cobran cuatro cuartos y economistas que cobran todavía menos). ¿Puede colapsarse la economía mundial? Sí, puede. ¿Lo ha hecho tras una crisis de los mercados bursátiles? No, por lo menos en los últimos 50 años. No es de extrañar. Sinceramente, no creemos que la gente en China vaya a comer menos brécol el año que viene (tenemos acciones en Chaoda Modern Agriculture, el mayor productor de brécol en ese país), o que la población mundial vaya a utilizar mucho menos cobre: el consumo de cobre aumenta regularmente todos los años dado que se utiliza en todo el mundo en cientos de aplicaciones diferentes que, en su mayoría, no tienen nada que ver con el ciclo económico. Por todos estos motivos, creemos que nuestra previsión de beneficios para el año que viene es muy razonable.

Si se pregunta a un empresario por los resultados de su empresa en agosto, la respuesta seguramente estará relacionada con las ventas y los beneficios de la sociedad, y no con el valor de sus acciones durante el mes.

Esto nos lleva a nuestro punto principal: ¿cómo se define la rentabilidad de un fondo? Por lo general, todo el mundo responde a esta pregunta directamente: mirando la evolución de su valor liquidativo, esto es, lo que valen de más (o de menos) sus acciones durante un periodo de tiempo determinado. Bien, creemos que esta forma de medir la rentabilidad no es acertada. Para un inversor a largo plazo, la rentabilidad del fondo son los beneficios por acción que acumula. No vemos nuestros fondos como un conjunto de acciones, sino como participaciones en empresas que ganan dinero. Como tal, nuestra rentabilidad no es muy volátil: nuestra diversificada cartera de sociedades obtiene más o menos los mismos beneficios todos los meses: algo más del 1% del valor del fondo. En este sentido, es

importante entender que no perdimos dinero en agosto: como propietarios de una serie de sociedades, teníamos más activos (fábricas, existencias, efectivo en cajas y bancos) por participación del fondo al cierre de agosto que al inicio. Los inversores que no logran ver esto deberían considerar seriamente si LTIF es una inversión adecuada para ellos. Si se pregunta a un empresario por los resultados de su empresa en agosto, la respuesta seguramente estará relacionada con las ventas y los beneficios de la sociedad, y no con el valor de sus acciones durante el mes.

¿Cómo vemos el futuro? Bueno, tenemos una cartera diversificada de empresas rentables, cuya previsión de rentabilidad intrínseca para los próximos años se sitúa en torno al 15% (6,5 de p/b). Se tome el criterio que se tome, se trata de un excelente lugar donde tener el dinero. De hecho, algunos de nuestros clientes nos han llamado para preguntarnos si es un buen momento para aumentar sus posiciones en los fondos (otros sencillamente han invertido más). Como explicábamos en *newsletters* anteriores, la respuesta fundamental es, por supuesto, sí, mientras nuestros clientes crean que nuestro análisis de las sociedades en las que invertimos es correcto. A largo plazo, cualquier cartera diversificada comprada a estos precios debería ser una buena inversión.

Sin embargo, no cabe duda de que hay inquietud en los mercados y de que lleva algún tiempo digerir una crisis como la del pasado mes de agosto. Sin duda, es posible que los mercados y nuestros fondos puedan experimentar todavía algunas semanas muy negativas. Pero, insistimos, puede ser al revés. En estos casos, un enfoque razonable es repartir la inversión que uno esté pensando realizar en cuatro o cinco partes, e invertir las progresivamente durante una serie de semanas o cada dos semanas. Consecuentemente, se participaría en los bajos precios actuales por si suben, pero también se protegería el punto de entrada un poco en caso de que los precios siguieran bajando. Honestamente, no creemos que esto tenga mucha importancia a cinco años vista, pero a nadie le gusta ver cómo algo que ha comprado se vende unos días después por mucho menos de lo que ha pagado.

Comentario específico sobre el Fondo Alpha

Nuestro fondo Alpha ha bajado un -5,72% en agosto, lo que representa una subida del 0,50% en julio-agosto, y una subida del 25,02% desde enero. Estas cifras contrastan con las del fondo Classic (-7,38%, -2,39%, y 29,87%) y las del índice MSCI World Index (-0,61%, -4,09% y 2,52%). Muchos inversores del fondo se preguntan por qué un fondo que está «protegido» de las caídas del mercado ha obtenido una rentabilidad tan mala durante estas últimas semanas. Es una pregunta razonable que, por desgracia, requiere una respuesta algo técnica.

Como saben nuestros inversores, el fondo Alpha básicamente se compone de las mismas acciones que el fondo Classic más una «cobertura» frente al mercado. Esto significa que si el mercado sube, el fondo pierde dinero (y se trata de una pérdida real: hay que pagar en efectivo) y, si el mercado baja, gana dinero (de verdad). El importe de este seguro es, sistemáticamente, del 80% al 90% del valor del fondo, lo que quiere decir que si el mercado baja un 1%, el fondo «gana» el equivalente al 0,8 – 0,9% de su patrimonio. Esta cifra no es caprichosa: es la «beta» del fondo, el importe en el que el fondo, según las técnicas estadísticas estándar, se ve afectado por las fluctuaciones del mercado. Esto significa que si el mercado sube un 1%, el fondo sube un 0,8%, más cualesquiera que sean sus «méritos» propios (el factor alfa). Por consiguiente, la cobertura hace que las fluctuaciones del mercado sean irrelevantes y que el fondo sólo suba o baje en función de su factor alfa (de ahí su nombre, claro está).

El inconveniente es, no obstante, que todo esto es «en términos medios». Según nuestra experiencia, nuestras acciones se ven mucho más afectadas de lo que deberían cuando se produce una crisis en los mercados (como en mayo de 2006 u octubre de 2005). No es necesario conocer muchos más detalles técnicos, pero este efecto se traduce en lo siguiente: el fondo Alpha está protegido frente a las caídas del mercado prolongadas, pero no frente a las caídas repentinas. O, dicho de otro modo: los inversores del fondo Alpha deben obtener un 15% anual mientras nuestra selección de valores sea buena, con independencia de lo que suceda en el mercado, pero eso no significa que consigan un 1% todos los meses. De hecho, la rentabilidad del Fondo después de las crisis anteriores siguió esta lógica, aunque obtuvo más del 15% en los 12 meses siguientes.

Comentario sobre el Fondo Stability

El fondo Stability ha experimentado un mes similar al del fondo Alpha. Su cartera está concebida de forma que se minimice la volatilidad y así ha sido: en el último año, su volatilidad anualizada ha sido de un 7,83%, en comparación con el 12,40% del fondo Alpha, y con el 14,76% del fondo Classic. Aunque una caída como la registrada en agosto no es ciertamente lo que espera el Fondo, todavía creemos que puede terminar el trimestre con resultados positivos, que es la meta a la que se aspira, registrando al mismo tiempo una apreciación anual claramente superior a la esperada.

Comentario sobre energía y minería

Las compañías energéticas y, sobre todo, las mineras han sido de las claramente sobrevendidas. Los precios del petróleo siguen en torno a 70 \$ y los precios de los metales no han caído mucho. Esto indica claramente que la caída en las acciones responde más a necesidades de liquidez que a consideraciones fundamentales. Para ser del todo sinceros, creemos que todavía hay más valor en ellas y estamos aprovechando la caída de las acciones para comprar sociedades de primera que podemos encontrar a precios muy bajos. Los inversores interesados en sacar provecho de la caída de los precios de las acciones de las compañías mineras deberían plantearse invertir en el fondo Mining en los próximos días, ya que este fondo sólo tiene liquidez mensual.

De todas formas, no hay mucho que podamos decir que nuestros inversores no sepan. La volatilidad es el mejor amigo del inversor a largo plazo, ya que proporciona excelentes puntos de entrada. Para los inversores que se consideran auténticos propietarios de sociedades en lugar de propietarios de acciones, estas turbulencias del mercado prácticamente no quieren decir nada: no conocemos ningún empresario que haya decidido vender su empresa (rentable) a cualquier precio por esta «crisis» del momento. Y así es como los inversores en capital deberían actuar.

Aviso legal - Luxemburgo

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

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

LTIF – Classic EUR
ISIN: LU0244071956
Telekurs: CH2432569
Bloomberg: LTIFCLA LX

LTIF – Classic USD
ISIN: LU0301247077
Telekurs: CH3101820
Bloomberg: LTIFCLU LX

LTIF – Classic CHF
ISIN: LU0301246772
Telekurs: CH3101817
Bloomberg: LTIFCLC LX

LTIF – Alpha EUR
ISIN: LU0244072178
Telekurs: CH2432573
Bloomberg: LTIFALP LX

LTIF – Alpha USD
ISIN: LU0301247150
Telekurs: CH3101828
Bloomberg: LTIFALU LX

LTIF – Alpha CHF
ISIN: LU0301246855
Telekurs: CH3101824
Bloomberg: LTIFALC LX

LTIF – Global Energy Value EUR
ISIN: LU0244072335
Telekurs: CH2432575
Bloomberg: LTIFGEV LX

LTIF – Global Energy Value USD
ISIN: LU0301247234
Telekurs: CH3101839
Bloomberg: LTIFGEU LX

LTIF – Global Energy Value CHF
ISIN: LU0301246939
Telekurs: CH3101836
Bloomberg: LTIFGEC LX

Global Mining Value Fund es una Sociedad de Inversiones de Luxemburgo con diversos subfondos, constituida como «société anonyme» el 6 de junio de 2007 y se encuentra sujeta a la ley de Luxemburgo del 13 de febrero de 2007, relativa a Fondos de Inversión Especializados.

GMVF-Global Mining Value EUR
ISIN: LU0305469388
Telekurs: CH3183766
Bloomberg: GMVFEUR LX

GMVF-Global Mining Value USD
ISIN: LU0305469545
Telekurs: CH3183768
Bloomberg: GMVFUSD LX

GMVF-Global Mining Value CHF
ISIN: LU0305470048
Telekurs: CH3183771
Bloomberg: GMVFUSD LX

Administrador:

Pictet & Cie (Europe) S.A.
1, Boulevard Royal
L-2449 Luxemburgo
Luxemburgo

Gestor de Inversiones:

SIA Funds AG
3 Seedammstrasse
CH-8808 Pfäffikon
Suiza

Depositario:

Pictet & Cie (Europe) S.A.
1, Boulevard Royal
L-2449 Luxemburgo
Luxemburgo

Domicilio Social:

1, Boulevard Royal
L-2449 Luxembourg
Luxemburgo

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.

LTIF – Stability
ISIN: CH0026389202
Telekurs: CH2638920
Bloomberg: LTIFSTA SW

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