

Long Term Investment Fund

«El Mercado, como Dios, ayuda a los que se ayudan a sí mismos. Pero, a diferencia de Dios, el Mercado no perdona a los que no saben lo que hacen.»

Warren Buffett, Carta del Presidente 1982

Estas palabras, que nos fueron enviadas por uno de los primeros inversores en nuestros fondos (y buen amigo) son una introducción adecuada para una “newsletter” escrita en una época en la que hay mucha gente que no sabe lo que está haciendo. Cuando el precio de las acciones sube un 10% en un día, y sube y baja rápido durante varios días consecutivos, como lo han hecho nuestras acciones, uno se ve obligado a admitir que mucha gente no sabe cuál es el precio real de esas acciones. Que no cunda el pánico: lo mejor en esta situación es sacar provecho de ella.

Ben Graham, el «padre» de la inversión en valor, escribió su famosa obra «The Intelligent Investor» sobre “Mr. Mercado”. Creemos que merece la pena repetir la parábola.

Imagine que tiene una pequeña participación en algún negocio privado, que le ha costado 1.000 \$. Uno de sus socios, llamado Mr. Mercado, esta continuamente atento. Todos los días le dice lo que cree que vale su participación y además se ofrece bien a comprársela o bien a venderle una participación complementaria a ese precio. A veces, su idea de valor parece verosímil y justificada teniendo en cuenta los avances del negocio y las perspectivas que usted conoce. Sin embargo, con frecuencia, Mr. Mercado se deja llevar por el entusiasmo o temores, y el valor que le propone parece bajo o no tiene sentido.

Un inversor prudente o un hombre de negocios con cabeza, ¿dejaría que fuera la comunicación diaria de Mr. Mercado la que determine su visión sobre el valor de su participación de 1.000 \$ en la sociedad? Sólo si Usted coincide con él o si quiere negociar con él. Puede que le interese vender cuando ponga un precio ridículamente elevado y que le interese comprar cuando su precio sea bajo. Pero el resto del tiempo será mejor que se forme su propia opinión sobre el valor de sus inversiones, basándose en informes completos de la sociedad sobre sus actividades y situación financiera.

El inversor de verdad se encuentra en esa misma posición cuando posee acciones que cotizan en bolsa. Puede aprovecharse del precio diario del mercado o dejarlo, según le dicte su propio sentido común o inclinación. Debe tener conocimiento de las fluctuaciones de precios importantes, (... pero) a nuestro modo de ver estas señales inducen a error al menos las mismas veces que son útiles. En esencia, las fluctuaciones de precios tienen sólo un significado importante para el inversor de verdad. Le brindan la oportunidad de comprar de forma sensata cuando los precios caen drásticamente o de vender cuando suben mucho. En otras ocasiones, es mejor que se olvide de la bolsa y preste atención a sus dividendos y a los resultados de explotación de las sociedades en las que ha invertido.

Benjamin Graham, The Intelligent Investor (1949), p.42.

Figura 1
LTIF – Classic EUR

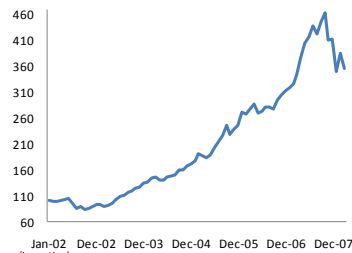


Figura 2
LTIF – Alpha EUR



Figura 3
LTIF – Global Energy Value EUR



Figura 4
LTIF – Stability CHF

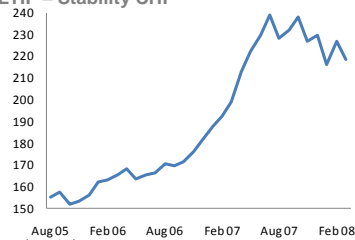
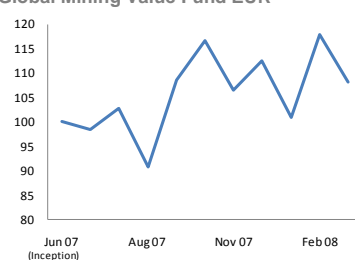


Figura 5
Global Mining Value Fund EUR



Mientras la gente baile al son de Mr. Mercado («un tipo inestable», en palabras de Warren Buffett), en lugar de aprovecharse de él, estará condenada a perder dinero una y otra vez. Comprarán cosas caras que están de moda, como acciones tecnológicas a finales de los noventa, o sofisticados bonos «AAA» de «alta rentabilidad» últimamente (y los «hedge funds» que se basan en los mismos)... sólo para tener que venderlos cuando se demuestre que no valen nada. O venderán, presos de pánico, activos perfectamente válidos a precios ridículos, perdiendo así toda posibilidad de ganar dinero a largo plazo. Como veremos más adelante, vender muchas de nuestras acciones a los precios actuales es lo mismo que vender activos con rendimientos muy superiores al 10% para siempre, *una vez deducida la inflación*.

Los resultados de nuestros fondos durante los últimos tres meses han sido considerablemente volátiles: hemos experimentado dos de los «peores» meses de nuestra historia... y también el «mejor». (Véase la tabla 1 y las figuras 1 a 5). Aunque nuestros inversores saben muy bien que los movimientos a corto plazo de los precios no significan mucho (por eso hemos entrecomillado «peores» y «mejor»), es importante entender lo que está pasando.

Tabla 1: Valor Liquidativo – Patrimonio gestionado

March 2008	NAV	Δ YTD	Δ 12m	Δ Inception	AUM (in mio)
LTIF Classic [EUR]	355.00	-14.06%	2.87%	255.00%	1'234.49
LTIF Alpha [EUR]	167.38	-7.19%	8.26%	67.38%	253.82
LTIF Global Energy Value [EUR]	152.13	-5.93%	14.72%	52.13%	39.50
LTIF Stability Series [CHF]	218.30	-4.88%	9.75%	41.04%	86.55
Global Mining Value Fund [EUR]	108.20	-3.86%	n.a	8.20%	79.19
MSCI World Index TR (GDDUWI) [EUR]	2'812.06	-15.99%	-18.31%		

Una característica de nuestros fondos, que probablemente siga dándose, es que las acciones caen más que el mercado cuando cunde el pánico y la gente vende sin parar. Hemos observado este fenómeno durante los seis últimos años: a pesar de tener rentabilidad mucho mejor que el mercado en general (más del 25% al año), en periodos de agitación, nuestras acciones obtienen «peores» resultados. En la siguiente tabla puede verse este fenómeno:

Tabla 2: Rentabilidad

Date	MSCI World TR EUR	LTIF Classic
31.05.2006	-5.19%	-6.03%
2006 YTD	7.93%	27.61%
30.11.2007	-5.42%	-11.23%
2007 YTD	-1.18%	31.88%
31.01.2008	-8.78%	-15.21%
31.03.2008	-5.07%	-7.86%
2008 YTD	-15.99%	-14.06%

Esta «caída extra» tiene una consecuencia técnica: el fondo Alpha Fund, que está cubierto y, por lo tanto, no se prevé que baje con el mercado, baja en estos meses, porque nuestras acciones caen más que el mercado, siendo el «seguro» insuficiente.

Los fondos se comportan de este modo porque nosotros, casi por definición, compramos acciones que no gustan a la gente porque si no, no estarían baratas. Lo hacemos bien cuando compramos de todas las acciones baratas del mundo las que no se merecen tener un precio tan bajo. Como demuestra nuestro historial, hemos acertado más veces de las que hemos fallado en el pasado. Pero esta estrategia nos lleva a comprar acciones en mercados emergentes, en empresas de capitalización media, en productores de bienes básicos... cosas que se consideran «arriesgadas» y que se venden rápido cuando cunde el pánico. Si los datos fundamentales están bien, sus acciones se recuperan con creces cuando el mercado vuelve a la normalidad (de ahí nuestros óptimos resultados históricos), aunque es de esperar un cierto grado de «dumping» en épocas de tensión. En sí, no tiene ninguna consecuencia, salvo la de proporcionar a nuestros inversores, que nos conocen bien, buenos puntos de entrada cada cierto tiempo. Estas caídas sólo son malas si fuerzan a alguien a vender, privándole así de excelentes perspectivas.

Por supuesto, nosotros también somos inversores: los directivos y empleados de Strategic Investment Advisors Group tenemos la mayor parte de nuestro patrimonio invertido en nuestros fondos y probablemente somos los mayores inversores «particulares» – «probablemente» ya que los fondos están registrados a según la legislación de Luxemburgo y de Suiza, que, con sus estrictas normativas de secreto bancario, no nos permiten saber quiénes son los accionistas finales. Como inversores, tenemos una reacción automática en estos tiempos de turbulencias: miramos la cartera y hacemos y rehacemos todas las estimaciones de beneficios de todas las sociedades una y otra vez. Así nos reaseguramos de la calidad de nuestras inversiones y podemos ignorar el ruido a nuestro alrededor. Que algunas de nuestras acciones caigan un 30% en unas semanas no significa que, en el futuro, vayamos a ganar menos dinero como propietarios de las empresas. Mr.. Mercado siente pánico y quizá nos esté ofreciendo una excelente oportunidad de ganar más dinero del previsto.

En esta “newsletter” relativamente larga nos gustaría dar a todos nuestros accionistas la oportunidad de pasar esta «prueba real» revisando algunas de nuestras principales inversiones con más detalle. Siempre hemos intentado dar a nuestros inversores una visión de lo que realmente están comprando proporcionándoles, por ejemplo, el ratio PER (precio/beneficio) global del fondo, o la rentabilidad por dividendo. Pero hoy nos gustaría explicarles cuál es el razonamiento que subyace en algunas de nuestras inversiones y cómo estimamos sus beneficios futuros. Obviamente, esta es la única forma seria de invertir.

Algunas consideración «macroeconómicas»

Sin embargo, queremos empezar con unas consideraciones sobre las condiciones «macroeconómicas» actuales. Cualquiera que lea la prensa financiera o, peor, que vea los programas de la televisión financiera, está constantemente bombardeado por argumentos extremadamente superficiales. Un ejemplo: «dada la crisis financiera, el consumidor estadounidense, que representa el 70% del PIB de Estados Unidos, no podrá consumir y esto tendrá un efecto rebote en China, que no podrá exportar a Estados Unidos, lo que afectará a los precios de los bienes básicos, que están por las nubes de todas formas.» Pocos informes se acuerdan de mencionar Europa, que tiene una economía ligeramente mayor que Estados Unidos y no está tan orientada al consumo. Con suerte estos informes mencionan que Europa no puede ir bien si Estados Unidos no va bien (sin embargo, al parecer, el caso contrario nunca les parece problemático a los comentaristas estadounidenses).

Está claro que todo esto no tiene ningún sentido. En primer lugar, el consumo no forma parte del PIB, que resulta que significa Producto Interior Bruto. El consumo es algo que uno puede hacer con lo ya se haya producido (la otra alternativa es ahorrar/invertir que, pese a la creencia popular, no es ilegal en Estados Unidos). En segundo lugar, Estados Unidos representa el 25% de la economía mundial y sólo en torno a un 15% de su economía se compone de operaciones internacionales, luego sus importaciones representan poco más del 3% de la economía mundial total. El 85% restante de la economía estadounidense es producción local para consumo local, como por ejemplo los empleados federales, estatales y municipales, que producen/consumen en torno al 40% del total del PIB, y que no van a ninguna parte; o los restaurantes; o la atención sanitaria. La mayor parte de las operaciones internacionales se realizan porque no hay alternativa (petróleo) o porque se trata de operaciones intrasocietarias: IBM o Caterpillar importan piezas fabricadas en el extranjero para las máquinas que ensamblan en Estados Unidos. No pueden dejar de importarlas sin paralizar el proceso de producción. En el pasado, el impacto de una recesión en Estados Unidos ha tenido escaso efecto en el comercio mundial. Por un sencillo motivo: una recesión en Estados Unidos significa, por ejemplo, una caída del 1% en el PIB estadounidense en un año. Eso se traduciría en una caída del 0,25% en el PIB mundial, que entonces crecerá, por ejemplo, un 3,75% en lugar de un 4% en el año. No parece tan terrible para alguien que invierte en empresas.

El impacto es incluso más limitado para la mayoría de las empresas globales, ya que muy pocas concentran su negocio en las partes más afectadas de la economía estadounidense. Por ejemplo, el comercio de la mayoría de los mercados emergentes es con otros mercados emergentes. Es más, los mercados emergentes que más rápido crecen, como China, Rusia o la India, se han embarcado en enormes programas de inversión interna para dotar a su gente de las comunicaciones, carreteras y viviendas que requieren. Esto apenas se

ve alterado por lo que pasa en Estados Unidos. China, por ejemplo, que tiene más de un trillón de dólares en reservas en moneda extranjera, bien podría reducir todas sus exportaciones y concentrarse en construir su propio país, pagando las importaciones de bienes básicos necesarios con los importantes superávits que tiene acumulados. De hecho, es lo que está sucediendo paulatinamente.

La visión macroeconómica es, de hecho, relativamente sencilla: Estados Unidos ha estado consumiendo durante años mucho más de lo que ha producido, de ahí su déficit comercial. Esto ha coincidido con que la mayor parte del mundo tenía superávit comercial, es decir, los chinos (¡y los suizos!) estaban produciendo mucho más de lo que consumían. En los últimos años, por requerimiento de los responsables políticos de todo el mundo, este permanente desequilibrio se está corrigiendo. El problema es que a los estadounidenses no les parece la corrección de un desequilibrio: les parece el infierno, porque tienen que consumir menos, pagar su enorme deuda, y dejar que los productores chinos y suizos (y los japoneses y los franceses...) disfruten más de lo que producen. Peor aún, para compensar los años de excesos, Estados Unidos tiene que enviar a esos extranjeros algo más valioso que los CDO sub-prime y las acciones de Blackstone o Carlyle Capital, quitándoles «algo» de su consumo actual. Se sienten fatal, y se nota. Hablarán de recesión durante unos años... pero no será esa la visión del resto del mundo. Parecerá algo normal, con las inevitables fluctuaciones de la economía. Después de todo, tanto Japón como Alemania, la segunda y tercera economía del mundo (y juntas equivalentes a casi 2/3 de la estadounidense), pasaron gran parte de los últimos 10 años creciendo muy poco o nada, mientras al resto del mundo (sobre todo a Estados Unidos) le iba muy bien. Pero son pocos los que hablan del boom económico que atraviesa actualmente Alemania, donde el desempleo sigue bajando (como en Francia). En un par de viajes recientes a Shangai y Hong-Kong, donde hemos visitado más de cincuenta sociedades, hemos tenido la oportunidad de comprobar de primera mano lo poco que esas empresas se ven afectadas por las cuestiones «macroeconómicas».

Para corregir este desequilibrio crónico sería necesario un gran shock, con dos características: que por fin se negara el crédito a los consumidores estadounidenses, y que el dólar cayera. Estas dos circunstancias provocarían y permitirían la liquidación gradual de la posición deudora estadounidense hacia la de un país equilibrado que compensara sus importaciones con exportaciones equivalentes. Y eso es lo que está sucediendo ahora: las entidades de crédito se han dado cuenta de que han dejado dinero a prestatarios con poca solvencia y el dólar estadounidense cae en picado frente a casi todas las monedas.

Naturalmente, si una parte significativa del mundo crece más lentamente, o no crece, el mundo en su conjunto crece más lentamente. Pero ¿qué significa eso para un inversor? No mucho, para ser sinceros. Con el tiempo, las buenas sociedades no se ven seriamente afectadas por estos acontecimientos. En primer lugar,

porque el impacto real es muy pequeño: como mencionamos en una “newsletter” anterior, la diferencia entre un ejercicio fantástico y uno horrible para la economía mundial es un crecimiento de en torno a un 2% menos. En segundo lugar, porque si las condiciones externas cambian considerablemente, las buenas sociedades se adaptan. La mayoría cubre su riesgo de cambio, produce y vende en distintos países y trata de adaptar sus productos a los países donde haya mayor demanda. Con los años, las empresas buenas y bien gestionadas obtienen beneficios, con independencia de lo que haga la economía. Retomando los ejemplos anteriores, tanto IBM como Caterpillar han atravesado muchas recesiones en Estados Unidos y en otras partes del mundo y siguen generando excelentes rendimientos año tras año. Cuando han atravesado dificultades, ha sido por problemas estratégicos u operativos específicos de la sociedad, no por cuestiones «macroeconómicas».

Lo que importa a los inversores es la calidad de las sociedades que compran (sus beneficios futuros) y el precio que pagan por ellas. Si se dividen los primeros entre el segundo se obtiene la rentabilidad a largo plazo de la inversión. Pero en este punto tenemos malas noticias. Incluso después de todas las caídas de los últimos meses, el mercado estadounidense, que normalmente se considera una referencia, está muy caro. Lo crea o no, el ratio PER de 2007 para la totalidad de las sociedades S&P 500 es de 18. Nadie espera que sus beneficios crezcan mucho en términos medios en 2008, luego también es 18 el ratio PER para 2008. Ahora bien, comprar a un PER de 18 condena al comprador a una rentabilidad del 5% de por vida... a menos que los beneficios crezcan muy rápido, o que venga pronto un «tonto mayor» que esté dispuesto a pagar un precio todavía más elevado por las acciones.

Pero nosotros no compramos a estos precios. Nuestro ratio PER de 2008 está en torno a 7. Esto significa que, si nuestra previsión es correcta, en tanto que propietarios de las sociedades, este año ganaremos un 15%, con independencia de lo que hagan los mercados. Lo crea o no, sólo beneficia a la gente que trata de hacer crecer su inversión con el tiempo el que las acciones bajen, y no suban, al igual que sólo beneficia a los compradores inmobiliarios encontrar gangas y no comprar cuando los precios están en lo más alto.

Un último comentario «macroeconómico» antes de pasar a comentar nuestras inversiones. Nuestros fondos cotizan básicamente en euros, aunque tenemos series en dólares estadounidenses y francos suizos. El euro lleva un tiempo siendo la moneda más fuerte del mundo (superado por el franco suizo últimamente). Esto significa que los precios de nuestras acciones, compradas en los mercados mundiales, parecen aún más baratas de lo que son en su propia moneda al convertirlas a euros. No cubrimos las divisas porque es un ejercicio muy caro que destruye valor a largo plazo. Sin embargo, cada cierto tiempo sería conveniente hacerlo (como comprar el boleto de lotería que resultara premiado: muy rentable, pero sólo si es el adecuado). La

fortaleza actual del euro se desvanecerá antes o después, y entonces nuestra «rentabilidad» parecerá mucho mejor. No importa.

Comentarios sobre nuestras principales inversiones

Barratt Development es una constructora residencial británica. Es una de las mayores del país, con 18.000 viviendas construidas y vendidas en año pasado. Es bien sabido que el sector inmobiliario del Reino Unido atraviesa problemas por dos razones básicas que se refuerzan entre ellas: los precios de la vivienda han subido demasiado rápido, reduciendo la posibilidad de adquirir una; y la agitación reinante en los mercados de crédito que reduce la capacidad de la gente para conseguir hipotecas. Sin financiación, los constructores no pueden vender ya que son pocos los que pueden pagar una vivienda en efectivo.

Obviamente tenemos estos factores en cuenta. En concreto, nuestra valoración incluye una caída del 20% en el volumen de viviendas vendidas en 2008 con respecto a 2007, algo sin precedentes, así como una caída del 5% en los precios, que tampoco tiene precedentes (entendemos que, al cierre de marzo, los precios de la obra nueva no habían caído nada). Suponemos que posteriormente habrá una recuperación muy lenta de volúmenes y de precios que, después de la inflación, significa una caída del 3% al 5% en términos reales por año. Creemos que los volúmenes se recuperarán porque, a diferencia de Estados Unidos o algunos mercados europeos como Irlanda o España, el Reino Unido tiene un déficit crónico de vivienda. Sólo se construyeron 170.000 viviendas de obra nueva el año pasado frente a una demanda estimada por el gobierno en 250.000 (a efectos comparativos, en Francia se construyeron 400.000 con un tamaño de mercado similar, y en España 700.000).

Con estas hipótesis, creemos que Barratt debería ganar unos 50 céntimos por acción en 2008, 60 en 2009 y 70 en 2010. Con un precio de acción de 420 céntimos, se genera un beneficio neto para el inversor de en torno al 15% con el paso del tiempo. Gran parte de ese beneficio viene en efectivo: el rendimiento en dividendos previsto para 2008 es más del 8%, que además está bien cubierto. La cotización de Barratt ha caído mucho porque compró Wilson Bowden en el pico del mercado, y se endeudó para pagar la compra, con lo que los inversores temieron por la solvencia de la compañía. Sin embargo, los constructores no tienen problemas de efectivo a corto plazo: tienen una importante cartera de terrenos, que pueden reducir sencillamente dejando de comprar durante un tiempo. Como los precios de los terrenos están bajando (mala noticia para Barratt, pero comprar esos terrenos caros fue un error del pasado), los constructores no están comprando terreno ahora, por lo que tienen mucho efectivo. Como consecuencia, no creemos que la sociedad vaya a tener ningún problema financiero. Cualquier saneamiento, en su caso, reconocerá sencillamente que la sociedad destruyó valor comprando Wilson. Pero, como hemos dicho, eso forma parte del pasado. Lo que importa es lo que la sociedad ganará en el futuro y lo que pagamos por ella. A estos

precios, creemos que es una buena compra. En torno al 2% del fondo Classic y del fondo Alpha están invertidos en la sociedad.

Compañías industriales europeas

Las bruscas caídas de los precios de las acciones en el mes de Enero nos permitieron comprar compañías muy interesantes a precios excelentes. Una de ellas fue **Biesse**. Se trata del segundo productor mundial de maquinaria para carpintería (el mayor es **Homag**, que también hemos comprado). Tiene su sede en Italia, y en el 2007 registró unas ventas de 466 millones de euros, con unos beneficios de 38,74 millones de euros. Descubrimos la sociedad a principios del ejercicio pasado y fuimos a visitarles en su fábrica de Pesaro. Aunque las acciones no eran tan baratas como nos hubiera gustado, compramos unas pocas, ya que la historia era realmente atractiva. Las acciones cotizaban a 18 euros entonces. Subieron muy rápido y vendimos en mayo, tres meses después, a 22 €: la historia era excelente, pero pensamos que podríamos ganar más dinero con otra inversión. En enero del 2008, encontramos la sociedad en una de nuestras «pantallas», sus acciones se vendían a 12 €. Mantuvimos una larga conversación telefonica con la Dirección, durante la cual comprobamos que todo lo que nos habían dicho en febrero de 2007 más o menos se había cumplido, y que la historia seguía siendo la misma. Compramos a esos precios. Esperábamos unos beneficios por acción de 1,6 € en este ejercicio, que nos proporcionarían una rentabilidad ajustada a largo plazo del 19%. Historias similares son Homag, el principal competidor de Biesse, y **KSB AG**, ambas con sede en Alemania. Creemos que nuestras acciones han bajado porque los inversores creen que, como hay una recesión en Estados Unidos, el mundo no comprará sus productos. Pero es absurdo: estas sociedades venden en todo el mundo y a clientes muy estables. En los últimos 10 años, el peor ejercicio 2002, en lo más bajo de la última recesión, cuando las ventas bajaron un 1%. El resto de los ejercicios de los últimos 15 años sus ventas han crecido, en términos medios, un 2,7% al año desde 1991. Ahora mismo, ninguna de estas sociedades tiene una parte importante de sus ventas en Estados Unidos y, aunque así fuera, no se reducirían a cero: una recesión en Estados Unidos no significa que el país desaparezca en el océano, significa que su PIB se mantendrá estable o se reducirá ligeramente durante ese año. Estas sociedades tienen una gran capacidad de recuperación. Por ejemplo, un cliente típico de KSB, líder mundial de bombas de precisión, es el sector energético, que, como vemos más abajo, está en pleno “boom”. Algunas de sus bombas están instaladas en plantas nucleares, que deben ser sustituidas regularmente y, por ley, deben comprarlas al proveedor original. Este grupo de sociedades compone aproximadamente el 7% de nuestra cartera.

Distribuidores de acero europeos

Poseemos tres distribuidores de acero europeos: **IMS**, **Kloekner** y **Jacquet Metals**. A primera vista, pueden meterse todos en el mismo saco, pero realmente son empresas muy distintas que no compiten entre ellas. IMS (International Metal Services) es una sociedad con

sede en París, que opera en la distribución de aceros especiales. Se trata básicamente de un mayorista, situado entre el fabricante de acero y la infinidad de pequeñas empresas que utilizan acero para fabricar sus productos (como las sociedades descritas en el punto anterior, por ejemplo). Tiene miles de clientes en toda Europa y su factura típica es de 2.000 €.

Su negocio no es muy complicado, pero requiere de una logística excelente y, por encima de todo, un perfecto control de las existencias. Sofisticados sistemas informáticos ofrecen a IMS una clara ventaja sobre sus competidores, que son, en su mayoría, negocios familiares locales. De hecho, todo el sector se está reestructurando y concentrando gradualmente. IMS, como concentrador clave, tiene un ritmo de crecimiento a largo plazo del 15%, del cual un 6% es orgánico (reduciendo la cuota de mercado de las pequeñas) y un 9% a través de adquisiciones de pequeñas empresas, normalmente cuando el fundador se retira. De este modo, el ritmo de crecimiento es muy atractivo, aún cuando el mercado general sólo crece a un ritmo (muy regular) del 3% anual. Esperamos que la sociedad gane unos 3,8 € por acción este año, lo que nos da una rentabilidad prevista a largo plazo del 19% (las acciones están cotizando a unos 25 €). Comprariamos más acciones de esta sociedad si fuera más grande, pero no queremos tener posiciones que no sean líquidas en nuestros fondos. Nos hemos reunido con la Dirección en varias ocasiones y estamos convencidos de su excelencia e integridad. Kloeckner y Jacquet Metals operan en sectores diferentes, pero tienen un enfoque similar. La primera, que es mucho mayor, comercia con acero común; la segunda, mucho más pequeña, se especializa en las planchas de acero inoxidable. Las tres empresas ganarán más dinero de lo previsto este año porque los precios del acero están subiendo rápido y eso genera beneficios atípicos en las existencias. No contamos con esos beneficios, ya que no son permanentes, pero bienvenidos sean, no obstante. Las tres empresas juntas representan algo menos del 6% de nuestros fondos Classic y Alpha. Jacquet Metals acaba de publicar sus resultados finales de 2007. Su ratio PER, tanto para ese ejercicio como el previsto para el 2008, es inferior a 5.

Astilleros

Tenemos en torno al 4% de nuestra cartera invertida en astilleros coreanos. Era más el año pasado, pero vendimos una parte, ya que las acciones se apreciaron rápidamente. Estas sociedades tienen excelente visibilidad de ventas: su libro de pedidos está totalmente saturado para los próximos tres o cuatro años, y han estado subiendo sus precios. Por desgracia, el acero y otros costes también están subiendo, luego sus márgenes probablemente serán ligeramente inferiores a lo previsto. Aún así, una sociedad como Hyundai Mipo Dockyard tiene un ratio PER para 2008 de 6,2, una vez ajustado por las participaciones entre sociedades del grupo Hyundai. Las acciones cotizaban un 30% más baratas en las primeras semanas de 2008, por ninguna causa importante, salvo por la liquidación generalizada de las

posiciones coreanas de los fondos extranjeros. Hemos tenido la oportunidad de comentar los negocios con la Dirección en varias ocasiones, y no vemos ningún problema con nuestras previsiones. La sociedad está ampliando un astillero que tiene en Vietnam, donde los costes son inferiores a los de China, como vía para el futuro crecimiento y competitividad.

Compañías petroleras

En una “newsletter” del 2005 ([haga clic aquí para recuperarla](#)), comentábamos que estimar el precio futuro del petróleo no es muy difícil. Todo lo que necesitábamos saber era la demanda futura, la oferta futura, y la elasticidad de la demanda con el precio del petróleo. Estas tres cifras son relativamente fáciles de predecir con un horizonte temporal de cinco años, ya que el crecimiento es bastante constante, entre un 1% y un 3% anual, desde el punto de vista de la demanda. La oferta es muy fácil de conocer: desarrollar un campo nuevo lleva más de cinco años, luego sabemos cuánto petróleo vendrá en línea estara disponible en los próximos cinco años (a lo sumo, porque habrá demoras). La elasticidad de la demanda (cuánto se debilita cuando sube el precio) ha sido estimada por muchas agencias. Sólo tiene que añadir un último punto, el agotamiento – es decir, cuánta producción se pierde cada año porque parte de los campos de producción existentes se agotan – y tendrá todos los elementos que necesita para estimar los precios para los próximos cinco años. Éstos son, por supuesto, estimaciones aproximativas: el crecimiento exacto de la demanda variará por año; no todos los nuevos proyectos saldrán adelante; la elasticidad de la demanda es sólo una estimación, y el agotamiento es difícil de calcular con precisión ya que algunos productores clave lo mantienen en secreto. Utilizando cifras prudentes, llegamos a la conclusión de que el precio del petróleo (aunque entonces estaba asombrosamente a 50 \$ el barril) no iba a bajar.

Si repetimos nuestros cálculos ahora, llegamos a la misma conclusión: es difícil ver cómo los precios pueden bajar cuando la demanda sigue creciendo en todo el mundo (a pesar de la recesión en Estados Unidos, más de 1.000 vehículos nuevos empiezan a circular por las calles de Pekín cada día), y la oferta no puede alcanzar su ritmo. En efecto, el mundo ha estado produciendo «a ritmo constante» durante los últimos años, con poco exceso de capacidad en el sistema. Esto significa que no hay suficiente petróleo para todos y el precio debe subir para convencer a unos para que dejen de quemarlo y a otros de que la exploración es una buena idea. Es difícil ver cómo estos simples hechos van a cambiar en los próximos años.

Los comentaristas han estado diciendo durante tiempo que, según los datos «fundamentales», el petróleo está sobrevalorado y los precios altos se deben a la «especulación» o «prima de terror», o a ambas. Bien, puede ser. Para nosotros, los datos «fundamentales» son la oferta y la demanda, y esos son muy claros y fáciles de seguir. El petróleo está por encima de 100 \$ y su tendencia a largo plazo, con subidas y bajadas, es seguir subiendo todavía más.

En este contexto, debería ser fácil ganar dinero invirtiendo en compañías petroleras. Pues no. Para empezar, muchas petroleras no tienen mucho petróleo: deben reemplazar lo que venden cada año encontrando nuevos recursos. Y son difíciles de encontrar y, cuando se encuentran, son mucho más caras de explotar que en el pasado. A esto hay que añadir el bocado cada vez mayor que se llevan los gobiernos locales que, en última instancia, son los propietarios de los recursos, y el resultado neto es que las petroleras tienen beneficios modestos a pesar de lo elevado de los precios.

Por estas razones, hemos invertido en sociedades que tienen abundantes reservas probadas en países estables, como los productores de arenas bituminosas canadienses, o que han protagonizado importantes descubrimientos en zonas interesantes con condiciones económicas estables, como las producciones off-shore de África Occidental. Estos productores de hidrocarburos representan el 9% de nuestros fondos Classic y Alpha. Representan el 35% del fondo Energy, en el que están complementadas por sociedades de servicios petrolíferos y productores de carbón (véase a continuación).

Compañías de perforación

La exploración de petróleo y su posterior extracción requiere la perforación de agujeros en la superficie terrestre, ya sea en tierra o bajo el mar, en ocasiones a miles de metros de profundidad. Esto se realiza normalmente con «torres de perforación», que pertenecen y son explotadas por empresas especializadas que las arriendan a medio-largo plazo a las compañías petroleras. Algunas de estas torres son estructuras off-shore bastante impresionantes, que cuestan más de 700 millones de dólares construir. Un plazo de entrega típico es, en estos momentos, de tres a cuatro años. Se alquilan a tarifas de hasta 600.000 \$ al día.

Como en muchos otros negocios en los que invertimos, la visibilidad es bastante buena: dada la necesidad de encontrar nuevas fuentes de petróleo como ya hemos explicado, puede suponerse fácilmente que la demanda crecerá de forma constante en el futuro. También conocemos la oferta: sabemos cuántas torres hay en el mundo, cuántas están en fase de construcción y cuántas han sido encargadas pero todavía no han empezado a construirse. Por tanto sabemos de hecho que, a menos que la humanidad pierda el interés por el petróleo, éste será un buen negocio. Por supuesto, los elevados precios de la actualidad están atrayendo más capacidad y, a diferencia del propio petróleo, esa capacidad puede construirse, aunque lleve tiempo. Estamos valorando estas empresas suponiendo un relajamiento gradual de las tarifas en los próximos cinco años a medida que vaya habiendo más capacidad en el sector. No obstante, a pesar de los eventuales márgenes decrecientes, a los precios actuales de las acciones, seguimos estimando unos rendimientos durante el ciclo muy superiores al 15%. Las sociedades de perforación, basadas en Noruega y Estados Unidos, constituyen cerca del 9% de nuestros fondos Classic y Alpha y un 25% de nuestro fondo Energy.

Empresas sísmicas

Por los motivos expuestos, la exploración de petróleo cada vez es más cara. Por eso las compañías petroleras están muy interesadas en obtener toda la ayuda posible para minimizar los «agujeros secos». Los estudios sísmicos, que tratan de «mostrar» lo que hay bajo tierra, especialmente off-shore (que es bajo tierra y bajo mar), contribuyen a que entiendan dónde es razonable perforar y dónde es probable que no merezca la pena. Para que se haga una idea de lo importante que es evitar estos agujeros secos: el único agujero perforado por Petrobras para probar su enorme descubrimiento petrolífero en Brasil costó 280 millones de dólares.

Las empresas sísmicas dotan buques con equipos muy especializados para remolcarlos a la zona que hay que analizar. Emiten sonidos que se reflejan y vuelven y son captados por sensores, proporcionando una especie de «escáner interno» de lo que hay bajo la tierra bajo el mar. Recientemente, los ultrasonidos se han visto complementados por señales electromagnéticas, que ayudan a facilitar una descripción más exacta de las capas.

Se trata de tecnologías complejas que requieren buques y equipos especializados, así como potencia informática para procesar los datos recopilados en la mar. Los resultados se venden a todas las empresas interesadas en la licitación de las licencias de la zona, y que necesitan «saber» lo prometedor que es la zona; o se venden exclusivamente a una sociedad que ya tiene la licencia. En el segundo caso, el estudio se realiza bajo contrato y no existe riesgo para la empresa sísmica.

Los servicios de estas empresas están muy demandados en la actualidad y las tarifas (y los beneficios) son consecuentemente elevados. Como es habitual, la oferta no es suficiente: los plazos de entrega de los buques nuevos son largos, los equipos son muy especializados, y el personal experimentado escasea. El mercado teme una caída de los beneficios, y todavía está en “shock” por el colapso total de la demanda hace diez años cuando los precios del petróleo cayeron a 10 \$ el barril y todas las empresas cancelaron la exploración. Pero, como hemos comentado antes, eso no va a suceder de nuevo, y creemos que los beneficios serán sólidos durante los años venideros: lo que se pierde por la reducción de márgenes que se deriva de la entrada de competidores en el mercado se recuperará con los volúmenes. Actualmente, estas empresas (**Wavefield, TGS, PGS, Seabird...**) tienen ratios PER próximos a 8, con tasas de crecimiento superiores al 20% anual. Tienen sede en Noruega, han obtenido su experiencia en los campos de petróleo del Mar del Norte y hemos tenido oportunidad de visitarlas varias veces.

Compañías mineras

Como grupo, la minería representa la posición más importante del fondo Classic, componiendo más del 15%. Como comentaremos, probablemente no es buena idea considerarlo un grupo homogéneo,

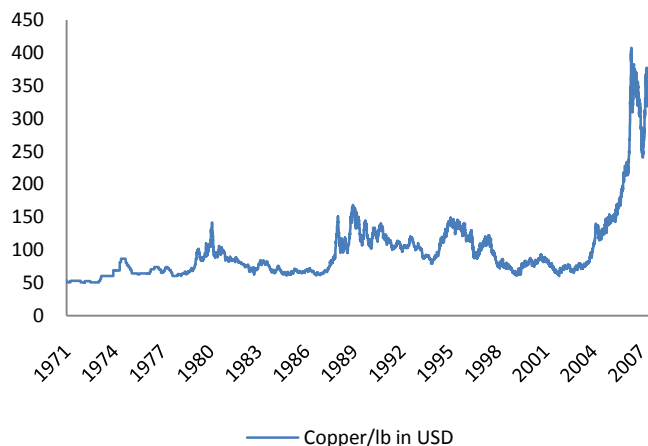
pero así es como está clasificado. Lógicamente la minería es el núcleo de nuestro fondo especializado Mining.

Valorar una compañía minera en producción no es muy difícil: en general, las reservas pueden calcularse de forma bastante precisa y no hay duda de que el producto se venderá a precios de mercado como bien básico. Además de los posibles problemas técnicos, la única fuente real de incertidumbre es el precio futuro de este bien. Dado que las minas tienen una vida que oscila entre 10 y 20 años en términos medios, se precisa una previsión a muy largo plazo para conseguir una valoración prudente.

¿Es posible realizar esa previsión a muy largo plazo? Lo cierto es que no, si uno mira a la cotización de las compañías mineras: pueden subir o bajar más de un 20% en una par de semanas. No obstante, el precio de los bienes básicos en sí no cambia tanto. ¿Por que sucede esto? En nuestra opinión es algo similar a los que sucede con las compañías petroleras. Los mercados no parecen tener una clara idea de cómo valorar las compañías mineras, que suben o bajan de valor en función de los impulsos especulativos. Aún así, igual que en el caso de las compañías petroleras, no es tan difícil conseguir un precio de explotación a largo plazo que tenga sentido. Fijémonos en el cobre.

Históricamente, los precios del cobre explotaron en los setenta, sólo para atravesar después una larga depresión que se prolongó durante casi treinta años. Hace unos años, comenzaron a subir y, con altibajos, ahora alcanzan un récord histórico (véase la figura 6).

Figura 6
Evolución del precio del cobre



En los últimos años, los analistas han supuesto que los elevados precios eran sólo un problema pasajero provocado por algún tipo de «especulación», dando por sentado que los precios revertirían en

alguna clase de «media histórica» ligeramente inferior a 1 \$/lb. Por consiguiente, no recomendaron las compañías productoras de cobre porque consideraron que sus elevados beneficios eran sólo temporales. De hecho, convencieron a muchas productoras de cobre (¡que habían pasado 20 años horribles!) de que cubrieran su producción ante los “increíblemente elevados” precios del cobre (1,5 \$/lb). Phelps Dodge, la principal productora de cobre americana, lo hizo.

Sin embargo, los precios del cobre se niegan a bajar. Esto ha tenido un efecto extraño en las sociedades con cobertura: a medida que los precios de contado iban superando los precios acordados, han ido reconociendo pérdidas contables. Phelps Dodge consiguió así perder dinero cuando los precios del cobre eran muy superiores a lo esperado. La sociedad fue comprada finalmente por Freeport McMoran, actualmente la mayor productora de cobre del mundo.

Las sociedades que no se cubrieron comenzaron a ganar ingentes cantidades de dinero, especialmente las que tenían costes relativamente altos. Tomemos una sociedad como Quadra Mining, que tenemos en la cartera. Sus costes de producción ascienden a cerca de 1,5 \$/lb. Si el precio de venta es 2 \$, a penas tiene margen de beneficio. Si es 3 \$, gana 1,5 \$ por libra que, multiplicado por 130 millones de libras - que produce cada año -, representa un beneficio de 195 millones de dólares antes de amortizaciones e impuestos. A un precio de 3,5 \$ (un 16% mayor), su EBITDA se va a 260 millones de dólares (un 33% mayor).

Una vez más, los analistas se negaron a creer que los precios se mantendrían altos, de forma que las acciones siguieron cotizando a precios bajos. Nosotros adoptamos otro enfoque: nos preguntamos cuál sería el precio fundamental a largo plazo del cobre.

A largo plazo, el precio de cualquier bien en general será el que permita que su producción sea rentable, pero sin excesos. Si no es rentable, la gente dejará de producirlo, luego los precios subirán porque habrá escasez de oferta. Si es demasiado rentable, aumentará el número de empresas productoras y su precio caerá. Obviamente, existen casos especiales en los que la competencia no puede entrar fácilmente en el mercado (tratar de vender sistemas operativos para ordenadores personales contra Microsoft, o vender un medicamento patentado por otro), pero en el caso de los bienes básicos, la competencia puede surgir. Para conocer el precio futuro del cobre, lo que tenemos que saber cual será el precio que proporcionara una cantidad «razonable» de beneficios para el «productor marginal», es decir, el que tiene los costes más altos, ya que ese será el primero que dejará de producir si el precio es demasiado bajo.

Resumiendo, un productor de cobre tiene dos tipos de costes: la inversión en bienes de equipo y los gastos de explotación. La inversión en bienes de equipo es la cantidad necesaria para construir la mina y todas sus instalaciones accesorias, que incluyen la planta de

procesamiento y, con frecuencia, los generadores de energía, las carreteras (o incluso ferrocarriles), etc. En muchos casos, las minas están alejadas de la civilización y hay que crear toda la estructura de transporte. Los gastos de explotación son, como es natural, los gastos actuales de la extracción, el procesamiento y el transporte del mineral al procesador final (la «fundición»), que realmente fabricará el cobre. Algunas minas producen su producto final, pero a menudo se limitan a vender el producto intermedio (el «concentrado») a la fundición, que puede estar en la otra mitad del mundo.

Obviamente, tanto la inversión en bienes de equipo como los gastos de explotación varían mucho de una mina a otra. No obstante, se pueden hacer algunas generalizaciones. Actualmente, es casi imposible establecer una mina de producción por menos del equivalente a 5 \$ por libra de producción al año. Esto significa que, por ejemplo, establecer una mina que permita producir 100 millones de libras de cobre al año cuesta 500 millones de dólares. Una mina de estas características puede durar, por lo general, unos 15 años.

Los gastos de explotación también pueden variar mucho y están muy influenciados por los subproductos. Las minas de cobre por lo general también producen otros metales como oro, plata, cobalto o molibdeno en pequeñas cantidades. Estos metales son muy valiosos y contribuyen a «reducir» los gastos de explotación, porque se consideran un «coste menor». De hecho, algunas minas de cobre también producen tantos subproductos que su coste es cero, o incluso negativo. No obstante, hay excepciones. Una mina de cobre media tendrá costes que oscilarán entre 1 \$ y 1,5 \$/lb.

Ahora bien, ¿qué precio del cobre permitiría una rentabilidad «razonable»? Sin duda, debe ser superior a los gastos de explotación, luego 1,5 \$ parecería ser el mínimo, que es el precio que muchos analistas aceptan en la actualidad. Pero eso es absurdo: nadie va a abrir una mina, gastándose 500 millones de dólares, sólo para recuperar los costes en efectivo, y no recuperar los 500 millones de dólares. Todos los años hay minas que se agotan, y la demanda está creciendo, luego deberían abrirse minas todos los años. Si el precio del cobre después de gastos de explotación no ofrece un margen que justifique la inversión, nadie la hará.

La siguiente pregunta es lo amplio que debe ser ese margen para justificar la inversión. Los distintos inversores pueden tener expectativas distintas, pero hemos preguntado a nuestros lectores qué rendimiento pedirían a una inversión en la que tuvieran que poner el efectivo, esperar al menos cinco años (que es lo que se tarda en abrir una mina) y luego, si todo sale según lo previsto, comenzar a obtener beneficios durante 15 años. Esos beneficios lógicamente dependerán del precio del cobre en los próximos 20 años, que según la mayoría de los analistas será o muy bajo o completamente imposible de estimar. Al final, no queda nada salvo el gasto final de limpieza del lugar. A propósito, la mina puede estar en Guatemala, Ecuador o la República

Democrática del Congo, y será impugnada por distintas ONG antiglobalización y de defensa del medio ambiente, luego la mayoría de los permisos serán denegados en primera instancia y sólo se concederán después de largos procesos de revisión. Otro punto: si tiene suerte y el precio del cobre sube más de lo previsto, puede estar seguro de que los gobiernos locales no tardarán en subir los impuestos y cánones.

Cuando realmente preguntamos a los inversores cuánto pedirían a una inversión de este tipo, obtenemos una respuesta unánime: silencio. Nadie parece estar interesado en una operación así a ningún precio. Por suerte, los mineros están acostumbrados a estas circunstancias, pero siguen necesitando captar fondos de los inversores. Nosotros sostenemos que poca gente estaría dispuesta a invertir en un proyecto de este tipo si la TIR (tasa interna de rentabilidad) del proyecto no alcanza, como mínimo, el 20%.

Para obtener una rentabilidad del 20% en algo que sólo empieza a devolver la inversión 5 años más tarde y sólo dura 15 años, hay que obtener unos beneficios anuales durante los 15 años de cerca de 160 millones de dólares anuales si la inversión inicial es de 500 millones de dólares. Esto representa 1,6 \$ por libra producida al año (recuerde, nuestra mina produce 100 millones de libras al año). Por consiguiente, para obtener una rentabilidad del 20%, los inversores de esta mina hipotética necesitarían un precio del cobre estable de 3,1 \$/lb durante la vida del proyecto, ya que tendría que cubrir los gastos de explotación de 1,5 \$ y dejar el margen necesario.

Las cifras que hemos utilizado en este ejemplo son hipotéticas, pero no arbitrarias: pueden encontrarse en muchos proyectos reales que están en fase de consideración. Algunos de los más recientes tienen incluso inversiones en bienes de equipo más grandes, y los costes están aumentando en general, tanto en los de bienes de equipo como en los de explotación. A esto hay que sumar las difícilísimas negociaciones con los defensores del medio ambiente y las demandas de cánones cada vez mayores de los gobiernos locales, que inciden todos directamente en los beneficios. Es extremadamente difícil de imaginar cómo se proveerá el mundo de cobre si los precios caen por debajo de 3 \$/lb. Hemos utilizado 2,8 \$/lb en nuestras valoraciones de las sociedades, sabiendo que probablemente sea una estimación muy conservadora: los precios están actualmente cerca de 4 \$/lb y, como en el caso del petróleo, no sabemos los grandes proyectos que entrarán en funcionamiento, alterando el equilibrio entre la oferta y la demanda. Es más bien lo contrario: por toda clase de razones, desde la falta de energía hasta los conflictos laborales y la falta de piezas de repuesto básicas, las empresas están experimentando serios problemas tanto para mantener la producción, como para aumentarla.

Antes de seguir, hay que contestar a una pregunta: si 3 \$/lb va a ser probablemente el precio mínimo del cobre en el futuro, ¿por qué ha sido tan bajo durante tanto tiempo?. Por una serie de razones

económicas, estratégicas y tecnológicas, las compañías mineras invirtieron muy poco a principios de los setenta. Cuando hay capacidad extra en minas ya construidas, los mineros, desesperados por obtener flujos de efectivo, están dispuestos a reducir su precio por debajo del coste total, mientras cubran sus gastos de explotación. Pero ya no existe esa capacidad extra: muchas grandes minas se han agotado, y la demanda ha seguido aumentando a ritmo constante todos estos años. La situación ha cambiado y, dada la escasez de grandes proyectos en desarrollo, pasará mucho tiempo hasta que veamos de nuevo un exceso de capacidad.

Pero esta situación podría darse. Si abren muchas minas porque el precio del cobre parece justificarlo, cabe pensar que el sector se encontrará con más capacidad de producción que demanda. En ese caso, los precios caerían rápidamente hacia el coste de efectivo del productor con mayores costes, y nadie obtendrá la pretendida rentabilidad del 20%. Sin embargo, hay que abrir nuevas minas cada año, porque las antiguas se están quedando sin negocio, luego el ajuste sería relativamente rápido: si no se abrieran nuevas minas en unos años, se absorbería de inmediato el hipotético exceso de capacidad. Este proceso no es inmediato y por eso las variaciones en el precio del cobre tardarán unos años en ajustarse. Los inversores pueden estar seguros de que, a largo plazo, el precio del cobre se aproximará al resultante de nuestro análisis.

Quizá los lectores hayan notado que hemos analizado el precio de un bien clave sin hacer la menor referencia a la recesión en Estados Unidos, las exportaciones chinas, la actividad de los fondos de cobertura y otras distracciones. Como ha quedado demostrado con nuestro pequeño ejemplo, el desarrollo de nueva oferta lleva entre cinco y diez años, y las decisiones de inversión deben tomarse con un horizonte temporal de veinte a treinta años. Lo que pase con la economía estadounidense el año que viene es del todo irrelevante para la determinación del valor de las compañías productoras de cobre con minas que tienen una vida superior a 15 años. A menos que la humanidad encuentre formas de funcionar sin electricidad, el cobre seguirá teniendo demanda mientras pueda seguir siendo extraído.

Hemos realizado un análisis similar con otros bienes básicos. Como cabe esperar, hemos encontrado diferentes resultados. Algunos bienes, como el zinc, parecen tener una gran oferta y los precios son bastante bajos, dificultando la vida de los productores con altos costes, que probablemente tendrán que abandonar el sector. En cualquier caso, ningún productor con elevados costes está abriendo en estos momentos una mina. Otros metales, como el níquel, se encuentran en una posición en la que muchos productores actuales son muy rentables porque los grandes proyectos que entrarán en funcionamiento han sufrido importantes demoras y han sobrepasado el presupuesto. Aún así, estamos asistiendo a un "boom" de otros bienes básicos como consecuencia de graves problemas de oferta: el carbón australiano tiene que ser exportado a China a través de una serie de

puertos que están completamente saturados. Así, aunque hubiera suficientes minas (que no las hay, aunque las pueda haber en unos años), no podrían proporcionar el carbón, de forma que el que realmente consigue ser transportado alcanza unos precios muy elevados: el precio del carbón de coque, utilizado para la producción de acero, se ha triplicado en los últimos doce meses.

Nos tenemos que enfrentar constantemente con comentarios que atribuyen el aumento de los precios de los bienes básicos a los «fondos hedge » y a los «especuladores». No es sorprendente: ya antes del crack de 1929, se echaba la culpa rutinariamente a los especuladores anónimos de lo que no les gustaba a los periodistas, con independencia de que fuera un aumento del precio del petróleo o una caída de la cotización de las acciones (¡esos malvados vendedores en corto!). Pero es interesante observar que esos bienes básicos que los especuladores no pueden comprar porque no hay mercado de futuros donde se vendan, como el mineral de hierro o el carbón, han subido de precio más que los que pueden ser objeto de especulación. De hecho, a diferencia de las acciones, los bienes básicos se consumen realmente. Por supuesto, se puede especular con ellos comprando o vendiendo futuros de bienes básicos. No obstante, el cobre se utiliza todos los días, el trigo se come, el petróleo se refina y se quema. Es una actividad real, no especulativa. Los precios actuales son sencillamente los necesarios para equilibrar la oferta y la demanda. El hecho de que las existencias físicas de muchos bienes se encuentren en mínimos históricos muestra en qué medida los elevados precios sólo reflejan la fuerte demanda.

En pocas palabras, no «especulamos con los bienes básicos», sencillamente buscamos sociedades fundamentalmente infravaloradas ya produzcan petróleo, cobre, máquinas para carpintería o seguros de vida. Actualmente encontramos mucho valor en las compañías productoras de metales.

Entidades financieras

Después de las compañías mineras, tenemos una gran posición en entidades de servicios financieros, que componen cerca del 14% de los fondos Classic y Alpha. Antes de comentarlas, nos gustaría hacer una distinción entre los bancos y las aseguradoras. Cuando comenzó la gran venta de entidades financieras el verano pasado, compramos bancos que pensamos que tenían un descuento excesivo. Los hemos vendido poco después incurriendo en pérdidas (relativamente pequeñas), porque nos hemos convencido de que los bancos, a diferencia de las aseguradoras (véase a continuación), no sólo se enfrentan a una crisis a corto plazo, sino a un deterioramiento a largo plazo de su modelo de negocio.

En las primeras páginas de esta “newsletter”, insistíamos en que sólo una recesión en Estados Unidos no tiene por qué incidir en los beneficios de las empresas de forma tan negativa. No obstante, hay algunas excepciones y el sector de la banca es uno. En una recesión,

las cuentas de dudoso cobro aumentan rápidamente, multiplicando normalmente la proporción «media» varias veces. Por su constitución, los bancos son entidades con un gran apalancamiento. Esto significa que si las cuentas de dudoso cobro van del 0,8% al 4% (algo muy normal en una recesión), los beneficios de los bancos pueden caer más de un 40% y mantenerse deprimidos durante varios años. En sí, esto demandaría un precio de entrada mucho más bajo de lo normal: lo que en apariencia es un ratio PER de 7 debería ser realmente un ratio PER a futuro de 11.

Eso sucede a todos los bancos en todas las recesiones. No obstante, la debilidad económica actual en algunos mercados está realmente centrada en el sector de la banca: grandes saneamientos de inversiones poco rentables están generando importantes pérdidas a corto plazo muy superiores a las cuentas de dudoso cobro habituales en las recesiones típicas. Si un banco tuviera que soportar pérdidas equivalentes a sus beneficios de un año, su ratio PER aumentaría en un punto (de 11 a 12, en nuestro ejemplo anterior). Y lo que es peor, si las pérdidas son importantes, el banco debería emitir acciones nuevas para apuntalar su solvencia. Eso tiende a diluir a los accionistas actuales, lo que reduce el ratio PER, digamos, otro punto. Ya estamos en 13. Por último, algunos bancos que confiaban mucho en la financiación mayorista probablemente tendrán que pagar más en el futuro (obteniendo así menores márgenes), y muchos negocios, como la titulización, tardarán mucho tiempo en volver a su nivel reciente.

Todo esto hace que los bancos sean menos atractivos en el futuro de lo que implican sus valoraciones históricas. Esto no los convierte en malas inversiones: una franquicia sólida a un ratio PER de 13 (poniéndonos en lo peor) en su punto más bajo es probablemente mejor inversión que el mercado en general, pero no es tan buena como nos gustaría para nuestros fondos.

Las aseguradoras, por otra parte, no tienen estos problemas. Muchas acciones del sector han caído drásticamente, principalmente como consecuencia de la incertidumbre sobre sus inversiones financieras. Algunas sociedades, aunque no todas, han realizado sin duda malas inversiones. No obstante, se trata de acontecimientos únicos: el ciclo del sector de los seguros no se ve realmente afectado por las recesiones, y los problemas de financiación actuales son realmente oportunidades para estas sociedades, ricas en efectivo, más que una fuente de problemas. Podemos comprar aseguradoras al mismo ratio PER que los bancos, pero sin los problemas inherentes de éstos últimos. Como consecuencia, creemos que el PER *a futuro* de nuestras aseguradoras y reaseguradoras se encuentra, de hecho, entre 6 y 8, con una visibilidad relativamente buena. Obviamente, no descartamos la posibilidad de volver a comprar algunos bancos, si bajan los precios y nos parecen más atractivos. Como hemos dicho, no nos preocupa la calidad de sus franquicias (al menos, en muchos casos), sino dónde fijar un nivel realista de beneficios para los próximos 4-5 años.

Estas son algunas de nuestras inversiones clave. Están diversificadas por sector y segmento, como se indica en las figuras 7 y 8. Por supuesto, hay un sesgo hacia los sectores que realmente necesitan más dinero, ya que tienden a pagar mejor a sus inversores. También hemos terminado invirtiendo en sociedades cíclicas que están mal comprendidas, y cuyas acciones pueden estar infravaloradas por el mercado por basarse en hipótesis simplistas. No compramos «temas», ni nos dedicamos a la «asignación de activos». Analizamos todas las sociedades por sus propios méritos, tratando de entender lo que impulsa su futura rentabilidad. No obstante, si el mundo dejara de utilizar petróleo, cobre y buques, y dejara de asegurar sus riesgos, nuestra cartera sufriría. Pero no podemos imaginar ningún escenario, salvo por el de un colapso absoluto de la economía, en el que pudiera producirse. Es más, llegado ese caso, pensamos que ninguna inversión obtendría buenos resultados.

Figura 7
Desglose por sector

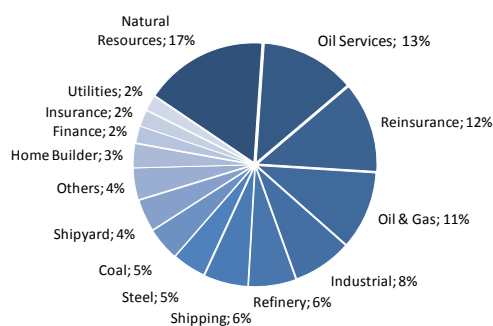
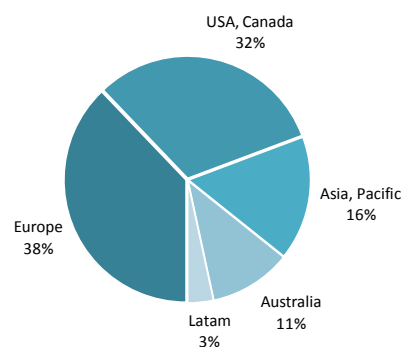


Figura 8
Desglose por zona geográfica



La agitación actual del mercado tiene un claro origen en Estados Unidos, con un importante epicentro en el sector financiero. Dado que Estados Unidos controla los medios de comunicación financieros, no es extraño que las noticias no dejen de ser alarmistas. El hecho de que el mercado estadounidense sea caro tampoco ayuda: merece caer. Pero eso no es todo, no es ni siquiera la parte más interesante. Los inversores harán bien en ser independientes a la hora de pensar, mantener la calma y tratar de saber lo que hacen. Vender a estos niveles de tensión puede parecer prudente («nos gusta ser cautos y mantener mucho efectivo en épocas como ésta»), pero es sencillamente vender bajo y negarse a uno mismo una posibilidad de obtener beneficios en el futuro (los cautos finalmente comprarán caro). No es esa la forma de conseguir buena rentabilidad a largo plazo.

Noticias SIA

Las noticias más importantes del último trimestre es que ya tenemos a nuestro equipo en marcha. Se han incorporado a nosotros una serie de profesionales con los que habíamos negociado a finales del año pasado. Hemos realizado un importante esfuerzo por crear un equipo

de investigación de primera clase para asegurar un análisis riguroso y seguir todas nuestras inversiones con la mejor atención posible. Con la excepción de alguna que otra incorporación, no esperamos se produzca ningún otro aumento de importancia.

Los nuevos miembros son:

Xavier Brun, Analista de RV Junior
Strategic Investment Advisors (España), SA

Nacido en Barcelona, Xavier Brun estudió Administración de Empresas en la Universitat Pompeu Fabra cursando, posteriormente, un Master en Banca y Finanzas en IDEC – UPF.

Actualmente, cursa el doctorado en Economía en la Universitat de Barcelona y el tema de su tesis es el origen del riesgo en los fondos de cobertura. También es profesor adjunto en la Universitat Pompeu Fabra y coordinador del Master en Mercados Financieros en IDEC - UPF.

Antes de incorporarse a SIA, estuvo al cargo de la *middle office* en Gesiuris, SGIIC (Barcelona), durante cinco años.

Alejandro Scherk, Analista de RV Senior
Strategic Investment Advisors (España), SA

Nacido en Barcelona (España), Alejandro Scherk tiene un MBA de ESADE (España) y una Licenciatura en Medicina de la Universidad Autónoma de Barcelona.

Hasta diciembre de 2007, fue Director de Inversión en Qrenta AV, una gestora de inversiones española con sede en Barcelona. En este cargo, desarrolló la Unidad de Análisis Fundamental y gestionó un Fondo de Valores.

Anteriormente, Alejandro trabajó como gestor de inversiones en Winterthur, una compañía de seguros suiza líder en su sector, y en dos gestoras de inversiones en Barcelona. Es el principal socio fundador y presidente de una pequeña empresa de análisis e inversión.

Es ponente de la Escuela de Negocios IEF en Barcelona y colabora regularmente con una revista económica muy conocida en España.

Se ha incorporado oficialmente a SIA SA como analista señor en enero de 2008.

Joan Borràs, Analista de RV Senior
Strategic Investment Advisors (España), SA

Nacido en Barcelona (España), Joan Borràs tiene un MBA Ejecutivo del Instituto de Empresa (España), un Doctorado en Ingeniería Eléctrica e Informática de la Rutgers University (EE.UU.) y una Licenciatura en Ingeniería de Telecomunicaciones de la Universidad Técnica de Cataluña (España).

Hasta diciembre de 2007, fue Director de Desarrollo de Negocio y Planificación Estratégica en Tempos 21, Mobile Applications Innovation, S.A., en Barcelona. Como tal, era responsable de la definición de productos (coordinando un equipo de gestores y jefes de producto), planes de negocio y estrategias de marketing y la práctica de consultoría. Antes de incorporarse a Tempos 21 en 2002, trabajaba en Telcordia Technologies (EE.UU.) como Investigador Científico, y anteriormente en la Universidad Técnica de Cataluña como Profesor Adjunto.

Se ha incorporado a Strategic Investment Advisors Group como Analista de Renta Variable en enero de 2008.

Karin Ruettimann, Asistente del Consejero Delegado
SIA Funds AG

Karin Ruettimann se ha incorporado a SIA Funds AG como Asistente del Consejero Delegado en enero de 2008.

Karin cuenta con una amplia experiencia, ya que ha trabajado como Asistente del Consejero Delegado de Von Roll durante muchos años. Antes de eso, ocupó varios puestos como asistente administrativa senior en Dow Chemical.

Ramón Alfonso, Analista de RV Senior
Strategic Investment Advisors (España), SA

Comenzó su carrera profesional como auditor en Arthur Andersen en 1987. Entre 1990 y 1993, fue nombrado responsable de gestión de control en el grupo británico Shandwick. En 1994, se incorporó al Departamento de Tesorería del Banco Sabadell como analista financiero y, en 1997, formó parte GesCaixa, la sociedad gestora de «la Caixa». En 1999, fue nombrado Director de Inversión de Gesfibanc. Entre 2000 y 2004, fue Director de Inversión de Credit Andorra.

Después de 2004, trabajó como consultor financiero y de inversión para varios despachos familiares. Desde 1995, ha impartido muchas ponencias y cursos en varias escuelas de negocios, como Esade, la Universidad de Barcelona, IdEC-University Pompeu Fabra e IEF, así como muchos cursos internos para entidades financieras. Nació en Barcelona y estudió en la Universidad Autónoma de Barcelona.

Jordi Costa, Analista de RV Junior
Strategic Investment Advisors (Suisse), SA

Nacido en Toronto (Canadá), Jordi Costa tiene una Licenciatura en Ingeniería Física de la Queen's University (Canadá), un diploma en Ingeniería Aeroespacial de SUPAERO/ENSAE (Francia) y un MBA de la Escuela de Negocios IESE (España).

Hasta enero de 2008, Jordi ocupó el puesto de Director de Programas en el Extranjero en Nissan Motor Ltd. en Barcelona donde era responsable de la rentabilidad global de 3 vehículos en todos los mercados europeos y, esencialmente, del mantenimiento del equilibrio entre el valor para el cliente (presencia de mercado) y el coste. En su puesto anterior de Analista Económico en París, desarrolló modelos avanzados para identificar y evaluar riesgos y oportunidades y mejorar la rentabilidad de la Unidad de Negocio de Vehículos Comerciales Ligeros de Nissan. Antes de incorporarse a Nissan en 2004, Jordi ocupó puestos en Renault SA como Jefe de Grupo y Jefe de Proyecto en el Departamento de Ingeniería de la sociedad.

Jordi se ha incorporado a Strategic Investment Advisors Group en febrero de 2008.

Marcos Hernández Aguado, Analista de RV Senior
Strategic Investment Advisors (Suisse), SA

Nacido en Madrid (España), Marcos Hernández tiene una Licenciatura en Economía de la Universidad Pontificia Comillas (ICADE E-2). Hasta febrero de 2008, era Director de SIG (Strategic Investment Group), una división de gestión de activos interna de Merrill Lynch Europe, con sede en Londres. Como tal, ha estado gestionando una cartera de valores de renta variable especializados en empresas industriales, formando también parte del Comité de Inversiones de SIG.

Marcos cuenta con 13 años de experiencia en Investigación para Vendedores cubriendo muchos sectores diferentes, como la construcción, los servicios inmobiliarios, los medios de comunicación, los suministros, el ocio y la alimentación. Antes de incorporarse a SIG, fue analista senior en Merrill Lynch Europe, en el equipo de Construcción y Materiales, continuamente clasificado entre los 3 mejores Inversores Institucionales en las encuestas anuales. Marcos también ha sido nombrado mejor analista del sector de la construcción español en 2001 y 2002 (según el estudio Greenwich) y mejor analista All-Europe Small Cap según el Estudio Reuters 2002.

Se ha incorporado a SIA SA como Analista Senior en marzo de 2008.

Josep Sumoy, Analista de RV Junior
Strategic Investment Advisors (Suisse), SA

Nacido en Tarragona, Josep tiene un MBA (con matrícula de honor) de la Universidad de Cambridge (Reino Unido), una Licenciatura en Petroquímica, Polímeros y Plásticos de la Escuela IFP (Francia) y una Licenciatura en Ingeniería Química (con matrícula de honor) de la Universidad Rovira i Virgili (España). También ha estudiado en McGill University (Canadá) y en INP Toulouse (Francia).

Antes de incorporarse a SIA en febrero de 2008, Josep ocupó varios puestos de jefe de proyectos y de ingenieros de procesos en Dow Chemical Ibérica (España).

Gosia Eggimann, Analista de RV Senior

Strategic Investment Advisors (Suisse), SA

Nacido en Varsovia (Polonia), Gosia Eggimann tiene un MBA de la HEC Paris y títulos de la Escuela de Gestión Hotelera (EHL) de Lausana (Suiza) y de la Universidad de Varsovia.

En sus puestos anteriores en una sociedad de inversión privada en Ginebra, ha trabajado como experta financiera en operaciones de renta variable privada para grandes fortunas.

Anteriormente, como Directora de Fusiones y Adquisiciones de Michelin, la multinacional francesa, Gosia gestionó operaciones internacionales incluidas adquisiciones y empresas conjuntas en Europa, Estados Unidos y Asia. Durante sus 10 años de experiencia en esta sociedad, adquirió conocimientos específicos en precios de transferencia y amplios conocimientos en finanzas corporativas.

Se ha incorporado a SIA en febrero de 2008.

Borja Costa, Asistente de TI

Strategic Investment Advisors (España), SA

Nacido en Barcelona, Borja tiene una licenciatura en ingeniería informática de la Universidad Politécnica de Cataluña. Durante sus estudios participó en el programa de intercambio con la Universidad de Padua en Italia y actualmente cursa el programa CEFA/CIIA en el Instituto de Estudios Financieros en Barcelona.

Borja ha participado en proyectos relacionados con la toma de decisiones y se ha incorporado a nuestro equipo en febrero de 2008.

Jennifer Goodman, Asistente de Investigación

Strategic Investment Advisors (España), SA

Británica de nacimiento, Jennifer lleva viviendo en Barcelona desde 2002 donde ha participado en la formación y gestión de cursos de comunicación empresarial y de lenguaje profesional.

Además de su preparación como profesora, tiene un título en Negocios Internacionales y Francés de la Universidad de Plymouth, un Diplôme de Commerce International de EPSCI (Groupe ESSEC) y actualmente cursa un Máster en Administración de Empresas de la Warwick Business School.

Su carrera docente, sus estudios internacionales y sus estancias en Francia, México y España le han permitido desarrollar diversas habilidades que aporta a nuestro equipo incorporándose al mismo en febrero de 2008.

Cristian Busquets, Analista de RV Junior
Strategic Investment Advisors (España), SA

Nacido en Barcelona, Cristian cursó la carrera en el Lycée Français de Barcelona, siendo el francés su tercera lengua (después del catalán y el español). Durante su formación, también estudió un año en Suiza en un colegio inglés (Aiglon College en Villars). Tiene una Licenciatura en Gestión y Administración de Empresas de ESADE (2000-04) y obtuvo un MBA en Finanzas de la McGill University (Canadá) en 2005.

Mientras estudiaba la carrera, realizó prácticas durante un año en Morgan Stanley (Private Wealth) como asistente de un gestor ejecutivo (2003-04). En 2003, conoció a Walter Scherk, para el que trabajó durante tres veranos consecutivos, creando carteras de valor (2003-05). Cuando terminó su MBA, se incorporó al despacho de abogados español Garrigues donde trabajó más de 2 años como Asesor Fiscal.

En febrero de 2008, se ha incorporado a SIA como Analista de Renta Variable Junior.

Cifras de las clases en USD

Tabla 3: Valor Liquidativo – Patrimonio gestionado en USD

March 2008	NAV	Δ YTD	Δ 12m	Δ Inception	AUM (in mio)
LTIF Classic [USD]	562.52	-6.86%	22.46%	528.86%	1'956.11
LTIF Alpha [USD]	265.22	0.58%	28.87%	103.46%	402.18
LTIF Global Energy Value [USD]	241.06	1.95%	36.56%	81.61%	62.59
Global Mining Value Fund [USD]	171.45	4.19%	n.a	27.96%	125.48
MSCI World Index TR (GDDUWI) [USD]	4'455.80	-8.95%	-2.77%		

Figura 9
LTIF – Classic USD

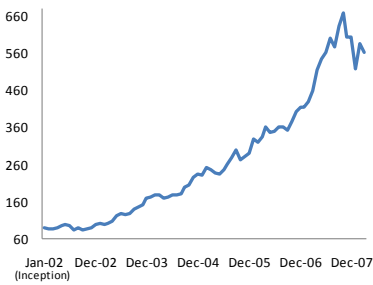


Figura 10
LTIF – Alpha USD

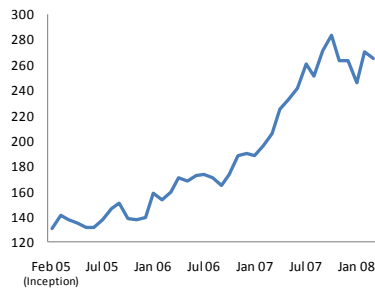


Figura 11
LTIF – Global Energy Value USD

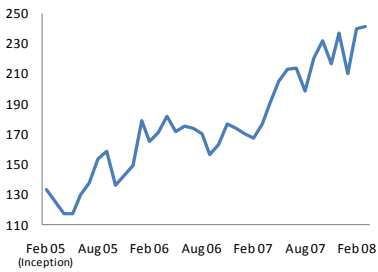
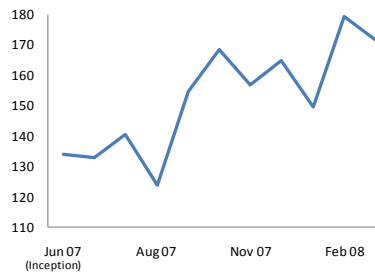


Figura 12
Global Mining Value Fund USD



Cifras de las clases en CHF

Tabla 4: Valor Liquidativo – Patrimonio gestionado en CHF

March 2008	NAV	Δ YTD	Δ 12m	Δ Inception	AUM (in mio)
LTIF Classic [CHF]	556.36	-18.63%	-0.79%	275.79%	1'934.69
LTIF Alpha [CHF]	262.32	-12.13%	4.99%	69.36%	397.78
LTIF Global Energy Value [CHF]	238.42	-10.93%	11.26%	54.29%	61.90
Global Mining Value Fund [CHF]	169.57	-8.98%	n.a	2.01%	124.11
MSCI World Index TR (GDDUWI) [CHF]	4'407.15	-20.45%	-21.22%		

Figura 13
LTIF – Classic CHF

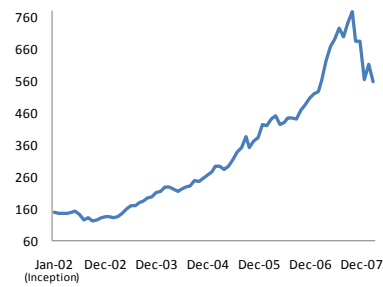


Figura 14
LTIF – Alpha CHF

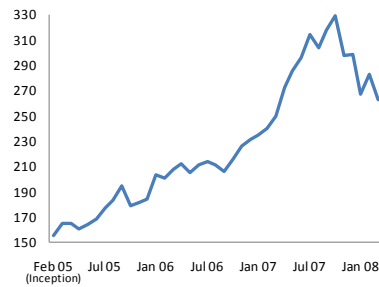


Figura 15
LTIF – Global Energy Value CHF

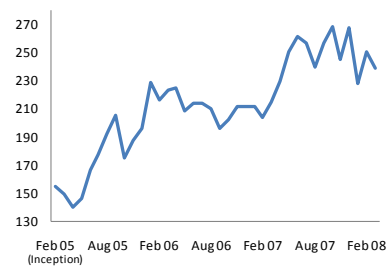
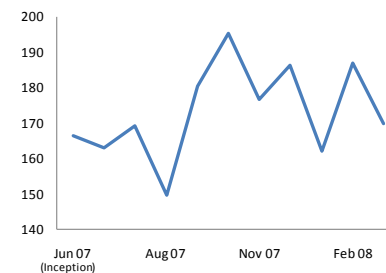


Figura 16
Global Mining Value Fund CHF



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: GMVFCHE 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 Luxemburgo
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
Route des Acacias 60
CH-1211 Geneva 73
Suiza

Gestor de inversiones:

SIA Funds AG
3 Seedammstrasse
CH-8808 Pfäffikon
Suiza

Depositario:

Pictet & Cie
Route des Acacias 60
CH-1211 Geneva 73
Suiza