

Grafico 1
LTIF – Classic EUR

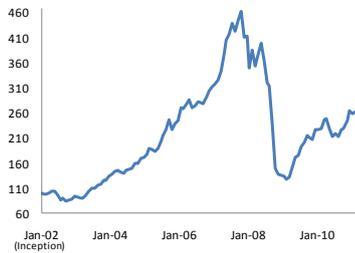


Grafico 2
LTIF – Classic II EUR

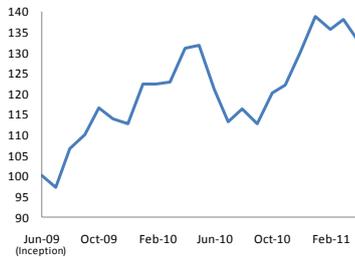
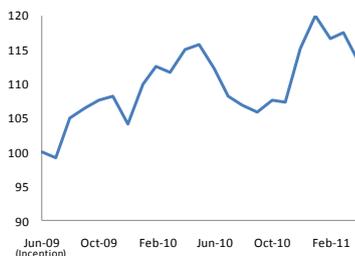


Grafico 3
LTIF – Alpha EUR



Grafico 4
LTIF – Alpha II EUR



Long Term Investment Fund

I Grafici da 1 a 7 e la Tabella 1 riportano l'evoluzione del Valore Patrimoniale Netto dei nostri fondi. Come vedremo oltre in questo bollettino informativo, la performance della maggior parte delle nostre posizioni chiave è stata eccellente e i prezzi delle azioni sono ancora bassi, per cui ci dovremmo aspettare una buona performance per i trimestri futuri. L'evoluzione del VPN risente logicamente di quella dell'euro con le altre divise in cui investiamo. L'euro si è rivalutato un 6,16%, 4,11%, e 3,03% rispettivamente nei confronti del dollaro, il franco svizzero e la sterlina dall'inizio dell'anno al 31 marzo scorso. Con il tempo questi movimenti si neutralizzano, ma hanno un impatto sulla performance a breve termine (per l'investitore in dollari, i fondi hanno registrato un andamento positivo dall'inizio dell'anno: vedasi Allegato al piè del presente Bollettino informativo).

Tabella 1: Valore Patrimoniale Netto - Patrimonio netto in gestione dei nostri fondi

Marzo 2011	NAV	Δ YTD	Δ 12m	Rendim. annuo da data di lancio	AUM (in mio)
LTIF Classic [EUR]	252.22	-4.54%	2.07%	10.52%	463.39 *
LTIF Classic II [EUR]	132.70	-4.52%	1.12%	16.69%	* Classic & Classic II combinato
LTIF Alpha [EUR]	152.53	-5.55%	-0.62%	7.09%	69.44 **
LTIF Alpha II [EUR]	113.29	-5.53%	-1.56%	7.04%	** Alpha & Alpha II combinato
LTIF Natural Resources [EUR] (ex Global Energy Value Fund)	144.15	-3.80%	7.60%	6.20%	117.11
LTIF Emerging Market Value [EUR]	93.63	-6.13%	-	-17.92%	6.40
LTIF Stability Series [CHF] ***	201.20	-4.05%	-5.14%	4.81%	31.05
*** Rendimento tot. (incl. dividendo)	4.89	-1.77%			
MSCI World Index TR [EUR] (Bloomberg GDDUWI)	3'171.83	-1.18%	8.75%	0.43% ****	**** data di lancio di Classic

Nei nostri bollettini precedenti avevamo previsto che la performance sarebbe stata buona, cosa che si è verificata, e avevamo indicato che la volatilità probabilmente sarebbe rimasta elevata. Ebbene, anche questa previsione si è compiuta, come mostra il grafico 8.

Grafico 5
LTIF – Natural Resources EUR



Grafico 6
LTIF – Emerging Market Value

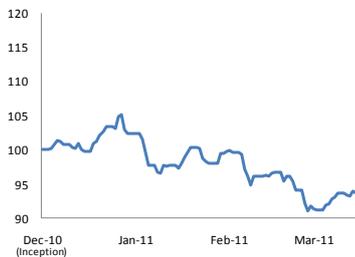


Grafico 7
LTIF – Stability CHF

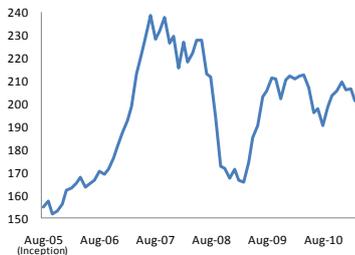
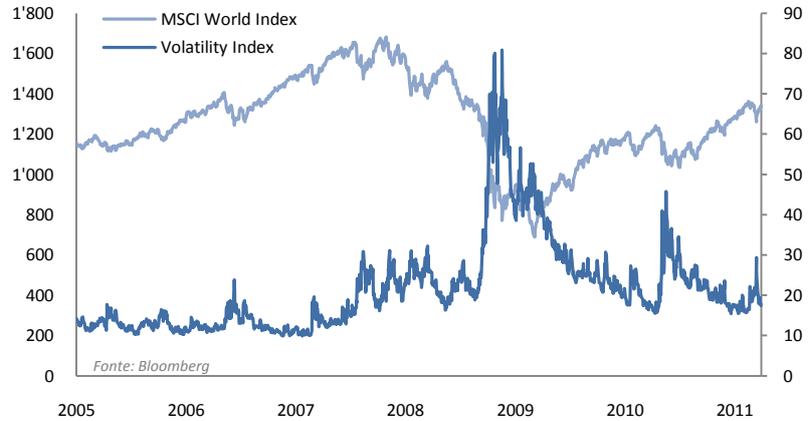
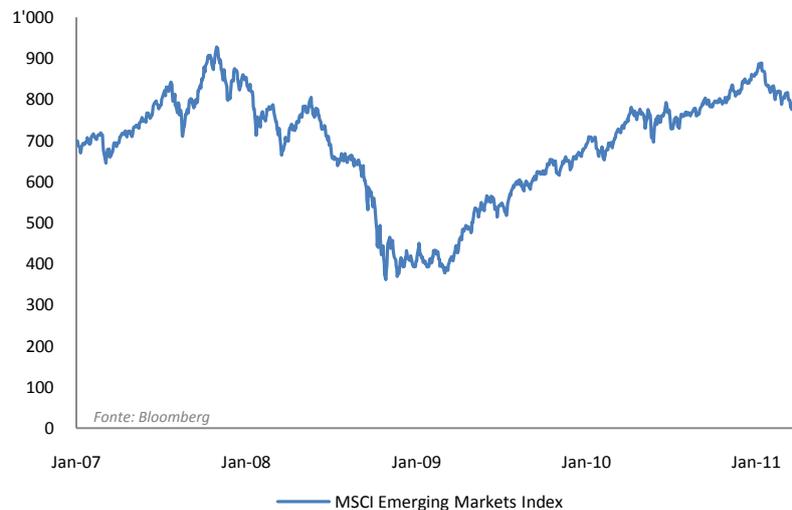


Grafico 8: MSCI World e Indice de volatilità (in USD, 2005 – 2011)



Avevamo anticipato inoltre due fattori di volatilità per il 2011: il rafforzamento delle principali economie asiatiche e le difficoltà dell'Eurozona. Entrambi hanno inciso sui mercati azionari, e probabilmente continueranno a farlo, anche se i problemi adesso risiedono soprattutto "nel prezzo".

Grafico 9: MSCI Emerging Market dal 2007 (in Euro)



Ma come di norma, eventi inattesi hanno creato ancora più volatilità: il terremoto in Giappone e le rivolte in vari paesi arabi. Mentre il terremoto risulta terribile per le vittime, hanno comunque un impatto minimo per un portafoglio titoli diversificato, compresi i problemi alle centrali nucleari. Anche in un portafoglio come il nostro, con una notevole posizione (quasi il 15%) nel settore riassicurativo, l'impatto è stato poco significativo, come vedremo oltre. Il secondo "evento", le rivolte nei paesi arabi, è molto più importante perché accelererà l'incremento dei prezzi del petrolio, già sottoposti a forti tensioni per la dinamica di domanda e offerta; e

potrebbe far precipitare il momento in cui l'offerta avrà davvero problemi a soddisfare la domanda, e i prezzi decolleranno vertiginosamente. Ciò avrebbe logicamente un impatto su molti altri settori. Vediamo nei dettagli questi sviluppi.

Osservazioni sui nostri portafogli

Assicurazioni e riassicurazioni immobiliari (specialmente le compagnie riassicurative, che sostengono le perdite definitive). Si tratta di settore assai speciale dove la domanda resta più o meno stabile, mentre l'offerta è determinata dal capitale netto delle imprese del settore: più capitale possiedono le compagnie riassicurative, e più polizze di riassicurazione possono fare. Dopo qualche anno senza grandi disastri, si verificano due effetti: le compagnie assicurative sono meno propense a riassicurare i loro rischi (perché la domanda di assicurazioni è meno impellente); e le compagnie riassicurative sono piene di liquidità. Pertanto è normale che cerchino di rimettere in gioco questo denaro facendo più polizze di riassicurazione. Siccome la domanda è fissa (o persino debole, come scritto sopra), l'unico modo per le compagnie riassicurative di incrementare il loro business è abbassare i prezzi. Questo fenomeno è ben noto come "ciclo riassicurativo".

Il ciclo cambia, naturalmente, quando accade un grave sinistro (o una serie in breve successione). Le compagnie riassicurative devono pagare, per cui disporranno di meno patrimonio netto. Ciò diminuirà la loro capacità e le obbligherà ad aumentare i prezzi, proprio quando le compagnie assicurative sono più propense a riassicurarsi. Dopo un anno brutto, gli anni successivi tendono a essere belli. Si tratta di un ciclo perfettamente auto-regolato. La Tabella 2 mostra una serie di eventi catastrofici e il relativo impatto sui prezzi del settore e i prezzi delle azioni delle due compagnie che possediamo:

Tabella 2: Impatto catastrofi in USA su premi riassicurativi, RoE, coefficienti combinati e prezzi delle azioni.

Company: Amlin			AML LN Equity			GLCRPCR Index					
Catastrophe	Loss (in \$ mio)	Date	Event Year		Reinsurance Rates % 1y	One year after the event		Stock price changes after the event			
			FY0 Combined Ratio	FYO ROE		FY1 Combined Ratio	FY1 ROE	Stock % 2m	Stock % 6m	Stock % 1y	
Hurricane Katrina	41'100	23-ago-05	80%	23%	37%	64%	31%	9.4%	45.5%	52.9%	
Hurricane Andrew	15'500	18-ago-92			65%						
World Trade Center Sep 2001	18'778	11-sep-01	112%	-39%	24%	86%	20%	-21.7%	-33.3%	-7.4%	
Hurricane Ike	12'500	4-sep-08	76%	7%	8%	63%	32%	10.8%	28.5%	36.5%	
Hurricane Charley & Ivan	14'585	13-ago-04	75%	22%	-8%	80%	23%	0.3%	7.7%	22.4%	

Company: Renaissance Re			RNR US Equity			GLCRPCR Index					
Catastrophe	Loss (in \$ mio)	Date	Event Year		Reinsurance Rates % 1y	One year after the event		Stock price changes after the event			
			FY0 Combined Ratio	FYO ROE		FY1 Combined Ratio	FY1 ROE	Stock % 2m	Stock % 6m	Stock % 1y	
Hurricane Katrina	41'100	23-ago-05	116%	-14%	37%	55%	36%	-10.6%	-2.3%	9.0%	
Hurricane Andrew	15'500	18-ago-92			65%						
World Trade Center Sep 2001	18'778	11-sep-01	70%	19%	24%	57%	28%	32.5%	42.6%	48.8%	
Hurricane Ike	12'500	4-sep-08	79%	-1%	8%	21%	30%	-12.5%	-13.6%	9.5%	
Hurricane Charley & Ivan	14'585	13-ago-04	90%	6%	-8%	116%	-14%	-1.4%	-0.9%	-9.7%	

Tabella 3: Perdite per le catastrofi più costose in USA (in milioni di USD)

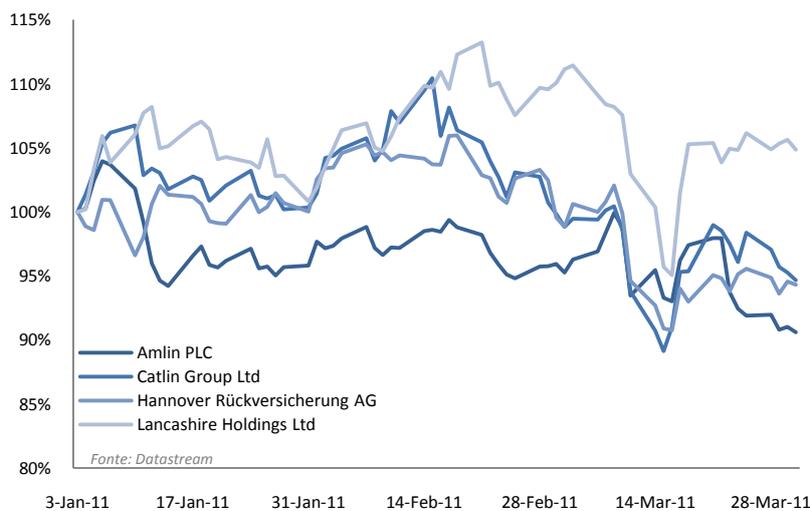
Rank	Date	Peril	Insured Loss when Occurred	In 2008 Dollars (1)
1	Aug. 2005	Hurricane Katrina	\$41,100	\$45,310
2	Aug. 1992	Hurricane Andrew	15,500	23,786
3	Sep. 2001	World Trade Center, Pentagon terrorist attacks	18,778	22,829
4	Jan. 1994	Northridge, CA earthquake	12,500	18,160
5	Sep. 2008	Hurricane Ike	12,500	12,500
6	Oct. 2005	Hurricane Wilma	10,300	11,355
7	Aug. 2004	Hurricane Charley	7,475	8,520
8	Sep. 2004	Hurricane Ivan	7,110	8,104
9	Sep. 1989	Hurricane Hugo	4,195	7,284
10	Sep. 2005	Hurricane Rita	\$5,627	\$6,204

Source: Insurance Information Institute and Insurance Services Office (ISO) and Property Claim Services unit. Data as of September 2009.

(1) Adjusted to 2008 dollars by the Insurance Information Institute. Note: Property coverage only. Does not include flood damage covered by the federally administered National Flood Insurance Program.

Il Grafico 10 mostra la reazione del prezzo delle azioni di alcune delle compagnie riassicurative che possediamo al terremoto giapponese dall'inizio dell'anno.

Grafico 10: Prezzo delle azioni di Amlin, Catlin, Hannover RE e Lancashire (in Euro, YTD)



Naturalmente, a noi non interessa la reazione del prezzo delle azioni a breve termine, ma quella a lungo termine. Come mostra la Tabella 2, le catastrofi sono in effetti la realtà sui cui le compagnie riassicurative costruiscono il loro business. Certamente le perdite umane sono insostituibili, ma quelle materiali vengono alla fine mitigate da un'industria estremamente efficiente che in realtà le ridistribuisce in tutto il mondo, offrendo al contempo dei rendimenti veramente decenti ai loro investitori.

Una delle nostre maggiori posizioni è rappresentata dalle **società produttrici di rame**, dove abbiamo investito un altro 15% del fondo

Classic. Nei bollettini informativi precedenti avevamo illustrato nei dettagli perché ritenevamo si trattasse di un buon investimento. La nostra opinione non è cambiata, anzi si è ulteriormente consolidata. A febbraio di quest'anno il rame ha raggiunto dei prezzi mai visti (4,6375 \$ la libbra) e si è attestato intorno a 4,3075 \$ verso la fine del trimestre. Prevediamo un lungo periodo di prezzi veramente forti, forse leggermente al disopra degli attuali, con le tipiche oscillazioni. A questi prezzi, le società che possediamo generano enormi profitti: i loro P/E (rapporto prezzo/utigli) sono ancora di una cifra (alcune, una cifra bassa) e la maggior parte di loro sta programmando importanti piani di ampliamento delle miniere che si materializzeranno nei prossimi anni. La domanda continua molto forte, sull'onda dell'urbanesimo e l'elettrificazione dei paesi emergenti; l'offerta invece ha difficoltà ad espandersi: le migliori miniere stanno superando i loro primi anni di produzione, e quelle non ancora sfruttate si trovano in paesi come Repubblica Democratica del Congo, Afghanistan, Pakistan e Mongolia, dove gli investimenti sono difficili e rischiosi.

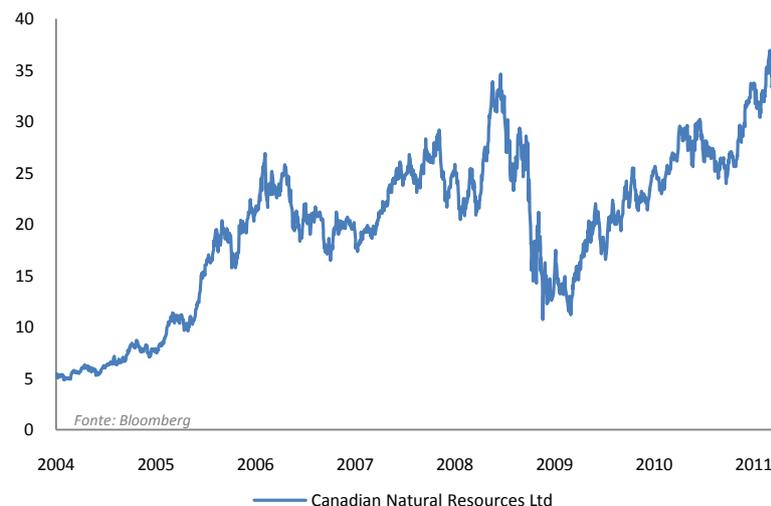
Un'altra posizione importante dei nostri fondi (un poco meno del 20%) è rappresentata dai **servizi petroliferi e connessi**. L'instabilità politica dei paesi produttori di petrolio normalmente spinge verso l'alto i prezzi, prima a livello di speculazione su eventuali difficoltà che compromettano l'offerta, poi quando queste difficoltà dell'offerta si avverano. La Libia non è un'eccezione. Questo paese produce un 1,5% circa del consumo mondiale di petrolio e data la precarietà dell'equilibrio tra domanda e offerta, questo importo è sufficientemente importante per spingere in alto i prezzi del petrolio un 15%. Naturalmente, la produzione libica alla fine tornerà al mercato (anche se possono passare alcuni trimestri). Nel frattempo, la domanda continua a crescere e l'offerta soffre le difficoltà di sempre per soddisfarla. Possiamo di conseguenza attenderci dei forti rialzi dei prezzi del petrolio in un prevedibile futuro (sempre con le consuete oscillazioni tipiche, esacerbate dall'acquisto speculativo quando sono al rialzo e le svendite quando sono al ribasso). Ciò sarà estremamente redditizio per le nostre società petrolifere e di servizi petroliferi, il cui lavoro è assolutamente necessario per incrementare la produzione di petrolio. Questi alti livelli dei prezzi continueranno a spingere il mondo nella direzione in cui è già incamminato anni fa: la riduzione del consumo nei paesi sviluppati per lasciare questo petrolio a quelli dei mercati emergenti, che ne hanno più bisogno. Non si tratta di un problema grave se guardiamo all'economia mondiale nel complesso, ma ha un chiaro impatto negativo sui settori industriali dei paesi sviluppati che contavano con un petrolio a costi inferiori, come linee aeree, industrie automobilistiche, ecc.

Il nostro fondo Natural Resources naturalmente è pesantemente investito in petrolio e rame: le società che producono queste materie prima occupano quasi un 70% del portafoglio. Il resto è ampiamente diversificato tra carbone, minerali ferrosi, zinco e ultimamente polpa di cellulosa. Abbiamo aggiunto la società brasiliana Suzano Papel e Celulose al nostro portafoglio, una delle maggiori produttrici mondiali di polpa di

cellulosa destinata all'esportazione. La società vanta i costi più bassi del mondo, grazie alla produttività estremamente alta delle sue foreste in Brasile. Oltre alla polpa di cellulosa, è integrata nella fabbricazione della cellulosa per il mercato interno e ha inaugurato una linea per la commercializzazione di pastiglie di legno prodotte con metodi sostenibili da usare come carburante.

Un punto fondamentale: alcuni dei nostri investitori sono rimasti sorpresi che la brusca impennata dei prezzi delle materie prime di cui avevano letto sui giornali non si sia tradotta in un incremento dei prezzi delle azioni del nostro fondo Natural Resources. La ragione è ovvia: il nostro fondo non investe in queste materie prime, ma nelle imprese che le producono. E i prezzi delle azioni di queste imprese spesso sono influenzati dai trend generali del mercato e non seguono direttamente i prezzi delle materie prime sottiacenti. Ma gli alti prezzi delle materie prime si traducono in alti profitti per le imprese produttrici di tali materia, che alla fine si tradurranno in alti prezzi delle azioni (ricordatevi anche la rivalutazione dell'euro: in dollari, la valuta di denominazione della maggior parte dei fondi investiti in materie prime e risorse naturali, i nostri fondi "hanno un aspetto migliore", come si potrà vedere nell'Allegato, e l'incremento dei prezzi delle materie prime sembra assai inferiori). Prevediamo forti rialzi per queste azioni. Per esempio: la nostra posizione più antica del nostro portafoglio, Canadian Natural Resource, come mostra il Grafico 11, il suo prezzo è aumentato di 7 volte da quando abbiamo comprato le prime azioni, ma hanno sofferto brusche oscillazioni. Qualcosa di simile ci aspettiamo per il futuro dei nostri fondi: redimenti sopra la media a lungo termine e un'alta volatilità.

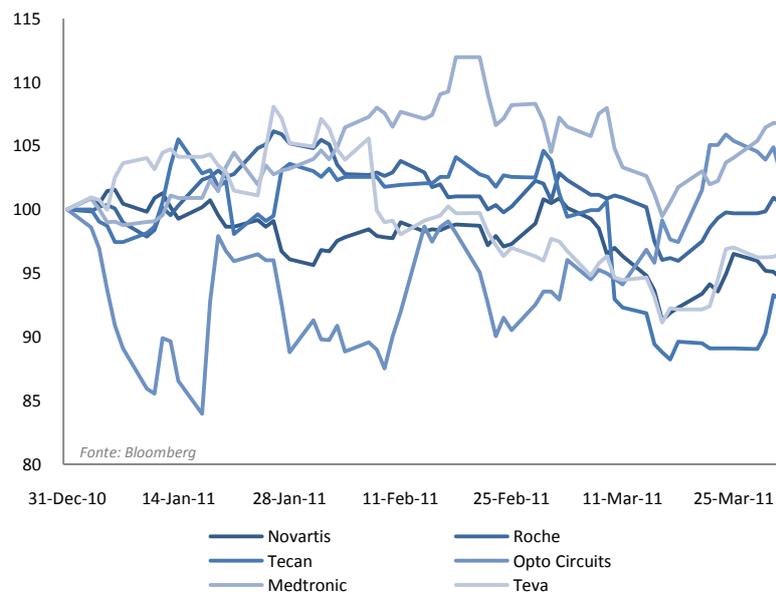
Grafico 11: Prezzi delle azioni di Canadian Natural Resources Ltd (CAD, 2004 – 2011)



Poco più del 12% dei nostri fondi generalisti è investito in **società di servizi sanitari**. È l'unico settore che possediamo (insieme alle società produt-

trici di rame e a quelle dei mercati emergenti) in cui i prezzi delle azioni sono normalmente inferiori a quelli d’inizio dell’anno. L’investimento di valore implica molto spesso assumere una posizione contraria al mercato: un’azione si svaluta perché i venti sono contrari, l’investitore di valore crede che il prezzo delle azioni sia caduto troppo e alla fine si recupererà, una volta che anche il mercato se ne renda conto. Ma anche se questo investitore ha ragione, è assai improbabile che riesca a fare l’investimento nel punto più basso del ciclo, precisamente prima che le azioni tornino a salire. Uno deve essere pronto ad aspettare un po’. Noi riteniamo che le nostre società siano molto solide e ci offriranno dei rendimenti veramente buoni, e questo in linea di massima a prescindere dal ciclo economico. Ma dobbiamo aspettare: la caduta complessiva, prendendo gli acconti sui dividendi percepiti è di circa il 5% dall’inizio dell’anno, come si può vedere nel Grafico 12.

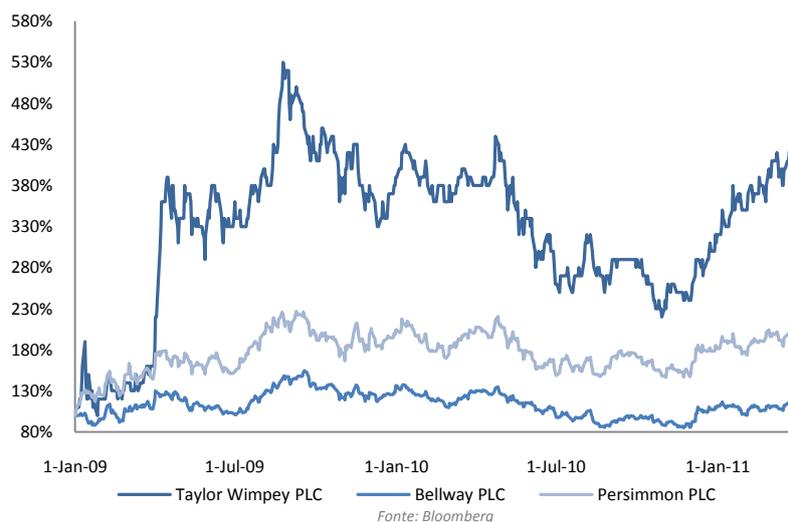
Grafico 12: Performance YTD (dividendi inclusi) di Roche, Novartis, Medtronic, Teva, Tecan e Optocircuits



Abbiamo investito circa il 7% dei nostri asset in tre **società del settore dell’edilizia residenziale nel Regno Unito**. Si è trattato di un investimento chiaramente non consensuale: tutti sanno che il consumo nel Regno Unito non va molto bene e che ottenere mutui è difficile. Ma i prezzi (e i profitti) non dipendono solo dalla domanda, ma anche dall’offerta. Nel 2010, nel Regno Unito sono state costruite 129.000 case, il dato più basso dal 1923 e meno della metà di ciò che il Governo ritiene l’offerta minima per soddisfare la domanda e prevenire la scalata dei prezzi. Le nostre società si stanno comportando veramente bene, e le loro azioni hanno ancora prezzi bassissimi. Hanno approfittato le attuali circostanze per costituire delle “land banks”, riserve di terreni a prezzi veramente bassi per la successiva riconversione edilizia. E le azioni delle società valorano

questi asset con uno sconto del 20%. Noi crediamo si tratti di un buon investimento a lungo termine, perché il mercato ha storicamente valutato questi asset con un premio minimo del 20%. Il Grafico 13 mostra come i prezzi delle azioni stiano iniziando a riflettere questa realtà:

Grafico 13: Prezzo delle azioni di TW, Bellway e Persimmon (in GBP, 2009 - 2011)



Seguenti in importanza come investimenti vi sono **le autostrade a pagamento cinesi**, dove abbiamo investito più del 5% del nostro portafoglio dei fondi Classic, Alpha e Stability. Queste società si stanno comportando benissimo, con incrementi degli utili superiori al 15% nell'ultimo anno. Pagano inoltre dei buoni dividendi tra il 5% e il 7%.

Per concludere, abbiamo costituito delle posizioni in alcune società, principalmente del **settore dei prodotti di grande consumo**, ma pure altri, che si possono considerare "blue chips", società tradizionalmente di maggior valore come Nestlé, Unilever, McDonald's, Coca-Cola, Inditex, 3M, IBM, ecc. Si tratta di società mai possedute prima, non perché pensassimo male di loro (sono tutte imprese eccellenti) ma perché avevano veramente raggiunto la loro piena valutazione. Come discusso varie volte, i rendimenti inattesi dipendono spesso dall'acquisto di cose a prezzi scontati, e queste società tradizionalmente sono sempre quotate a premio.

Ma adesso non è così. Come vedremo nei dettagli oltre, crediamo che per la prima volta da quando abbiamo iniziato a gestire i nostri fondi, molte di queste "blue chips" rappresentino un'opportunità per l'investitore di valore. Di conseguenza, stiamo gradualmente integrandole nei nostri portafogli, dopo approfondite investigazioni su ognuna di queste società.

Il caso delle “blue chips”

“Il mio investimento favorito è l’immobiliare. Possiedo alcuni appartamenti in varie città. Naturalmente so che i prezzi al metro quadro oscillano continuamente, ma non m’importa: tutto ciò che so è che ogni trimestre ricevo le mie rendite per l’affitto degli immobili. Posso dormire tranquillo ogni notte, ignorando le terribili notizie che si possono leggere tutti i giorni sui giornali, perché non mi preoccupano”.

Uno dei nostri investitori ha condiviso con noi questa riflessione alcune settimane fa. Poi ha aggiunto che, quando il prezzo degli appartamenti era sostanzialmente caduto in tutte le città, semplicemente ne aveva approfittato per comprarne degli altri, con la convinzione che le rendite immobiliari sarebbe state assicurate e lungo termine anche i prezzi degli appartamenti sarebbero aumentati di nuovo.

Non abbiamo molti motivi per controbattere questo argomento. Ma la nostra domanda era: “Che differenza c’è con investire in azioni della Nestlé?” Il Grafico 14 mostra i dividendi liquidi pagati dalle azioni Nestlé negli ultimi 20 anni. Sono assai solidi, e registrano una crescita media dell’8,22% l’anno in franchi svizzeri, una divisa poco inflazionata. E lo stesso si potrebbe dire per molte delle altre azioni. Il Grafico 15 mostra gli utili per azione di Nestlé dal 1990. Il Grafico 16 mostra invece i dividendi pagati da tutte le società del mondo, come rilevati dall’Indice MSCI World: possiamo apprezzare in questo caso la profonda crisi del 2008-2009, ma il denaro della “rendita” continua ad arrivare ogni trimestre, ed ha recuperato il suo tasso di crescita (che è molto più alto di quello dei redditi immobiliari).

Grafici 14 and 15: Dividendi e utili per azione di Nestlé SA (in CHF, dal 1990)

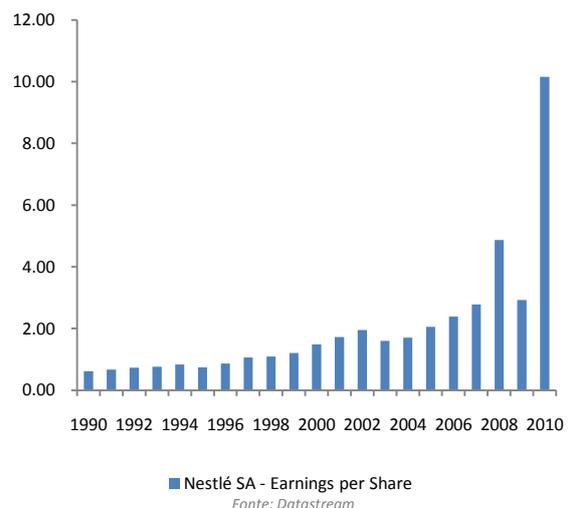
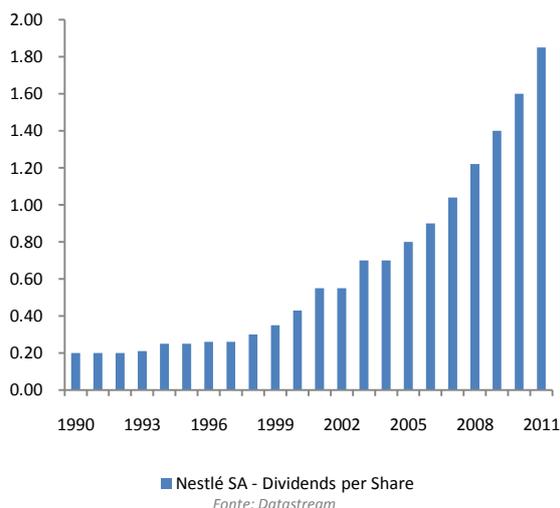
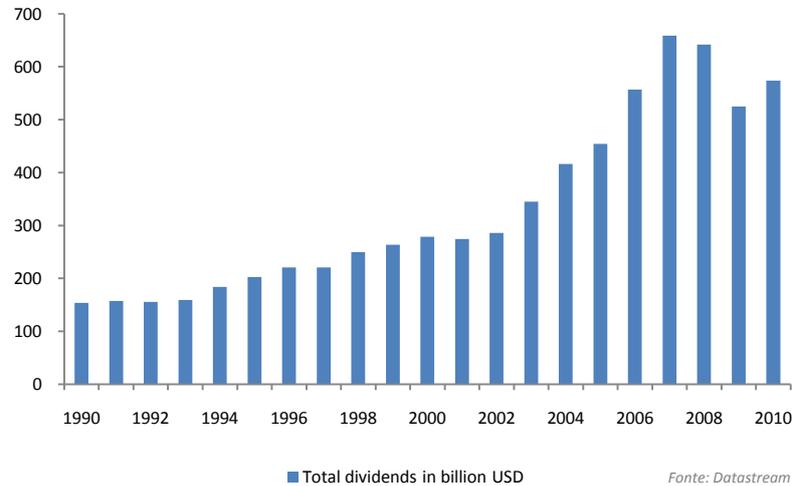


Grafico 16: Dividendi pagati da tutte le società del mondo (rilevati dall'Indice MSCI World, in miliardi USD, negli ultimi 20 anni)

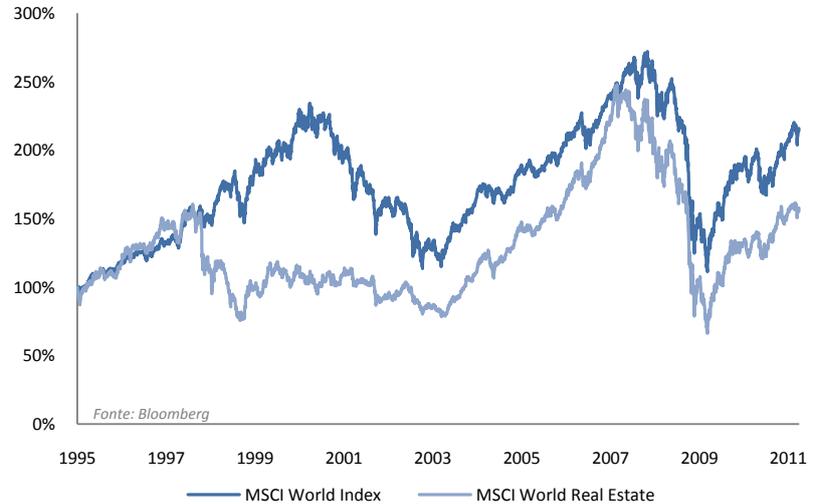


Ma allora, perché il “settore immobiliare” è considerato un investimento sicuro, mentre s’insiste che gli investitori dovrebbero investire in “azioni” solo il denaro che possono permettersi di perdere? La principale differenza è naturalmente la definizione di rischio. Nel caso di un appartamento, il rischio sarebbe definito dall’eventuale perdita permanente di capacità di generare rendita dell’appartamento, come in caso di demolizione o espropriazione, o se gli inquilini rifiutano di pagare l’affitto e il proprietario locatario non possa farci nulla, o di significativo deterioramento del quartiere. Si tratta di casi rari, specie se un investitore è cauto, di conseguenza l’investimento è giustamente considerato di “basso rischio”, perché ciò che importa è la rendita degli immobili affittati, che continua ad arrivare, nonostante tutto. Ma nel caso delle azioni, gli investitori definiscono la profittabilità non come il denaro che producono (i dividendi o la “rendita”), ma come il cambio del loro prezzo da un giorno all’altro. Fintanto che gli investitori la penseranno così, continueranno a perdere soldi nel mercato azionario. La gente prova una forte riluttanza a vendere le proprietà immobiliari quando i prezzi scendono, preferisce aspettare tempi migliori, nel frattempo continua a percepire le rendite immobiliari. Invece poi svende sistematicamente le sue azioni quando scendono.

Investire in azioni è forse meglio che investire in proprietà immobiliare, per varie ragioni:

1. La prima, e più importante, è che le azioni offrono rendimenti migliori. Con il tempo, il rendimento totale delle proprietà immobiliari, inflazione inclusa, è ben inferiore al 5%. Le azioni normalmente rendono tra l’8% e il 10%. Attualmente, come vedremo oltre, si possono comprare magnifiche azioni che rendono un 12%. Con il tempo, questa differenza diventa enorme, come mostra il Grafico 17.

Grafico 17: Indice MSCI World vs. Indice MSCI World Real Estate (indicizzato dal 1995)



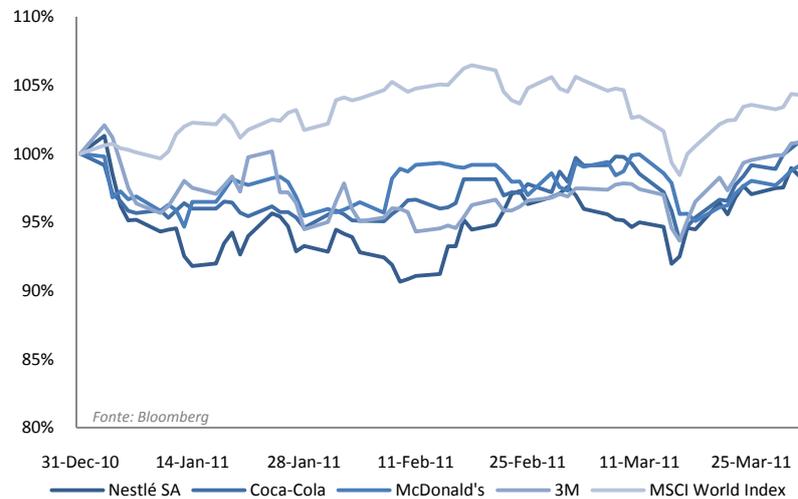
2. La seconda, è che più facile diversificare con le azioni. Pochi investitori hanno denaro sufficiente per comprare proprietà immobiliari di differenti dimensioni e qualità in differenti paesi. Al contrario, è facilissimo diversificare per un investitore azionario, che può letteralmente comprare azioni di *tutte* le società di certe dimensioni attraverso l'indice mondiale. E la diversificazione è importante: sicuramente alcune società falliranno, il che è una perdita per l'investitore azionario. Ma anche alcuni appartamenti si dimostrano un pessimo investimento, perché sono necessarie più riparazioni del previsto, o la zona in cui si trovano si deteriora, o qualche pessimo inquilino si rifiuta di pagare l'affitto.
3. È difficile trovare veri affari nel mercato immobiliare: i venditori sanno cosa stanno vendendo, e anche se sono costretti a vendere dalla banca, possono sempre trovare un venditore con un piccolo sconto. Naturalmente anche i mercati immobiliari soffrono grandi crisi (dimostrando così che questi asset non sono tanto sicuri quanto crede la gente), ma sono meno frequenti e si verificano in vari paesi del mondo allo stesso tempo. Al contrario, si possono trovare tutti i giorni alcune azioni a prezzi veramente interessanti. La ragione è semplice: nessuno vende una casa senza sapere quanto vale, ma la gente vende continuamente azioni senza avere la minima idea del loro valore intrinseco. Ogni volta che gli investitori si fanno prendere dal panico e vendono i loro fondi, per esempio, stanno vendendo partecipazioni in società (azioni) che non sapevano nemmeno di possedere, per non parlare di quale sia il loro valore ragionevole. È più facile guadagnare soldi stando dalla parte di chi compra.
4. Per ultimo, la maggior ironia è che le azioni sono un miglior investimento proprio per la loro liquidità: si possono vendere sempre

anche senza previo avviso, se necessario. E si può scegliere se vendere solo una parte o la totalità. Con le case, è difficile venderne solo un pezzo (salvo uno ne possieda tante), e i costi delle transazioni sono molto alti. A parità di condizioni, un investimento relativamente illiquido, come l'immobiliare, dovrebbe essere meno redditizio di uno liquido. Ma invece succede il contrario: le case sono a lungo termine molto più redditizie delle azioni, perché è precisamente la liquidità delle azioni che spinge gli investitori a svenderle al momento sbagliato, distruggendo quindi ogni speranza di redditività a lungo termine.

Si possono trovare ancora azioni attraenti adesso, dopo il raddoppio degli indici dalla depressione all'inizio del 2009 e tutta l'incertezza che ci aspetta? Dove possiamo trovare valore adesso? Ovviamente c'è meno valore adesso nelle azioni rispetto a quando si stavano svendendo a metà del loro prezzo. Ma gli indici sono delle medie, e noi compriamo società specifiche. In nostra opinione, un settore assai interessante in questo momento è quello che potremmo definire delle "blue chips". Lo avevamo già anticipato nella precedente edizione del nostro bollettino, ma le opportunità stanno diventando sempre più interessanti.

Oggi è possibile comprare azioni di alcune delle migliori società del mondo a prezzi che suggeriscono con forza che il rendimento a lungo termine sarà ben superiore al 10%, con un rischio estremamente basso. In questa categoria potremmo includere società come Nestlé, Coca-Cola, McDonald's, 3M, Medtronic, Inditex, Unilever, e tante altre. Si tratta di società mai comprate prima (salvo per un breve periodo durante il crash, quando si comprava a tutto spiano) con l'aspettativa di un solido rendimento. Naturalmente, il basso rischio e la crescita a lungo termine c'erano già, ma erano incorporati nel prezzo. Ma tutto è cambiato. Il Grafico 18 mostra l'evoluzione dei prezzi delle azioni di alcune società comparati con l'indice globale:

Grafico 18: Prezzi delle azioni di Nestlé, Coca Cola, McDonald's, 3M e Unilever vs. Indice MSCI World (in USD, YTD)

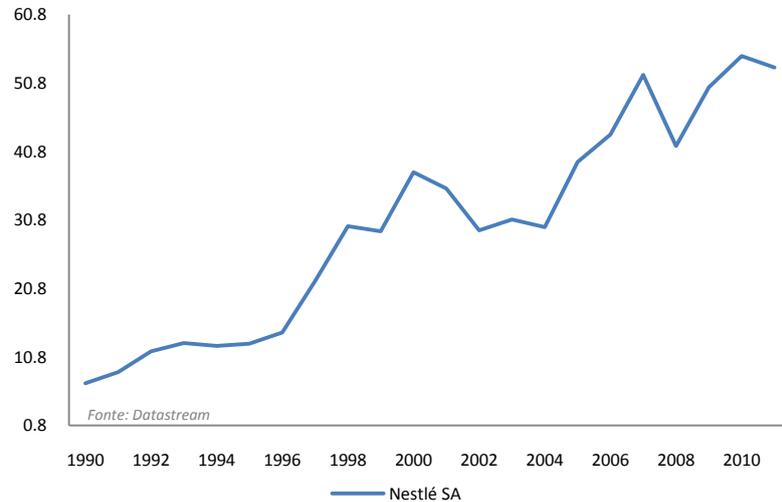


Stiamo progressivamente costituendo un portafoglio di queste società che attualmente ammonta al 25% del nostro portafoglio complessivo. Abbiamo iniziato l'anno passato a investigare approfonditamente alcuni settori dell'industria sanitaria, che ora stiamo spingendoci verso il settore dei beni di grande consumo non ciclici. Garantiscono al nostro portafoglio la stabilità desiderata senza sacrificare il valore che stiamo sempre cercando.

Simultaneamente, scopriamo tante società "cicliche" che hanno ormai superato il loro prezzo pieno. È come se i mercati fossero interessati solo alle società che si potenzieranno molto nei prossimi due anni, se tutto va bene, senza importare troppo il lungo termine. Una comparazione tra due azioni può spiegare questo fatto.

Innanzitutto, prendiamo un esempio già utilizzato: Nestlé. La società esibisce un solido indice RoE (*Return on Equity* – rendimento del capitale netto) intorno al 18%-20% annuo. Versa la metà dei profitti che genera in dividendi e rinveste il resto. L'attuale dividend yield (rapporto dividendo-prezzo) è del 3,5%. Ciò significa che, come detentori di 1 azione di Nestlé, riceviamo il 3,5% del prezzo attuale dell'azione in cash (il dividendo), mentre un altro 3,5% (l'altra metà dei profitti) è trattenuto dalla società rinvestendolo con un RoE medio, diciamo, del 19%. Ciò significa che il dividendo può aumentare di un altro 8%-10% circa l'anno. E questa è la realtà dei fatti degli ultimi 20 anni: i Grafici 14 e 15 di cui sopra mostrano gli utili e i dividendi per azione di Nestlé dal 1990. Se un determinato investimento paga un 3,5% cash e questo dividendo cresce un 8% l'anno, equivale a un investimento che rende un 11,5% ogni anno. Ed è questo che il prezzo delle azioni di Nestlé, dividendi inclusi, ha riflesso negli ultimi 20 anni, come mostrato nel Grafico 19.

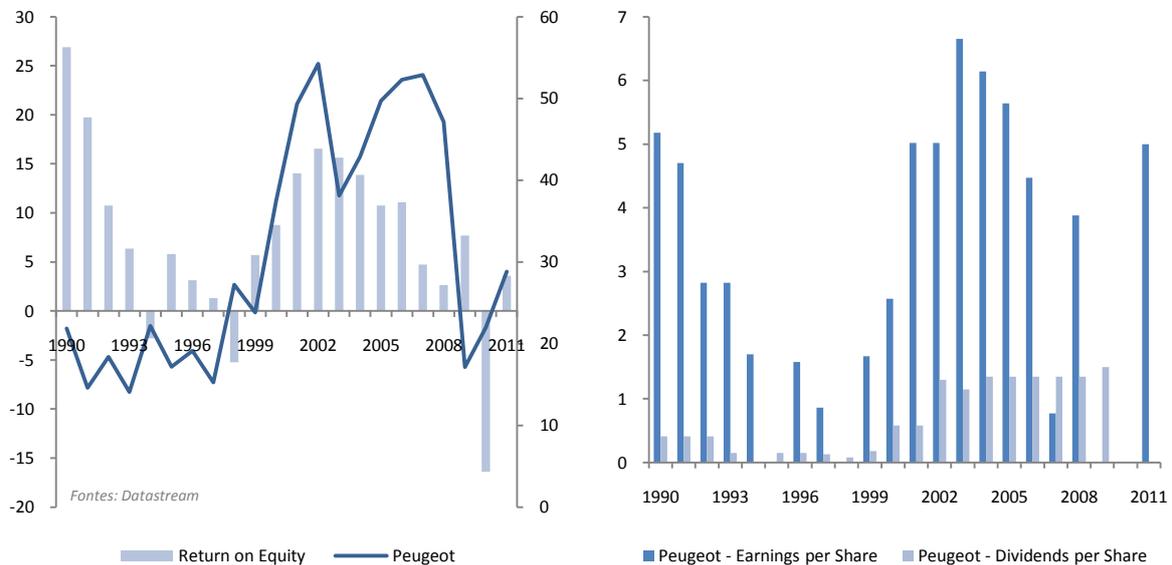
Grafico 19: Prezzo delle azioni di Nestlé (in CHF, dal 1990)



Parliamo del passato naturalmente. Nei prossimi 20 anni sarà lo stesso? Non lo sappiamo, ma non vediamo grossi cambiamenti nel settore di Nestlé o nel posizionamento della società in esso. Alcune persone sembrano assai preoccupate da un'eventuale inflazione dei costi che Nestlé non sarebbe in grado di superare sminuendone quindi la redditività. Ma questo non ha senso: nel periodo sopra menzionato, il franco svizzero si è inflazionato di un 1,60%, e la redditività di Nestlé è rimasta immutata. È ragionevole supporre poi che questi costi siano stati trasferiti sui prezzi. Pensare che l'inflazione sia un problema per una società che è stata assai redditizia per più di 100 anni significa non capire come funziona il business. Se la performance economica di Nestlé si mantiene simile a quella ottenuta in passato, comprare le sue azioni dovrebbe rendere un 11,5% circa sul lungo termine in franchi svizzeri, che ci sembra un ottimo valore per un investimento così poco rischioso, e questo nonostante abbia un P/E pari a 15.

Esaminiamo adesso la casa automobilistica francese Peugeot: i Grafici 20 e 21 mostrano l'indice RoE ottenuto dalla società negli ultimi 20 anni, oltre ai suoi utili e dividendi per azione.

Grafici 20 and 21: Prezzo e RoE delle azioni di Peugeot, utili e dividendi per azione di Peugeot (in Euro, dal 1990)



Ha un P/E di 5 e gli analisti prevedono che pagherà un dividendo di €9 nel 2011, rendendo di conseguenza un 3,5% sul prezzo dell'azione, poco meno di Nestlé. Ma la gran differenza è che questi €9 rappresentano meno del 20% dei profitti di Peugeot, e il resto è reinvestito nell'attività. Ma reinvestito a che tasso? Come sarà il RoE di Peugeot in futuro? La media degli ultimi 20 anni è stata di un 7%. Forse il settore andrà meglio in futuro, ma è difficile vederne il motivo: la concorrenza non demorde, gli indici demografici non aiutano, il consumo dei carburanti scenderà sia per i prezzi sia per la preoccupazione sulle emissioni di CO₂. Assumendo come punto di partenza che il futuro non sarà molto differente dal passato, potremmo avere un'azione che paga un dividendo liquido del 3,5% e poi reinveste il resto dei suoi profitti (l'80%) al 7%, dando così un rendimento a lungo termine del 9%. Sinceramente, non è un rendimento molto attrattivo per un'azienda che non può pagare nemmeno i dividendi per la maggior parte degli anni, anche se ha un P/E solo di 5.

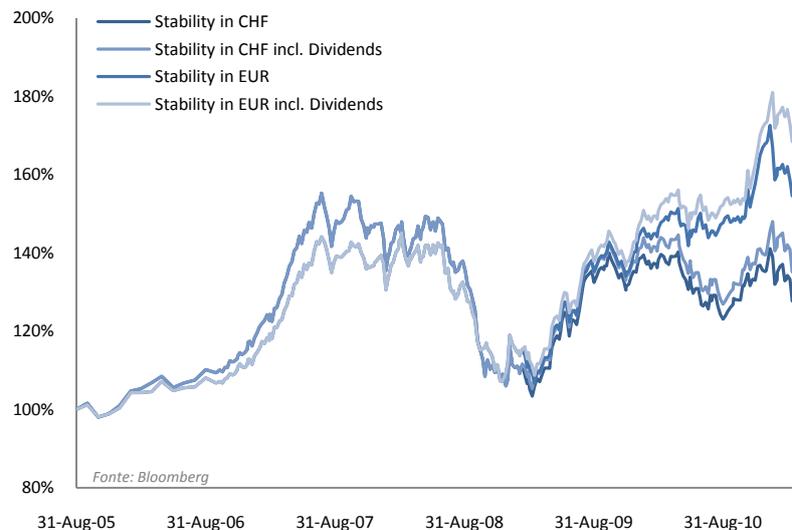
Ciò non significa che le azioni di Peugeot si comporteranno peggio di Nestlé. Sfortunatamente noi non lo sappiamo. Ma come investitori a lungo termine, sappiamo invece dove sta il valore, e questo esempio dimostra che non si trova necessariamente sempre in presenza di P/E bassi. Sicuramente gli utili per azione potrebbero aumentare più per Peugeot che per Nestlé in un paio d'anni. Ma quando comprate un'azione, la comprate per sempre, anche se poi la vendete: quando la vendete, il suo prezzo probabilmente rifletterà i successivi pochi anni di profitti. Praticare il market timing può essere assai redditizio, ma non è una strategia facile da seguire sistematicamente. Ed è il contrario di quello che cerchiamo di fare noi di SIA.

Naturalmente, le precedenti analisi sono piuttosto semplicistiche e molti altri fattori andrebbero presi in considerazione: dal livello di indebitamento della società al sistema aziendale e le innovazioni tecnologiche o le riforme normative... Ma offre un'idea di come valutiamo queste società.

Le azioni con diritto a dividendi del fondo LTIF-Stability

Nel 2005 abbiamo lanciato il fondo Stability, che come tutti i nostri primi fondi (Classic, Alpha, e Energy) è stato prima incorporato come entità della Isole Vergini Britanniche, e poi trasferito in Svizzera nel 2006 (gli altri fondi sono stati trasferiti in Lussemburgo). È iniziato come fondo denominato in euro, terminando in franchi svizzeri a seguito del trasferimento. La divisa naturalmente non è tanto rilevante: ciò che importa è l'evoluzione degli asset sottostanti, anche se realizziamo alcune operazioni di copertura valutaria. Il Grafico 22 mostra l'andamento del fondo dal lancio in euro e in franchi svizzeri. La differenza tra i grafici rappresenta l'evoluzione delle due divise.

Grafico 22: Fondo LTIF Stability in franchi svizzeri e in euro senza dividendi (dal lancio)



Il Grafico 22 include pure i dividendi: nonostante la strategia del fondo sia sempre stata reinvestire tutti i dividendi, la normativa svizzera attuale ci obbliga a pagare alcuni dividendi quando non maturano le commissioni di performance, come è successo fino al 2008, perché il fondo in franchi svizzeri non aveva raggiunto il suo high water mark (lo aveva raggiunto in euro, ma le commissioni si calcolano sulla base della performance in franchi svizzeri). In ogni caso, questi dividendi non sono stati molti, e sono stati pagati solo negli ultimi 2 anni. La nostra strategia è di pagare ancora il meno possibile, anche nulla, se la normativa lo permette. È la soluzione

preferita indicata dalla maggior parte dei nostri investitori, e la seguiremo anche per tutti gli altri fondi.

Ma a un certo gruppo di investitori piacciono i dividendi e per soddisfarli stiamo lanciando una nuova classe di azioni del fondo Stability denominata "Growth Income", che pagherà un dividendo annuale tra il 3-4% in franchi svizzeri. Ma, e questa è la parte più bella, questo dividendo crescerà nel tempo. In linea di principio, puntiamo a una crescita annuale del dividendo dal 4% al 5%, dipendendo naturalmente da come si comporteranno le società. Ciò rappresenterebbe un ingresso liquido di circa un 8% annuo in franchi svizzeri a lungo termine, con la possibilità di incrementarsi. Gli investitori di questa classe di azioni vedranno, come il nostro amico che investe in immobili, che non importa cosa succede nel mondo e nelle borse valori, continueranno a percepire i loro redditi monetari e pure a vederli crescere ogni anno.

Un ultimo appunto: c'è grande incertezza nel mondo, sempre c'è stata e sempre ci sarà. Ma anche i componenti chiave del nostro portafoglio (prodotti di grande consumo blue chip, servizi sanitari, assicurazioni, produttori di materie prime, ecc.) saranno sempre lì. Se il prezzo di entrata è corretto, cosa che cerchiamo di assicurarci, la redditività a lungo termine è quasi assicurata. Noi crediamo fermamente di poterci aspettare che il 12% annuale circa che abbiamo realizzato fino ad oggi (tra il 10 e il 15%) possa molto ragionevolmente essere mantenuto.

Notizia SIA

Stiamo organizzando delle presentazioni a Zurigo e a Ginevra per il 5 e 6 maggio. Di seguito potrete trovare l'invito insieme al formulario web per confermare la vostra presenza.

Presentazione a Zurigo, giovedì 5 maggio 2011 alle ore 17:00

1. Introduzione: Situazione del mercato e opportunità d'investimento – J. Carlos Jarillo, Socio Dirigente di SIA Ginevra.
2. Il ramo assicurazioni vita – Walter Scherk, Socio Dirigente di SIA Barcellona.
3. Osservazioni generali sui nostri Fondi e i nostri Progetti di fondi – Alex Rauchenstein, CEO SIA Funds AG

Sede dell'evento: **Hotel Baur au Lac**. Dopo il Seminario sugli Investimenti sarà offerto un cocktail.

Presentazione a Ginevra, venerdì 6 maggio 2011 alle ore 11:45

1. Introduzione: Situazione del mercato e opportunità d'investimento – J. Carlos Jarillo, Socio Dirigente di SIA Ginevra.
2. Il ramo assicurazioni vita – Walter Scherk, Socio Dirigente di SIA Barcellona.
3. Osservazioni generali sui nostri Fondi e i nostri Progetti di fondi – Alex Rauchenstein, CEO SIA Funds AG

Sede dell'evento: **Swissôtel Métropole**. Dopo il Seminario sugli Investimenti sarà offerto pranzo buffet.

Dopo ogni presentazione, si terrà una discussione aperta sulle idee esposte. I relatori resteranno a disposizione dopo la presentazione per ulteriori approfondimenti.

Si prega di confermare la propria presenza mediante il [presente formulario web](#).

Grafici delle classi in USD

Tabella 4: Valore Patrimoniale Netto (NAV) – Patrimonio netto in gestione in USD

Marzo 2011	NAV	Δ YTD	Δ 12m	Rendim. annuo da data di lancio	AUM (in mio)
LTIF Classic [USD]	357.92	0.98%	7.04%	16.17%	657.6 *
LTIF Classic II [USD]	188.31	1.00%	6.05%	16.84%	* Classic & Classic II combinato
LTIF Alpha [USD]	216.45	-0.09%	4.23%	8.57%	98.54 **
LTIF Alpha II [USD]	160.77	-0.07%	3.24%	7.18%	** Alpha & Alpha II combinato
LTIF Natural Resources [USD] (anc. Global Energy Value Fund)	204.56	1.76%	12.84%	7.37%	166.19
LTIF Emerging Market Value [USD]	132.87	-0.70%	-	3.16%	9.08
MSCI World Index TR [USD] (Bloomberg GDDUWI)	4'500.83	4.91%	14.03%	5.57% ***	*** data di lancio di Classic

Grafico 23
LTIF – Classic USD

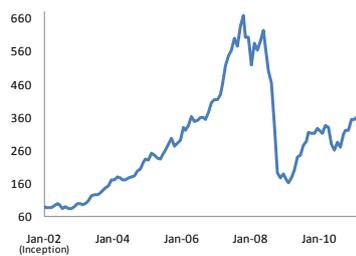


Grafico 24
LTIF – Classic II USD

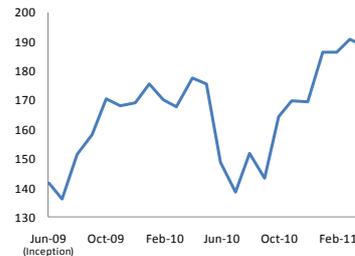


Grafico 25
LTIF – Alpha USD

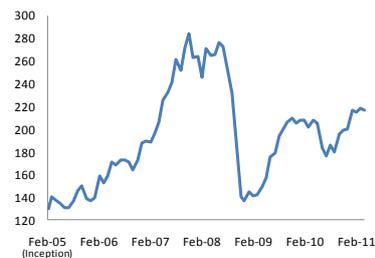


Grafico 26
LTIF – Alpha II USD

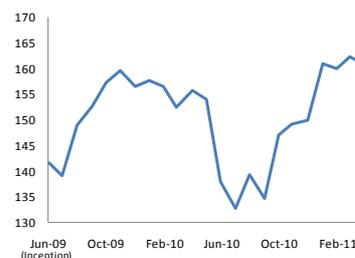


Grafico 27
LTIF – Natural Resources USD

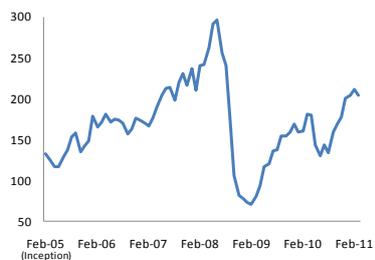
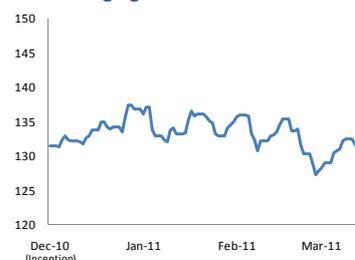


Grafico 28
LTIF – Emerging Market Value USD



Grafici delle classi in CHF

Tabella 5: Valore Patrimoniale Netto (NAV) – Patrimonio netto in gestione in CHF

Marzo 2011	NAV	Δ YTD	Δ 12m	Rendim. annuo da data di lancio	AUM (in mio)
LTIF Classic [CHF]	327.45	-0.89%	-6.96%	8.96%	601.6 *
LTIF Classic II [CHF]	172.28	-0.87%	-7.82%	7.17%	*Classic & Classic II combinato
LTIF Alpha [CHF]	198.02	-1.94%	-9.41%	4.06%	90.15 **
LTIF Alpha II [CHF]	147.08	-1.92%	-10.27%	-1.69%	**Alpha & Alpha II combinato
LTIF Natural Resources [CHF] (anc. Global Energy Value Fund)	187.14	-0.13%	-1.92%	3.20%	152.04
LTIF Emerging Market Value [CHF]	121.56	-2.53%	-	-13.78%	8.30
LTIF Stability Series [CHF] ***	201.20	-4.05%	-5.14%	4.81%	31.05
*** Rendimento tot. (incl. dividendo)	4.89	-1.77%			
MSCI World Index TR [CHF] (Bloomberg GDDUWI)	4'121.86	2.88%	-0.66%	-0.95% ***	**** data di lancio di Classic

Grafico 29

LTIF – Classic CHF

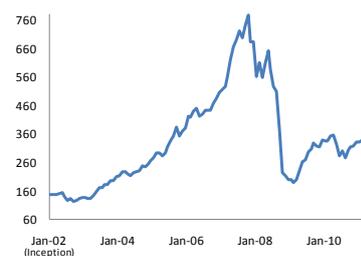


Grafico 30

LTIF – Classic II CHF

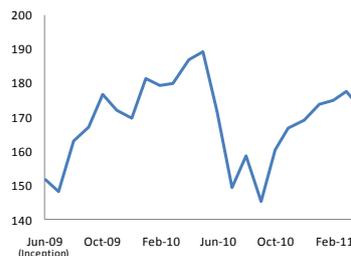


Grafico 31

LTIF – Alpha CHF

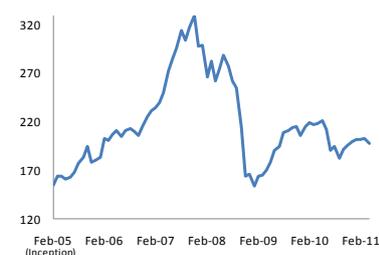


Grafico 32

LTIF – Alpha II CHF

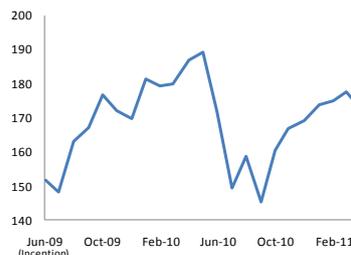


Grafico 33

LTIF – Natural Resources CHF



Grafico 34

LTIF – Emerging Market Value CHF

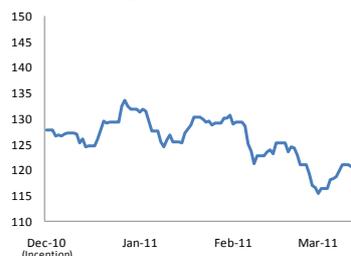
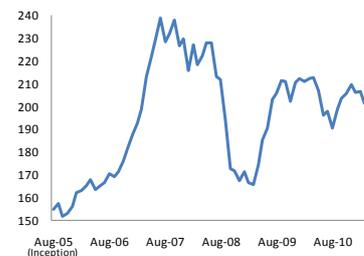


Grafico 35

LTIF – Stability CHF



Grafici delle classi in GBP

Tabella 6: Valore Patrimoniale Netto (NAV) – Patrimonio netto in gestione in GBP *

Marzo 2011	NAV	Δ YTD	Δ 12m	Rendim. annuo da data di lancio	AUM (in mio)
LTIF Classic II [GBP]	117.48	-1.35%	0.36%	18.41%	410.24 (Classic & Classic II)
LTIF Alpha II [GBP]	100.30	-2.39%	-2.30%	8.63%	61.47 (Alpha & Alpha II combinato)
LTIF Natural Resources [GBP] (anc. Global Energy Value Fund)	127.62	-0.61%	6.79%	10.66%	103.68
LTIF Emerging Market Value [GBP]	82.89	-3.01%	-	-7.30%	5.66
MSCI World Index TR [GBP] (Bloomberg GDDUWI)	2'801.81	1.82%	7.84%	20.77% *	* data di lancio di Classic II

* Performance up to 05.11.2009 is converted on a simulation basis from EUR into GBP. NAVs from 01.06.2009 to 04.11.2009 are not official.

Grafico 36
LTIF – Classic II GBP

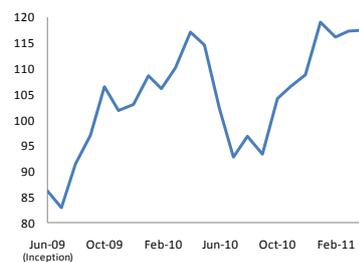


Grafico 37
LTIF – Alpha II GBP

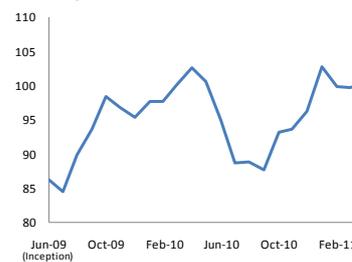
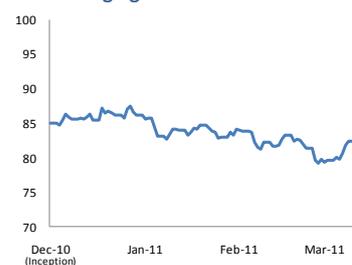


Grafico 38
LTIF – Natural Resources GBP



Grafico 39
LTIF – Emerging Market Value GBP



Avviso legale - Lussemburgo

La performance fino al 31.05.06 è quella del Fondo LTIF sede nelle Isole Vergini Britanniche di cui il Fondo LTIF Lussemburgo è un successore identico. La performance precedente è stata sottoposta di revisione contabile a cura di Ernst & Young. Le relazioni di revisione contabile sono disponibili presso la SIA Funds AG. Le performance ottenute nel passato non possono costituire una garanzia di tendenze future.

Long Term Investment Fund è una società di investimento a capitale variabile di tipo a ombrello organizzata nella forma di "société anonyme" in conformità con le leggi del Granducato di Lussemburgo, qualificata Société d'Investissement à Capital Variable ("SICAV"; società d'investimento a capitale variabile) ai sensi della Parte I della Legge del Lussemburgo del 20 dicembre del 2002. La società possiede tre comparti attivi denominati "Classic", "Alpha", ed "Energy", che sono totalmente similari al Fondo LTIF nelle Isole Vergini Britanniche (le classi "Classic" e "Alpha") e al Fondo Global Energy Value, per quanto riguarda i loro obiettivi di investimento e la loro struttura operativa. Il presente Bollettino informativo è rivolto esclusivamente a quegli investitori privati qualificati che hanno manifestato espressamente la loro volontà di riceverlo, e non può costituire sotto nessun concetto un'offerta di vendita di prodotti finanziari che potrebbero non essere adeguati per i suoi lettori.

LTIF – Classic II EUR

ISIN: LU0423699429
Telekurs: 10'096'865
Bloomberg: LTIFC2E LX

LTIF – Classic II USD

ISIN: LU0423699692
Telekurs: 10'096'889
Bloomberg: LTIFC2U LX

LTIF – Classic II CHF

ISIN: LU0423699775
Telekurs: 10'096'893
Bloomberg: LTIFC2C LX

LTIF – Classic II GBP

ISIN: LU0457694296
Telekurs: 10'638'930
Bloomberg: LTIFC2G LX

LTIF – Alpha II EUR

ISIN: LU0423699858
Telekurs: 10'096'895
Bloomberg: LTIFA2E LX

LTIF – Alpha II USD

ISIN: LU0423699932
Telekurs: 10'096'898
Bloomberg: LTIFA2U LX

LTIF – Alpha II CHF

ISIN: LU0423700029
Telekurs: 10'097'000
Bloomberg: LTIFA2C LX

LTIF – Alpha II GBP

ISIN: LU0457693215
Telekurs: 10'638'835
Bloomberg: LTIFA2G LX

LTIF – Natural Resources EUR

ISIN: LU0244072335
Telekurs: 2'432'575
Bloomberg: LTI FGEV LX

LTIF – Natural Resources USD

ISIN: LU0301247234
Telekurs: 3'101'839
Bloomberg: LTI FGEU LX

LTIF – Natural Resources CHF

ISIN: LU0301246939
Telekurs: 3'101'836
Bloomberg: LTI FGECLX

LTIF – Natural Resources GBP

ISIN: LU0457696077
Telekurs: 10'638'983
Bloomberg: LTI FGEGLX

LTIF – Emerging Market Value EUR

ISIN: LU0553294868
Telekurs: 11'901'448
Bloomberg: LTI FEME LX

LTIF – Emerging Market Value USD

ISIN: LU0553295592
Telekurs: 11'901'450
Bloomberg: LTI FEMU LX

LTIF – Emerging Market Value CHF

ISIN: LU0553294785
Telekurs: 11'901'447
Bloomberg: LTI FEMCLX

LTIF – Emerging Market Value GBP

ISIN: LU0553296053
Telekurs: 11'901'451
Bloomberg: LTI FEMGLX

Amministratore:

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

Gestore dell'investimento:

SIA Funds AG
Parkweg 1
CH-8866 Ziegelbrücke
Switzerland

Banca depositaria:

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

Sede sociale:

1, Boulevard Royal
L-2449 Luxembourg
Luxembourg

Avviso legale – Svizzera

La performance fino al 30.09.06 è quella del Fondo LTIF BVI, denominato in CHF, di cui il Fondo LTIF Stability è un successore identico. La performance precedente è stata sottoposta di revisione contabile a cura di Ernst & Young. Le relazioni di revisione contabile sono disponibili presso il Gruppo SIA. Le performance ottenute nel passato non possono costituire una garanzia di tendenze future.

Il Fondo LTIF Stability (SIA Funds) è stato approvato dalla Commissione Bancaria Svizzera in data 13 di luglio del 2006. Il Fondo ha iniziato le sue operazioni commerciali denominate in Franchi Svizzeri a partire dal 1 di ottobre del 2006. Il presente Bollettino informativo è rivolto esclusivamente a quegli investitori privati qualificati che hanno manifestato espressamente la loro volontà di riceverlo, e non può costituire sotto nessun concetto un'offerta di vendita di prodotti finanziari che potrebbero non essere adeguati per i suoi lettori.

LTIF – Stability

ISIN: CH0026389202
Telekurs: 2'638'920
Bloomberg: LTI FSTA SW

Administrator:

Pictet Funds S.A.
Route des Acacias 60
CH-1211 Geneva 73
Switzerland

Investment Manager:

SIA Funds AG
Parkweg 1
CH-8866 Ziegelbrücke
Switzerland

Custodian:

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